

جامعة محمد خيضر بسكرة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



مطبوعة في مقياس: تمويل المؤسسة

الدكتور: عقبة نصيرة

Okba.necira@univ-biskra.dz

جامعة محمد خيضر (بسكرة)

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الاستاذ: عقبة نصيرة مطبوعة في مقياس. تمويل المؤسسة

موجهة لطلبة السنة الاولى ماستر اكايمي اقتصاد وتسيير المؤسسات

مقدمة عامة.

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الرئيسية داخل النشاط الاقتصادي والإدارة المفضلة لخلق الثروة في المجتمع، كما تعتبر مجموعة من الوسائل البشرية، المالية والمادية التي تتعامل مع بعضها البعض من أجل تحقيق هدف معين، وبالتأكيد فإن حسن إدارتها تخطيطا، تنظيما، توجيها ومراقبة يمثل مصدر فعاليتها و كفاءتها وإستمراريتها.

وتمارس المؤسسة وظائف عديدة ومتنوعة نذكر منها على سبيل المثال لا للحصر وظيفة الإنتاج،

وظيفة الموارد البشرية والوظيفة المالية، ورغم أهمية هذه الوظائف المختلفة في المؤسسة إلا أن هذه الأخيرة

تعتبر من ابرز وأهم هذه الوظائف، إذ هي التي تحدد مستقبل المؤسسة، ومدى إستمراريتها وهيكلها المالي، وغيرها من المهام، فهي تلعب دورا حاسما في نجاح المؤسسة فلا يمكن لأي مؤسسة أن تقوم بنشاطها من إنتاج أو تسويق وغيرها من الوظائف دون توافر الأموال لتمويل أوجه النشاط المختلفة.

ويعتبر قرار التمويل أوالاستثمار من أهم وأصعب القرارات التي تواجه الإدارة المالية والمتعلقة بالسياسة التمويلية الملائمة التي تضمن التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية، فضمن الوظيفة المالية يتخذ قرار التمويل الذي يعتبر قرار إستراتيجيا في المؤسسة، فهو المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة لطبيعية المشروع، أما قرار الاستثمار

يتطلب اختيار أحسن المشاريع واستخدامها استخداما أمثل بما يتوافق مع تحقيق أكبر عائد بأقل خطر وتكلفة ممكنة.

وتعتبر مصادر التمويل احد المقومات الاساسية التي تستند عليها المؤسسة لتغطية استثماراتها، وتنقسم مصادر التمويل إلى قسمين مصادر مالية داخلية كالتمويل الذاتي ومصادر خارجية كالتمويل عن طريق الاقتراض من البنوك وإصدار الأوراق المالية.

خطة الدرس الأول:

طرق التمويل في المؤسسة

المبحث الأول: ماهية التمويل

المطلب الأول: مفهوم التمويل

المطلب الثاني: خطوات التمويل

المبحث الثاني: مصادر التمويل التقليدية

المطلب الأول: التمويل الداخلي

المطلب الثاني: التمويل الخارجي

المطلب الثالث: تقييم المصادر التقليدية

المبحث الثالث: مصادر التمويل الحديثة ومساهمة الدولة في

التمويل

المطلب الأول: الإعتماد الإيجاري

المطلب الثاني: التمويل في البورصة

المطلب الثالث: مساهمة الدولة في التمويل

المبحث الرابع: مصادر تمويل الإسلامي

المطلب الأول: تعريف التمويل

المطلب الثاني: صيغ التمويل الإسلامي

خلاصة الدرس

تمهيد

لضمان السير الحسن لموارد المؤسسة المالية تضع الادارة برنامجا تمويليا خاصا لاتخاذ جملة من القرارات المالية التي من شأنها تحقيق أهدافها، بحسب برنامج خاص، وتجعل من مستوى الموارد متوافقا مع الاحتياجات المالية أي إدارة المؤسسة من الناحية المالية أو ما يعرف بالوظيفة المالية، سنركز على الوظيفة المالية أكثر لما لها من أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسة.

المبحث الأول: ماهية التمويل

أولا: مفهوم التمويل

- هو تلك الوظيفة الإدارية في المؤسسة التي تختص بعمليات التخطيط للأموال و الحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الاحتياجات المالية اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة، مما يساعد على تحقيق أهدافها، و تحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة للفئات المؤثرة في نجاح و استمرار المؤسسة، و التي تشمل المستثمرين و العمال و المديرين .

ثانيا: طرق التمويل

- **طريقة التمويل الداخلي:** نقصد بالتمويل الداخلي للمؤسسة مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى الخارج، أي مصدرها ناتج عن دورة الاستغلال للمؤسسة، و تتمثل أساسا في التمويل الذاتي .
- **1- الأرباح المحتجزة :**

هي عبارة عن ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته الشركة من ممارسة نشاطها، خلال السنة الجارية أو السنوات السابقة، و لم يدفع في شكل

توزيعات و الذي يظهر في الميزانية العمومية للشركة ضمن عناصر حقوق الملكية، فبدلا من توزيع كل الفائض المحقق على المساهمين، قد تقوم الشركة بتخصيص جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة يطلق عليها اسم "احتياطي" بغرض تحقيق هدف معين مثل احتياطي إعادة سداد القروض، أو إحلال و تجديد الآلات

• 2- مخصصات الإهلاك المقتطعة سنويا:

هي عبارة عن توزيع ثمن شراء أصل طويل الأجل على عمره الإنتاجي المتوقع

3- المؤونات التي زال الخطر الذي أنشأت من أجله:

و تكون المؤونات من أجل معرفة تدني الأصول غير الإهتلاكية و تسمح بالتسجيل المحاسبي للمصاريف ذات الطابع التأكيدي، و التي يجب معرفة قيمها، و تستعمل كذلك كاحتياطات لمواجهة الصعوبات المالية التي تتعرض لها المؤسسة، و تخصيص المؤونات يساهم في تكوين أموال من أجل تغطية التكاليف أو النقص في عناصر التكاليف.

• طريقة التمويل الخارجي:

عند عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية الذاتية تلجأ المؤسسة إلى المفاضلة بين مصادر تمويلية خارجية مختلفة حسب حاجتها التمويلية فهي تلجأ للديون لتسديد مخططاتها التوسعية.

المبحث الثاني: مصادر التمويل التقليدية

أولا: المصادر الخارجية للتمويل:

تمويل قصير الأجل تمويل تجاري أو ائتمان بنكي

تمويل متوسط الأجل: موجه لدورة الاستغلال

القروض المصرفية متوسطة الأجل

تمويل طويل الأجل: موجه لدورة الاستثمار

ثانيا: المصادر الداخلية للتمويل:

التمويل باستخدام حقوق الملكية : عن طريق اصدار اسهم جديدة..، رفع رأسمال المؤسسة التمويل باستخدام الديون طويلة الأجل قروض تشترك فيها عدة بنوك ومؤسسات مالية

المبحث الثالث: مصادر التمويل الحديثة ومساهمة الدولة في

التمويل

أولا: صيغ التمويل الحديثة:

• **الإئتمان الإيجاري:** هو إلتزام تعاقدي بتأجير أجهزة و أدوات إنتاجية من مؤسسة مالكة إلى مؤسسة إنتاجية مستخدمة لفترة معينة مقابل أقساط كراء محددة. و ينقسم إلى :

1- **الائتمان الإيجاري للأصول المنقولة:** يستعمل هذا النوع من الائتمان من أجل الحصول على أصول منقولة مثل تجهيزات و أدوات الاستعمال الضرورية لنشاط المؤسسة المستعملة. و في نهاية فترة العقد يمكن لها تجديده أو شراء الأصل أو التخلي عنه نهائيا.

2- الائتمان الإيجاري للأصول غير المنقولة:

يهدف هذا النوع إلى تمويل أصول غير منقولة تتشكل غالبا من بنايات شيدت أو في طريق التشييد حصلت عليها المؤسسة المؤجرة من جهة ثالثة أو قامت هي ببناؤها و تسلمها على سبيل الإيجار إلى المؤسسة المستأجرة لاستعمالها في نشاطاتها المهنية مقابل ثمن الإيجار. و في نهاية فترة العقد تتاح للمؤسسة المستأجرة إمكانية الحصول على الأصل.

ثانياً مساهمة الدولة في التمويل

• 2- التمويل بتقنية عقد تحويل الفاتورة:

هو تقنية تمويل حقوق قصيرة المدى، حيث تقوم مؤسسة بالتخلي على كل حقوقها (الفواتير) إلى شركة عقد تحويل الفاتورة " factor " الذي يختلف عن البنك، و هي غالبا فرع من بنك كبير، تقوم هذه الأخيرة بتغطية الفواتير، متابعة المدينين، تأمين المتابعة القضائية في حالة عدم الدفع.

• 3- التمويل عن طريق مؤسسات رأس مال المخاطر:

هو 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 المال في التاريخ المحدد و ذلك هو مصدر المخاطر أملا في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبيا حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات متأخرة (تعويض المخاطر).

• 4- التمويل بتقنية تمويل المشروع:

هي أداة للاستثمار تركز على تمويل المشروعات الجديدة اعتمادا على التدفقات النقدية و الأصول دون الحاجة إلى ضمانات من القائم بالمشروع، و بهذه الطريقة تتخفف مخاطر تمويل المشروع و تحقق فائدة لكل من القائم على المشروع و المستثمر .

المبحث الرابع: خطوات التمويل.

اولا: العوامل المحددة في نوع التمويل.

تتاح أمام المؤسسات الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها الاستثمارية وتغطية احتياجاتها امام عدة مصادر، فنجد بعضها يعتمد على الأموال الذاتية وبعضها الآخر يعتمد إلى حد كبير على الأموال المقترضة والبعض قد يختار أمر وسيط بين ذلك. وهذا الأمر يتوقف على عدة عوامل نذكر منها (عقل، 2006، الصفحات 155-159):

1- الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام:

القاعدة العامة في التمويل هي أنه يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل كأموال

الملكية أو القروض طويلة الأجل، أما المصادر قصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الإستخدامات القصيرة الأجل وتعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الإستخدامات عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة من اقتناء هذه الأموال.

2- **الخطر والدخل:** من المعروف أن الدائنون يتقدمون على أصحاب المؤسسات في الحصول على الدخل وفي ناتج تصفية المشروع، لهذا فالمساهمون العاديون هم أول من يشعر بالخطر ذلك أن أي انخفاض في المبيعات قد يؤدي إلى عدم حصولهم على الدخل، ومن ناحية أخرى فإن الالتزامات الثابتة (أقساط القروض وفوائدها) قد تؤدي إلى حرمانهم من الحصول على دخل، ويمكن النظر للخطر مجال العوامل المحددة من منظورين هما خطر التشغيل وخطر التمويل ويرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي

تعمل فيها ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على الاقتراض لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها، أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة ويؤدي هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين وقد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها وفي هذه الحالة تتهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم لأنه آخر من يستوفى حقوقهم عند تصفية المؤسسة.

3. الإدارة والسيطرة: إن بقاء سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل التي تلعب دورا بارزا في تخطيط مصادر التمويل، لهذا السبب كثيرا ما نجد المالكين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار الأسهم العادية لأن الدائنين العاديين والممتازين كلهم لا يهددون مثل هذه السيطرة وبصورة مباشرة لأنهم لا يملكون حق التدخل في الإدارة.

4. المرونة: وتعني قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال، كما تعني تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها، خاصة إذا ما تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال، ويتيح توفر المرونة للمؤسسة إمكانية الخيار من بين بدائل عديدة عندما تحتاج المؤسسة إلى التوسيع أو الانكماش في مجموع الأموال التي تستخدمها وإمكانية استخدام المتاح من الأموال عند الحاجة لها، وتفقد المؤسسة الكثير من مرونتها في الحالات التالية:

- إذا زادت التزاماتها لأن الزيادة تحد من القدرة على الاقتراض بشروط معقولة بالرغم من توافر الأموال في الأسواق، وقد لا تستطيع الاقتراض مطلقا الأمر الذي قد يطررها للجوء إلى زيادة رأس المال.

-تقديم ضماناتها للقروض الأولى التي حصلت عليها يجعل من أية قروض جديدة تتطلب ضمانات أخرى وعدم توفرها يحد من قدرة المؤسسة على الاقتراض.

5. التوقيت: يقصد بالتوقيت هو تحديد المؤسسة للوقت الذي ستدخل فيه إلى

السوق مقترضة لأجل

الحصول على الأموال بأدنى كلفة ممكنة وبأفضل الشروط، لكن حاجة المؤسسة إلى الأموال في بعض الأحيان قد تلغي قدرتها على التوقيت إذ قد تضطر إلى الدخول إلى سوق الاقتراض على الرغم من عدم مناسبة التوقيت.

6. حجم المؤسسة: تتخذ المؤسسة عدة أحجام صغيرة، متوسطة أو كبيرة،

وللحجم أثر كبير في اختيار مصادر التمويل، فكلما زاد حجم المؤسسة كلما وسع ذلك من إمكانية تنويع مصادر التمويل، وكلما قل حجمها كلما قلص من إمكانية ذلك، فالمؤسسات الكبيرة بحاجة إلى كل مصادر التمويل تقريبا على عكس المؤسسات الصغيرة التي تعتمد في حد كبير في تمويلها على أموال أصحاب المشروع، فنجد نسبة الاقتراض في المؤسسات الكبيرة وذلك لأن احتمالات الإفلاس تنخفض في المؤسسات الكبيرة لأن لديها القدرة أكبر على خفض الديون.

7- نمط التدفق النقدي: المقصود بنمط التدفق النقدي الفترة الزمنية التي تقتضي

على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته، فالفترة الطويلة التي تقتضي على الاستثمار - نبدأ المؤسسة بتحقيق النقد لها آثار سلبية على السيولة، لكن يمكن تفادي هذا الأثر باختيار مصادر تمويل تتزامن مع وقت سدادها ومواقيت دخول النقد ومن أفضل مصادر التمويل من منظور السيولة هو رأس المال، فبالإضافة إلى عدم الحاجة لإعادته إلى أصحابه كما الاقتراض، فإنه بالإمكان

توزيع الأرباح حسب ظروف المؤسسة بينما لو تم التمويل بواسطة القرض فإن دفعات الفائدة والأقساط تشكل عبئا كبيرا والتزاما بدفعها حتى ولو لم يتحقق أي ربح.

ثانيا: ضمانات التمويل.

تقوم المؤسسات التي تطلب القرض بتقديم معلومات ثمنية تسمح للبنك بتقديم وضعيتها وإمكانياتها وتقدير إمكانية حدوث الخطر ونوعه ودرجته وبناءا على هذا التقدير يقرر فيما إذا كان يقبل منح القرض أو يرفض ذلك.

وبما أنه لا يمكن بأي حال من الأحوال إلغاء الخطر بصفة نهائية، ومن أجل زيادة الاحتياط قد يلجأ

البنك إلى طلب ضمانات كافية من المؤسسات التي تطلب القرض والتي تعتبر ذات أهمية كبرى بالنسبة له، وفي الواقع تختلف طبيعة الضمانات التي يطلبها البنك والأشكال التي يمكن أن يأخذها، ويمكن على العموم .تصنيفها إلى صنفين رئيسيين هما: الضمانات الشخصية والضمانات الحقيقية Error! Bookmark not defined.

1. الضمانات الشخصية: الذي يقوم به الأشخاص والذي بموجبه يعدون بتسديد الدين في حالة عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته في تاريخ الاستحقاق، وعلى هذا الأساس فالضمان الشخصي لا يمكن أن يقوم به المدين شخصا ولكن يتطلب ذلك تدخل شخص ثالث للقيام بدور الضامن، ويمكن تمييز نوعين من الضمانات الشخصية هما: الكفالة والضمان الاحتياطي.

أ-الكفالة: هي نوع من الضمانات الشخصية التي يلتزم بموجبها شخص معين بتنفيذ التزامات المدين إذا لم يستطيع الوفاء بهذه الالتزامات عند حلول أجل الاستحقاق.

ونظرا لأهمية الكفالة كضمان شخصي ينبغي أن يعطي له اهتمام كبير ويتطلب أن يكون ذلك مكتوبا ومتضمنا طبيعة الالتزام بدقة ووضوح، ومن جهة أخرى تجبر الأنظمة المختلفة البنوك على ضرورة إعلام المدين بمبلغ الدين محل الالتزام وأجاله وذلك خلال كل فترة معينة وهذا لتقادي الكثير من المنازعات الناجمة عن سوء التفاهم بين البنوك والعملاء.

ب - الضمان الاحتياطي: يعتبر من بين الضمانات الشخصية على القروض ويمكن تعريفه على أنه التزام مكتوب من طرف شخص معين يتعهد بموجبه على تسديد مبلغ ورقة تجارية أو جزء منه في حالة عدم قدرة الموقعين عليها على التسديد، ويختلف عن الكفالة كونه يطبق فقط في حالة الديون المرتبطة بالأوراق التجارية والأوراق التجارية التي يسري عليها هذا النوع من الضمان: السند لأمر، السفتجة والشيكات والهدف من هذه العملية هو ضمان تحصيل الورقة في تاريخ الاستحقاق كما يختلف الضمان الاحتياطي عن الكفالة في كون الأول هو التزام تجاري بالدرجة الأولى حتى ولو كان منح المبلغ غير تاجر لأن العمليات التي تهدف الأوراق محل الضمان إلى إثباتها هي عمليات تجارية.

2-الضمانات الحقيقية:

ترتكز الضمانات الحقيقية على موضوع الشيء المقدم للضمان، وتتمثل هذه الضمانات في قائمة

واسعة من السلع والتجهيزات والعقارات يصعب تحديدها هنا وتعطي هذه الأشياء على سبيل الرهن وليس على سبيل تحويل الملكية، وذلك من أجل ضمان استرداد القرض ويمكن للبنك أن يقوم ببيع هذه الأشياء عند التأكد من استحالة استرداد

القرض وفي الواقع يمكن أن يشرع في عملية البيع من خلال 15 يوما ابتداء من تاريخ القيام بتبليغ عادي للمدين، ويمكن أن يأخذ هذا النوع من الضمان شكلين هما الرهن الحيازي والرهن العقاري.

أ- **الرهن الحيازي:** وينقسم إلى نوعين هما:

- **الرهن الحيازي للأدوات والمعدات الخاصة بالتجهيز**

يسري هذا النوع على الأثاث والأدوات ومعدات التجهيز والبضائع ويجب على البنك قبل أن يقوم بالإجراءات القانونية الضرورية أن يتأكد من سلامة هذه المعدات والتجهيزات، كما ينبغي عليه التأكد من البضاعة المرهونة غير قابلة للتلف وأن لا تكون قيمتها معرضة للتغيير بفعل تغيرات الأسعار. ويقيد عقد الرهن الحيازي بالسجل العمومي الذي يمسك بكتابة المحكمة التي يوجد بدائرة اختصاصها المحل التجاري، ولا يجوز أن يبيع المدين الأشياء المرتهنة قبل تسديد الديون المستحقة عليه إلا بعد موافقة الدائن المرتهن.

أ- **الرهن الحيازي للمحل التجاري:** يتكون من عناصر عديدة ومن بين هذه العناصر نجد على وجه

الخصوص عنوان المحل التجاري والاسم التجاري والحق في الإجازة، الأثاث التجاري، المعدات، الآلات وبراءة الاختراع والرخص والعلامات التجارية والرسوم والنماذج الصناعية... الخ. ولكن إن لم يشمل عقد الرهن الحيازي المحل التجاري وبشكل دقيق وصريح أي العناصر التي تكون محلا للرهن فإنه في هذه الحالة لا يكون شاملا إلا عنوان المحل التجاري والحق في الإجازة والزبائن والشهرة التجارية.

ب- **الرهن العقاري:** هو عبارة عن عقد يكتسب بموجبه الدائن حقا عينيا على العقار لوفاء بدينه ويمكن له أن يستوفي دينه من ثمن ذلك العقار.

وفي الحقيقة لا يتم الرهن إلا على العقار الذي يستوفي بعض الشروط التي تعطي للرهن مضمون حقيقي، أما العقار ينبغي أن يكون صالحا للتعامل فيه وقابل للبيع في المزاد العلني كما يجب أن يكون معيناً بدقة من حيث طبيعته وموقعه وذلك في عقد الرهن أو في عقد رسمي لاحق، وما لم تتوفى هذه الشروط فإن الرهن يكون باطلاً. وإذا حان أجل استحقاق الدين ولم يقم المدين بالتسديد فإنه يمكن للدائن وبعد تنبيه المدين بضرورة الوفاء بالديون المستحقة عليه، أن يقوم بنزع ملكية العقار منه ويطلب بيعه.

المبحث الرابع: مصادر التمويل الإسلامي

أولاً: صيغ قائمة على المشاركة في العائد:

1. المضاربة: عقد على المشاركة في الاتجار بين مالك رأس المال وعامل يقوم بالاستثمار بمالديه من الخبرة، ويوزع الربح بينهما في نهاية كل صفقة بحسب النسب المتفق عليها، أما الخسارة إذا وقعت يتحملها رب المال وحده ويخسر المضارب جهده أو عمله.

2. المشاركة: هي عقد بين شخصين أو أكثر على الاشتراك في رأس المال والربح أو استقرار شيء له قيمة مالية بين مالكين فأكثر لكل واحد أن يتصرف تصرف المالك، ولا يشترط المساواة في حصص الأموال بين الشركاء، أو المساواة في العمل أو في المسؤوليات ونسب الأرباح أما الخسارة فهي فقط بنسب حصص رأس المال.

3. المزارعة: تعرف على أنها عقد على الزرع ببعض الخارج منه، وذلك بأن يقدم مالك الأرض بإعطائها لمن يزرعها أو يعمل عليها ويقومان باقتسام الزرع.

4. **المساقات:** هي صيغة من صيغ الاستثمار الزراعي تقوم على استغلال الأشجار المتنوعة بحيث يشترك فيها صاحب الأشجار بثروته تلك مع صاحب العمل بجهد. وتكون نتيجة الاستغلال الايجابية بينهما بنسبة معينة يتفان عليها، وإذا كانت النتيجة سلبية كفساد الثمار فإن صاحب الأشجار يخسر نصيبه من المحصول الزراعي ويخسر العامل الزراعي جهده وعمله، إذا لم يكن سببها التعدي والتقصير.

صيغ قائمة على المديونية:

- 1- **المراوحة:** هي البيع بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم.
- 2- **السلم و الاستصناع :** السلم هو بيع أجل بعاجل . أما الاستصناع فهو عقد يشتري به في الحال شيء مما يصنع صنعا يلزم البائع بتقديمه مصنوعا بمواد من عنده، بأوصاف مخصوصة، ويثمن محدد.
- 3- **الايجارة:** هو عقد منفعة مباحة معلومة ومدة معلومة من عين معلومة أو موصوفة في الذمة أو عمل بعوض معلوم.

خلاصة

بعد أن تعرفنا على مفهوم وأنواع ومصادر التمويل يمكن دراسة كل عنصر من العناصر السابقة على حدى للتركيز على الوظيفة المالية الحقيقية للمؤسسة من خلال ما تعتمد من مصادر وما تحققه من أهداف للوصول إلى الهيكله المالية المثلى.

خطة الدرس الثاني:

عموميات حول المؤسسة الاقتصادية والوظيفة المالية

تمهيد

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المؤسسة

المطلب الأول: تعريف المؤسسة الاقتصادية

المطلب الثاني: خصائص المؤسسة الاقتصادية

المبحث الثاني: أنواع المؤسسات الاقتصادية

المطلب الأول: أنواع المؤسسات تبعا للمعيار القانوني.

المطلب الثاني: أنواع المؤسسات تبعا للمعيار الاحجم.

المطلب الثالث: أنواع المؤسسات تبعا للمعيار الاقتصادي

المبحث الثالث: وظائف وأهداف المؤسسة الاقتصادية:

المطلب الأول: وظائف المؤسسة الاقتصادية

المطلب الثاني: أهداف المؤسسة الاقتصادية

خلاصة الدرس

تمهيد

تتلخص تطورات المؤسسة الاقتصادية التي تضرب جذورها في أصول المجتمع الرأسمالي وما قبله إبتداء من الإنتاج في الوسط الأسري البدائي، مروراً بالإنتاج المنزلي والحرفي ثم المينفكتورة (مؤسسات مصغرة)، وبعدها ظهرت المؤسسات الصناعية الآلية، كل هذه التطورات ناتجة عن التغيرات المتواصلة والمتوازية مع التطورات التي شهدتها النظم الاقتصادية والاجتماعية والحضارات البشرية منذ أن تمكن الإنسان من الاستقرار، وبدأ في تحضير ما يحتاجه باستعمال طاقته الجسمية والفكرية. مجموعة من النقاط التي أتعرض فيها إلى مفهوم المؤسسة، الخصائص وكذلك الأهداف التي أسعى إلى تحقيقها، وأسعى كذلك إلى تصنيف هذا النوع من المؤسسات، لذلك قمت بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب.

المبحث الأول: مفاهيم عامة للمؤسسة الاقتصادية

على ضوء الأهمية التي تحضي بها المؤسسة من طرف جميع الجوانب المحيطة بها سأدرج بعض المفاهيم التي استقيتها من بعض الكتاب والمفكرين لتعطي بعد ذلك وجهة نظري حول تعريف المؤسسة.

أولاً: تعريف المؤسسة الاقتصادية.

تعددت التعاريف التي قدمها الباحثون للمؤسسة الاقتصادية، وهذا نتيجة لاختلاف الأنظمة الاقتصادية، هي بالنسبة للاقتصاديين وحدة تقنية للإنتاج تعمل على ضمان استمرارية حياتها، أما بالنسبة لعلماء الاجتماع فهي نظام سياسي

يعني مكان للتفاوض المستمر في مختلف الميادين وسأنتظر إلى أهم المفاهيم التي أعطيت لها:

1- المؤسسة: هي مجموعة من الوسائل المختلفة الأنواع المادية والمعنوية المستثمرة من طرف مجموعة من الأشخاص، بهدف الوصول إلى إشباع اقتصادي واجتماعي (عمر، 2007، صفحة 25).

2- المؤسسة: هي وحدة إنتاجية ومركز توجيه عوائد الإنتاج ولكن تعتبر كوحدة اجتماعية تتخذ مجموعة من القرارات من أجل اقتحام أكبر عدد من الأسواق، وكذلك لتحقيق مجمل أهدافها (Darbelet, 1996, p. 04).

3- تعرف المؤسسة: كمنظمة اقتصادية واجتماعية مستقلة نوعا ما تؤخذ فيها القرارات حول تركيب الوسائل البشرية، المالية، المادية والإعلامية بغية خلق قيمة مضافة حسب الأهداف في نطاق "زمني" (حبيب، 2000، صفحة 25).

4- المؤسسة: منظمة تختص في إنتاج، تبادل، توزيع السلع والخدمات التي تحتوي على إمكانيات مادية، بشرية، بحيث تعمل من أجل تحقيق الهدف الذي أنشأت من أجله (السعيد، 1992، صفحة 02).

5- تعرف المؤسسة على أنها جميع المنظمات الاقتصادية، المستقلة ماليا، هدفها توفير الإنتاج بغرض التسويق، وهي منظمة مجهزة بكيفية توزع فيها المسؤوليات ويمكن أن تعرف بأنها وحدة اقتصادية تتجمع فيها الموارد البشرية، المادية، المالية، اللازمة للإنتاج الاقتصادي، بغرض تحقيق نتيجة ملائمة وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني والزمني، الذي توجد فيه، وتبعا لحجم ونوع النشاط.

6 - المؤسسة: مجموعة عناصر الإنتاج البشرية، المادية، المالية التي تستخدم وتسير وتنظم بهدف إنتاج سلع وخدمات موجهة للبيع، وهذا بكيفية فعالة تضمنها

مراقبة التسيير بواسطة وسائل مختلفة كتسيير الموازنات وتقنية المحاسبة التحليلية (عراجي، 1998، صفحة 10).

من جهتنا يمكن إعطاء تعريف للمؤسسة، وهو تعريف تتلاقى فيه وجهات نظر العديد من الاقتصاديين والذي يعتبر المؤسسة نظام مفتوح يضم مجموعة من العناصر المتفاعلة فيما بينها قصد تحقيق هدف معين.

ثانيا: خصائص المؤسسة الاقتصادية:

تتميز المؤسسة الاقتصادية بعدة خصائص سواء كانت في بلد متقدم أو سائر في طريق النمو ويمكن التطرق إلى أهم الخصائص (بويعقوب، 1998، صفحة 15):

1-التحديد الواضح للأهداف: والسياسة والبرامج وأساليب العمل فكل مؤسسة تضع أهدافا معينة تسعى إلى تحقيقها، أهداف كمية ونوعية بالنسبة للإنتاج، تحقيق رقم أعمال معين.

2-المؤسسة وحدة اقتصادية: أساسية في المجتمع الاقتصادي، فبالإضافة إلى مساهمتها في الإنتاج ونمو الدخل الوطني فهي مصدر رزق الكثير من الأفراد.

3-المؤسسة شخصية قانونية: مستقلة من حيث امتلاكها الحقوق والصلاحيات أو من حيث واجباتها ومسئولياتها.

4-القدرة على الإنتاج: وأداء الوظيفة التي وجدت من أجلها، وأن تكون المؤسسة قادرة على البقاء بما يوفر لها من تمويل كاف وظروف سياسية مواتية وعمالة كافية وقادرة على تكييف نفسها مع الظروف المتغيرة (عراجي، 1998، الصفحات 10-11).

5- **خاصية الهيكله الملائمة:** هذه الخاصية تعبر عن الكيفية التي يتم فيها تنظيم المسؤوليات واتخاذ القرارات والعلاقة بين الوظائف والأقسام الملائمة والفعالة مما يساعد على تحقيق الأهداف والأداء الجيد والحسن للمؤسسة.

6- **خاصية دراسة السوق:** تقوم المؤسسة بدراسة السوق كخطوة أولى من أجل اقتحامه وهذا لأجل معرفة رغبات واحتياجات المستهلكين من النوعية والكمية والجودة حتى يتسنى لها الرفع من قدرتها الإنتاجية والاقتراب أكثر من المستهلكين.

7- **خاصية مرونة المؤسسة وتكنولوجيا المعلومات:** إن المميزات الأساسية هي المرونية، وهذا لتمكين المؤسسة من جمع المعلومات ومعالجتها واستعمالها عند الحاجة وكذلك اتخاذ القرارات. لذا يجب على المؤسسة أن تكون على دراية تامة بكل ما يحيط بها من أجل التنبؤ والتوقع وكذلك توفير المعلومات التي تسمح لها بتكوين رؤية شاملة وواضحة للمحيط الذي توجد فيه مما يساعدها في اتخاذ قرارات مناسبة (خنوش و سمان، 1981، صفحة 24).

8- **ضمان الموارد المالية لكي تستمر عملياتها:** ويكون ذلك إما عن طريق الاعتمادات أو عن طريق الإيرادات الكلية أو عن طريق القروض أو الجمع بين هذه العناصر كلها أو بعضها حسب الظروف (عمر، 2007، صفحة 25).

المبحث الثاني: أنواع المؤسسات الاقتصادية.

للمؤسسات الاقتصادية أنواعا وأشكالا مختلفة تبعا لمجموعة من المعايير هي: المعيار القانوني، معيار الحجم، المعيار الاقتصادي.

أولا: أنواع المؤسسات تبعا للمعيار القانوني.

تبعا للمعيار القانوني يمكن تصنيف المؤسسات حسب الشكل التالي:

- المؤسسة ذات رأس مال خاص.

- المؤسسات الخاصة المؤسسات العمومية المؤسسات المختلطة
- مؤسسات فردية ومؤسسات جماعية.
- شركات أموال وشركات أشخاص - مؤسسات ذات طابع صناعي وتجاري.
- مؤسسات عمومية اقتصادية.
- مؤسسات عمومية محلية.

1-المؤسسات الخاصة: يتفرع هذا النوع من المؤسسات إلى مؤسسات فردية وشركات.

أ-مؤسسات فردية: هي المؤسسات التي يمتلكها شخص واحد أو عائلته تضم التجار الصغار، أصحاب المهن الحرة ولهذا النوع من المؤسسات مزايا أهمها:
-السهولة في التنظيم والإنشاء؛

-سهولة إمكانية الحصول على قروض وزيادة القدرة المالية للمؤسسة وذلك بسبب تضامن الشركاء. أما المساوى فنتمثل فيما يلي:

-تعرض حياة المؤسسة للخطر بسبب انسحاب أو وفاة أحد الشركاء؛
-مسؤولية الشركاء غير محدودة (عدون، 1998، صفحة 63).

ب- شركات الأموال: كشرركات التوصية بالأسهم، شركات المساهمة، شركات ذات المسؤولية المحدودة.... (عمر، 2007، الصفحات 27-28).

ج -الشركات: تعرف الشركة بأنها عبارة عن المؤسسة التي تعود ملكيتها إلى شخصين أو أكثر يلتزم كل منهم بتقديم حصة من المال أو من عمل لاقتسام ما قد ينشأ عن هذه المؤسسة من أرباح أو خسارة وتنقسم الشركات بشكل عام إلى القسمين رئيسيين هما:

شركات الأشخاص: كشرركات التضامن، شركات التوصية البسيطة، شركات ذات المسؤولية المحدودة...

2- المؤسسات العمومية: هي مؤسسات تعود ملكيتها للدولة، ولا يحق للمسؤولين عن بيعها أو التصرف فيها، إلا بموافقة الدولة ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من المؤسسات العمومية.

أ- مؤسسات عمومية ذات طابع صناعي وتجاري: تتمتع بالشخصية القانونية وتنشط في ميدان خاص

لأسواق المنافسة، حيث تقوم هذه المؤسسات بتقديم منتجات للسوق وفي نفس الوقت تؤدي خدمة عمومية، مع التمييز بوجود طاقة إنتاجية موحدة مثل شركة سونلغاز. الشركة الوطنية للكهرباء والغاز الطبيعي-sonelgaz - .

ب - مؤسسات عمومية اقتصادية: هي مؤسسات تتمتع بالاستقلالية، تنظيها وتسييرها بواسطة مجلس إدارة، وتتميز بالمنافسة فيما بينها وكذا الحرية فيما يخص تسيير أموالها كما تنص عليها النصوص القانونية، -ENIEM. ومثل هذه المؤسسات المؤسسة الوطنية للصناعات الكهرومنزلية.

ج- مؤسسات عمومية محلية: هي مؤسسات تنشط على المستوى المحلي ونجدها غالبا في قطاع الخدمات.

3- المؤسسات المختلطة: هي المؤسسات التي تعود ملكيتها بصفة مشتركة إلى القطاع العام والخاص، أي مؤسسات عمومية تشترك مع مساهمين خواص، في إطار الاقتصاد المختلط، مع العلم أن تنظيم هذا النوع من المؤسسات يخضع لضوابط تحددها تشريعات وأحكام خاصة (طرطار، 2001، صفحة 15).

ثانيا: أنواع المؤسسات تبعا لمعيار الحجم.

وفي هذا المعيار نأخذ مقياس الحجم يقيم على عدة عناصر منها: عدد العمال، رقم الأعمال، القيمة المضافة، حجم رأس المال، القدرة على التمويل الذاتي.

هذا الأخير يعتبر العنصر الأكثر أهمية في توضيح الكفاءة والفعالية الاقتصادية للمؤسسة مع باقي العناصر. وحسب هذا المعيار يمكن تصنيف المؤسسات إلى ثلاثة أنواع: المؤسسات الحرفية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المؤسسات الكبيرة، مجمع مؤسسات متعددة الجنسيات.

1- المؤسسات الحرفية: هي مؤسسات يتراوح عدد عمالها من واحد إلى عشرة وغالبا ما يتراوح ما بين واحد إلى خمسة أجزاء (الشيخ، 1998، صفحة 87).

2- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: لهذا النوع من المؤسسات ميزة أساسية تكمن في بساطة النسبة الهيكلية، كما أن طرق تسييرها غير معقدة إضافة إلى قلة عدد العاملين فيها بحيث لا يوجد مقياس متفق عليه لتعريف هاته المؤسسات فالأمر يتعلق من بلد إلى آخر، فحسب البنك الدولي للاستثمار: "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي التي يكون فيها عدد العمال أقل من 500 عامل وتكون المساهمة في رأسمالها من طرف أعوان خارج صاحب المؤسسة لا يتجاوز 30%.

3- المؤسسات الكبيرة: وتشغل يد عاملة كبيرة تفوق 500 عامل، ملكيتها غالبا ما تعود إلى عدد كبير (من الأشخاص، ولهذه المؤسسات أشكال مختلفة منها مايلي:

أ- المجمع: هو عبارة عن مجموعة مؤسسات تربطها علاقة مالية واقتصادية وهي تابعة للمؤسسة الأم، ومثال ذلك في الجزائر "مجمع صيدال... إلخ المؤسسة تصنف حسب القطاعات الاقتصادية كما يلي¹:

لقطاع الأول القطاع الثاني القطاع الثالث

مؤسسات فلاحية

مؤسسات منجمية

مؤسسات صناعية.

مؤسسات الخدمات

مؤسسات مالية

مؤسسات تجارية

ب - المؤسسات متعددة الجنسيات:

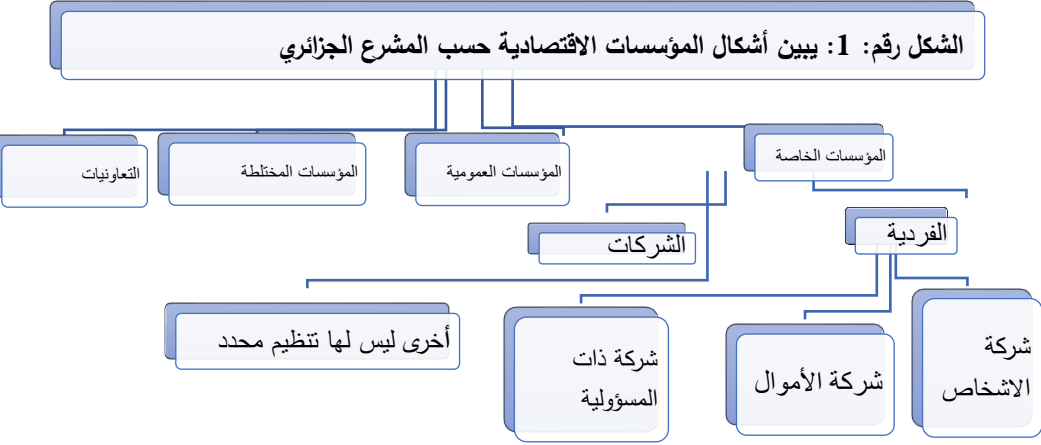
هي عبارة عن مؤسسات عابرة للقارات ولا تعرف بالحدود الجغرافية، حيث تقيم وحدات إنتاجية في العديد من البلدان، متبعة في ذلك سياسات، إستراتيجيات عالمية هذه الأخيرة تختلف من مؤسسة لأخرى، ونذكر من هذه الإستراتيجيات ما يلي (عمر، 2007، صفحة 30):

- إستراتيجية تخفيض التكاليف، وذلك من خلال إقامة فروع في البلدان التي توفر يد عاملة رخيصة بالإضافة إلى المواد الأولية التي لا تكلفها الكثير في سبيل الحصول عليها؛

-توسيع حصتها السوقية على المستوى العالمي، من خلال إنشاء هذه الوحدات الإنتاجية في بلدان مختلفة، وهو ما يجنبها الحواجز الجمركية (زغيب، 1998، صفحة 09).

ثالثا: أنواع المؤسسات تبعا للمعيار الاقتصادي.

هذا المعيار يصنف المؤسسات حسب طبيعة نشاطها ويطلق على هذا الترتيب. القطاع الأول، القطاع الثاني، القطاع الثالث والشكل الموالي يوضح ذلك.



المصدر: عمر صخري، مرجع سابق، ص 30.

القطاع الأول: يشمل جميع المؤسسات المتخصصة في الزراعة بمختلف أنواعها ومنتجاتها وتربية المواشي حسب تفرعاتها أيضا إضافة إلى أنشطة الصيد البحري وغيره من نشاطات مرتبطة بالأرض والمواد الطبيعية القريبة إلى الاستهلاك واستغلال الغابات، أيضا تضاف إليها أنشطة المناجم لتصبح جميع هذه المؤسسات ضمن القطاع الأول. (عدون، 1998، الصفحات 77-78)

2-القطاع الثاني: في هذا القطاع تتجمع مختلف المؤسسات التي تعمل في تحويل المواد الطبيعية أساسا إلى منتجات قابلة للاستعمال أو الاستهلاك النهائي أو الوسيط ، ويشمل بعض الصناعات المرتبطة بتحويل المواد الزراعية إلى منتجات غذائية وصناعية مختلفة وكذا صناعات تحويل وتكرير المواد الطبيعية من معادن وطاقة وغيرها وكذلك نجد مؤسسات صناعة التجهيزات ووسائل الإنتاج المختلفة وهناك صناعة مواد البناء بالإضافة إلى مؤسسات الصناعات الاستهلاكية بشكل عام.

3-القطاع الثالث: يتضمن هذا القطاع جميع المؤسسات التي تنشط خارج القطاعين السابقين ونعني بها:

أ- مؤسسات الخدمات: هي التي تقوم بتقديم خدمات كمؤسسات النقل، عيادات الطب، البريد والمواصلات.

ب - المؤسسات المالية: هي التي تقوم بالنشاط المالي كالبنوك ومؤسسات التأمين.

ج- المؤسسات التجارية: هي التي يتمثل نشاطها في التجارة أي القيام بعملية التوزيع..الخ.

المبحث الثالث: وظائف وأهداف المؤسسة الاقتصادية:

أن مختلف وظائف المؤسسة الاقتصادية ترتبط ببعضها البعض من اجل تحقيق أهداف المؤسسة، ويزداد هذا الترابط حسب طبيعة وحجم المؤسسة.

أولا: وظائف المؤسسة الاقتصادية.

للمؤسسة مجموعة من الوظائف التي تكتسي أهمية بالغة للقيام بنشاطها، حيث تتلقى مدخلاتها من المحيط في شكل مواد أولية، طاقة، معلومات... ثم تحويلها إلى خرجات في شكل منتجات مادية وخدمات موجهة للسوق، ومن جهتي سأتطرق إلى أهم الوظائف داخل المؤسسة.

1- الوظيفة الإدارية: تسعى الإدارة العليا للمؤسسة للوصول إلى الأهداف المسيطرة ولبلوغ هذه الأهداف يتوجب عليها القيام بمهامها على أكمل وجه على مستوى التخطيط، التوجيه، الرقابة والعمل على التنسيق الأمثل بين هذه المستويات، وهذا ما يؤدي حتما إلى تحقيق النجاح لها.

تعمل الوظيفة الإدارية في المؤسسة على وضع أهداف معقولة قادرة على تحقيقها عن طريق الوسائل المتاحة، وهذا ما يعكس بشكل أو بآخر قدرة المؤسسة (الإدارة) على التخطيط.

2-وظيفة إدارة الموارد البشرية: أي أن المؤسسة سواء كانت عمومية أو خاصة فإنها لا تخلوا من قسم يمارس وظيفة إدارة الأفراد، وهي تمارس وظائف تتعلق بالحصول على القوة العاملة في المؤسسة وجعلها قادرة وراضية ومتعاونة على تنفيذ الأعمال، يستلزم ذلك القيام بأنشطة مختلفة منها: (عراجي، 1998، صفحة 17)، تعيين العاملين وتدريبهم وكذا تحفيزهم وترقيتهم؛
-الاعتناء بكافة الخدمات الاجتماعية اللازمة لعمال المؤسسة؛
-الحفاظ على علاقة طيبة بين المنشأة والعاملين فيها (farid, 2011, p. 290).

3 - وظيفة الإنتاج: هي الوظيفة المكلفة بتصنيع المنتجات المطلوبة في السوق كما يتطابق مع المواصفات والشروط التي حددتها إدارة هندسة الإنتاج، ويتمثل هذا النشاط في كميتين أساسيتين هما:
الصنع: هو تحويل المواد الأولية بغرض الحصول على منتجات جاهزة للاستهلاك أو الاستعمال.
التركيب: هو ضم القطع النصف المصنعة والتأليف بينهما للحصول على منتجات أخرى للاستهلاك أو الاستعمال.
ومن الجهة الاقتصادية يمكن اعتبار الإنتاج على أنه عملية تحويل المدخلات المادية إلى مخرجات صناعية بهدف الاستهلاك المباشر أو الغير المباشر (المغربي، 1995، صفحة 64).

4-وظيفة التموين: التموين من الوظائف التي ينطلق بها مختلف العمليات وأنشطة المؤسسة والتموين كمجموعة من المهام والعمليات يعني العمل على توفير مختلف عناصر المخزون المحصل عليها من خارج المؤسسة أساسا بكميات وتكاليف ونوعيات مناسبة طبقا لبرامج المؤسسة وخططها وهذا يعني أن التوفير بالشراء أو الاحتياط بعناصر المخزون من أجل تنفيذ البرامج الخاصة

بنشاط المؤسسة سواء البيعية أو الإنتاجية في إطار متناسق وفي الوقت المناسب. وتكمن مهام هذه الوظيفة في:

-اختيار الموارد المناسب؛

-تحديد طريقة الشراء أو التوريد المناسب؛

-تقديم الطلبات للموردين ومتابعتها.

5-وظيفة التسويق: يعرف التسويق على أنه أحد الوظائف التي تقوم على

إنتاج السلع والخدمات التي تشبع حاجات

الاستعمال لها أو تلك السلع التي توزعها بشكل يؤدي إلى توافرها بين يدي

المستهلك في الزمان والمكان المناسبين، وتقوم الوظيفة التسويقية على المزج بين

أربعة عناصر أساسية هي كما يلي:

السلعة، التسعير، التوزيع، الترويج.

6- الوظيفة المالية: الوظيفة المالية في تعريفها البسيط هي مجموعة المهام

والعمليات التي تسعى في مجموعها إلى البحث عن الأموال في مصادرها الممكنة

بالنسبة للمؤسسة، وفي إطار محيطها المالي بعد تحديد الحاجات التي نريدها من

الأموال من خلال برامجها وخططها الاستثمارية، وكذا برامج تمويلها وحاجاتها

اليومية وهذا باختيار أحسن الإمكانيات التي تسمح لها بتحقيق نشاطها بشكل

عادي والوصول إلى أهدافها في جوانب الإنتاج والتوزيع.

وتقوم الوظيفة المالية بالسهر على اختيار الميزج المالي الملائم من أموال خاصة

أو تمويل ذاتي أو ديون بمختلف استحقاقها والذي يحقق لها أحسن مردود وبأقل

تكاليف ممكنة.

إن فالوظيفة المالية هي البحث عن الأموال بكمية مناسبة وبتكاليف ملائمة وفي

وقت مناسب والسهر على إنفاقها بالطريقة الأحسن لتحقيق أغراض المؤسسة

وينحصر دور هذه الوظيفة في عدة دوائر أساسية: (wafa, feyrouz, & aida, 2009, p. 125)¹

- دائرة الدراسات المالية والإحصائية؛
- دائرة الحسابات المالية؛
- دائرة حسابات التكاليف؛
- دائرة المرتبات.

ثانياً: أهداف المؤسسة الاقتصادية:

تسعى المؤسسة من خلال النشاطات التي تقوم بها إلى تحقيق عدة أهداف تختلف باختلاف أصحاب المؤسسات وطبيعة ميدان نشاطها وتتمثل هذه الأهداف في: الأهداف الاجتماعية، الأهداف الثقافية والرياضية وأخيراً الأهداف التكنولوجية.

1. الأهداف الاجتماعية للمؤسسة الاقتصادية.

أ-ضمان مستوى أجر مقبول:يعتبر العامل من أوائل المستخدمين في النشاط الذي تمارسه المؤسسة وذلك من خلال حصوله على مقابل لعمله الذي يتمثل في الأجر الذي يتأرجح بين الزيادة والنقصان، وهذا حسب طبيعة المؤسسة وعوامل اقتصادية أخرى ، ولهذا نجد أن الدولة قد تتدخل لضبط حد أدنى للأجور مما يسمح للعامل بتلبية حاجاته الأساسية² (الزغبي و ابراهيم، 1997، صفحة 02).

ب -تحسين مستوى معيشة العمال:إن رغبات العمال هي في تجدد وتطور مستمرين نتيجة للتطورات السريعة التي تشهدها المجتمعات في مختلف الميادين وخصوصاً ميدان التكنولوجيا. هذه الأخيرة التي تؤدي إلى ظهور منتجات جديدة يسمح لها بالتأثير على أذواق المستهلكين مما يتطلب تنوع وتعدد المنتجات لتلبية الحاجات.

ج- إنشاء وإقامة أنماط استهلاكية معينة: إن الإشهار والدعاية التي تقوم بها المؤسسة لترويج وتقديم منتجات جديدة يسمح لها بالتأثير على أذواق المستهلكين وتغيرها، وهي تطرح لهم أيضا في بعض الأحيان منتجات بديلة تكون بأقل تكلفة.

د- توفير تأمينات للعاملين: تعمل المؤسسة في بعض التأمينات كالتأمين الصحي، التأمين ضد حوادث العمل، التقاعد... الخ إضافة إلى المرافق الأخرى مثل: المطاعم داخل المؤسسة، التعاونيات، مختلف المرافق الأخرى، وهذا يظهر بشكل واضح في المؤسسات العمومية.

هـ- الدعوة إلى الإتحاد والتماسك بين العمال: حيث يتوفر داخل المؤسسة علاقة مهنية واجتماعية بين الأشخاص وهذا رغم الاختلافات في مستوياتهم العملية والتكوينية حيث أن تماسكهم يعد الأداة الأساسية لخلق وضمان حركة مستمرة للمؤسسة.

و- امتصاص الفائض من العمالة: أي تهدف المؤسسة إلى التشغيل الكامل لأفراد المجتمع وذلك للحد من البطالة.

2. لأهداف الثقافية والرياضية.

أ- توفير وسائل ترفيهية وثقافية: تعمل المؤسسة على اعتياد عمالها على الاستفادة من وسائل الترفيه والثقافة مثل: المكتبات الرحلات... الخ ونظرا لتأثير هذا الجانب على المستوى الفكري للعامل، مما ينعكس على عمله وأدائه داخل المؤسسة.

ب - تخصيص أوقات للرياضة: تعمل المؤسسات الخاصة الحديثة منها على إتباع طريقة في العمل تسمح للعامل بمزاولة نشاط رياضي في زمن محدد، هذا بالإضافة إلى إقامة مهرجانات للرياضة العمالية مما يجعل العمال يحتفظون بصفة جيدة ويتخلصون من المال، وهي عناصر جيدة مفيدة في الاستعداد للعمل والتحفيز ودفع عجلة الإنتاج.

3. الأهداف التكنولوجية.

- أ- البحث والتنمية: تطور المؤسسات أدى إلى توفير إدارة ومصلحة خاصة بعملية تطور الوسائل والطرق الإنتاجية عمليا، وترصد لهذه العملية مبالغ كبيرة قد تزداد أهمية لتحصل على نسبة عالية من الدخل الوطني في الدول المتقدمة إذ تتنافس المؤسسات فيما بينها على الوصول إلى أحسن طريقة إنتاجية وأحسن وسيلة مما يؤدي إلى التأثير على الإنتاج ورفع المردودية الإنتاجية.
- ب- المساعدة على تنفيذ السياسة التنموية للدولة: وذلك من أجل تحسين وتنسيق الجهود بين المؤسسات من خلال تطوير وإدخال الوسائل التكنولوجية.

خلاصة

نعبر الوظيفة المالية مجموعة متكاملة المهام والعمليات تسعى إلى البحث عن الأموال من مصادرها الممكنة بالنسبة للمؤسسة، وفي إطار محيطها المالي بعد تحديد الاحتياجات التي نريدها من الأموال من خلال برامجها وخططها الاستثمارية، وكذا برامج تمويلها وحاجاتها اليومية وهذا باختيار أحسن الإمكانيات التي تسمح لها بتحقيق نشاطها بشكل عادي والوصول إلى أهدافها في جوانب الإنتاج والتوزيع.

وتقوم الوظيفة المالية بالسهر على اختيار المزيج المالي الملائم من أموال خاصة أو تمويل ذاتي أو ديون بمختلف استحقاقها والذي يحقق لها أحسن مردود وبأقل تكاليف ممكنة.

خطة الدرس الثالث:

الإطار النظري للوظيفة المالية.

تمهيد.

المبحث الأول: مفهوم الوظيفة المالية

المطلب الأول: تعريف الوظيفة المالية

المطلب الثاني: أهمية الوظيفة المالية

المطلب الثالث: تحديد نطاق الوظيفة المالية

المبحث الثاني: أسس الوظيفة المالية:

المطلب الأول: التمويل الداخلي

المطلب الثاني: التمويل الخارجي

المطلب الثالث: تقييم المصادر التقليدية

المبحث الثالث: دور وأهداف الوظيفة المالية.

المطلب الأول: دور الوظيفة المالية

المطلب الثاني: أهداف الوظيفة المالية

خلاصة الدرس

الإطار النظري للوظيفة المالية:

تمهيد.

تعد الوظيفة المالية من أهم الوظائف داخل المؤسسة، وكغيرها من المفاهيم فقد عرف مفهوم الوظيفة المالية ملحوظا، حيث كان يقتصر دورها في الحصول على الأموال التي تحتاجها المؤسسة للقيام بنشاطها أما حديثا فقد أصبح مفهوم الوظيفة المالية يعني بالإضافة إلى الوظيفة التقليدية، اتخاذ القرارات الخاصة بمصادر التحويل وكذا نوعية الأموال الواجب تدبيرها وفي هذا السياق سأقوم بعرض تعاريف الوظيفة المالية، الأسس، وكذلك الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها.

المبحث الأول: مفهوم الوظيفة المالية .

تعتبر الوظيفة المالية واحدة من أهم الوظائف في نشاط المؤسسة فلا يمكن لأي مؤسسة أن تقوم بنشاطها من إنتاج أو تسويق أو غيرها من الوظائف الأخرى دون توافر الأموال اللازمة لتمويل أوجه النشاط المتنوعة.

أولا: تعريف الوظيفة المالية:

تعريف الوظيفة المالية يطرح مشاكل عديدة تبرز على مستوى النظرية أكثر ما تبرز على المستوى التطبيقي لتسيير المنظمات، وفيما يلي أهم التعاريف التي قدمت للوظيفة المالية.

1- الوظيفة المالية هي تلك التي تهتم بالحصول على الأموال اللازمة للمؤسسة وإدارة هذه الأموال وحسن استغلالها في المشروعات الاستثمارية. (wafa, feyrouz, & aida, 2009, p. 129)

2- الوظيفة المالية هي مجموعة المهام والعمليات التي تسعى في مجموعها إلى البحث عن الأموال في مصادرها الممكنة بالنسبة للمؤسسة في إطار محيطها المالي، بعد تحديد الحاجات التي تريدها من الأموال ومن خلال برامجها وخططها الاستثمارية، وكذا برامج تمويلها وحاجاتها اليومية (توفيق و شريف، 1980، صفحة 18).

1. الوظيفة المالية هي تلك التي تهتم بالنقدية. (هندي، 1991، صفحة 08)
 2. هي الوظيفة التي تهتم بالحصول على الأموال اللازمة للمؤسسة وإدارة هذه الأموال.
 3. هي وظيفة تختص باتخاذ القرارات في مجال الاستثمار وفي مجال التمويل كما تختص بالتخطيط المالي والرقابة المالية.
- نلاحظ بأن التعريف الخامس هو تعريف أكثر شمولية للوظيفة المالية خصوصا في ظل تطور المؤسسة وتشابك علاقتها مع المتعاملين الاقتصاديين وبالتالي زيادة أهمية الوظيفة المالية داخل أي مؤسسة اقتصادية . وحتى يتم أداء الوظيفة المالية يجب على القائمين عليها الأخذ بعين الاعتبار أن أي قرار أو إجراء مالي يجب أن يساهم في تحقيق الهدف الرئيسي الذي تسعى الإدارة إلى تحقيقه.

ثانيا: أهمية الوظيفة المالية

1. البحث عن مصادر الأموال الممكنة بالنسبة إلى المؤسسة وفي إطار محيطها المالي، وهذا بعد تحديد الحاجات التي تريدها من خلال برامجها وخططها الاستثمارية؛

2. ها القرار في اختيار أحسن الإمكانيات التي تسمح لها بتحقيق خطتها ونشاطها بشكل عادي والوصول إلى أهدافها؛
3. السهر على اختيار المزيج المالي الملائم من أموال خاصة، أو تمويل ذاتي وديون مختلف استحقاقها، والذي يحقق لها أحسن مردود وبتكاليف أقل ما يمكن؛
4. متابعة عملية تنفيذ البرامج المالية بعد التوزيع الأحسن للمسؤوليات ، والمتابعة تعني الرقابة والتوجيه الأحسن والحرص على أن تتم العمليات المالية ضمن الخطوط المرسومة لها سابقا في الخطة العملية؛
5. البحث عن الأموال بالكمية المناسبة، وبالتكلفة الملائمة وفي الوقت المناسب، والسهر على إنفاقها بالطريقة الأحسن لتحقيق أغراض المؤسسة.

ثالثا: تحديد نطاق الوظيفة المالية.

تتألف الوظيفة المالية من عمليات اتخاذ القرارات المتعلقة بتقرير حجم الأموال اللازمة وكيفية الحصول عليها واستثمار الأموال المتاحة، إذ أن قرارات الاستثمار التي يتم من خلالها تحديد أنواع الأصول الثابتة أو المتداولة الواجب اقتناءها وحجم كل منها والمبرر الاقتصادي لاقتناء كل منها وكذا المكاسب المتوقعة والمخاطر المرتبطة باقتناء كل أصل من الأصول، أما بالنسبة لقرارات التمويل فيتم من خلالها تحديد الطريقة المثلى لتمويل أصل أو مجموعة من الأصول وكذا المخاطر المالية المرتبطة بكل تمويل إلى جانب معرفة مصادر الحصول على مختلف أنواع الأموال وتكلفة الحصول عليها وهذا بغرض تحقيق الهدف الأسمى للمؤسسة وهو البقاء والاستمرار والنمو.

والخص في الشكل التالي القرارات التي تكون في مجموعها الوظيفة المالية. إن أهم القرارات التي تكون الوظيفة المالية هذه القرارات متمثلة في كل من قرارات الاستثمار والتمويل إذ أن قرارات الاستثمار تتعلق بكيفية اتخاذ قرار الاستثمار

في الأصول الثابتة أو المتداولة، أما بالنسبة لقرارات التمويل فتتمثل في نوع التمويل قصير أو طويل ومتوسط الأجل. ومنه الوظيفة المالية كغيرها من الوظائف الإدارية تتألف من عناصر الوظيفة الإدارية (التخطيط، الرقابة، تقييم الأداء، التحفيز)، إذ أنها تأخذ هذه الأمور ضمن إطار مرسوم بثقة وهو الإطار المالي.

المبحث الثاني: أسس الوظيفة المالية:

تلعب الوظيفة المالية دورا هاما في نجاح المؤسسات الاقتصادية، وذلك من خلال علاقتها الوطيدة بالوظائف الأخرى كوظيفة الإنتاج وغيرها، وأيضا من خلال مهامها الأساسية التي تركز على تسيير رأس المال المستثمر لتحقيق أكبر ربح ممكن.

أولا: علاقة الوظيفة المالية بالوظائف الأخرى.

إن أي قرار تتخذه الإدارة في المؤسسة يترجم إلى قرار مالي وبما أن المال يعتبر المحرك الأساسي للأنشطة للممارسة على مستوى الإدارات المختلفة فإنه لا يمكن عزل الوظيفة المالية عن وظيفة الإنتاج، أو وظيفة الموارد البشرية، أو أي نشاط آخر في المؤسسة. (farid, 2011, p. 118)

ثانيا: علاقة الوظيفة المالية بوظيفة الإنتاج:

إن أي قرار يتعلق بالإنتاج لابد له من الأموال اللازمة لتحقيقه، وقد تقف قلة الأموال عائقا في سبيل ذلك، كما أن له أثار هامة على التدفقات النقدية في المدى القصير والمدى الطويل في معظم الأحيان تساهم هذه القرارات في زيادة تدفق النقد من المؤسسة في المدى القصير على شكل مصاريف ضرورية للإنتاج،

ولكن تختلف في المدى الطويل، فقد تؤدي هذه القرارات إلى زيادة حجم النقد الداخل إلى المؤسسة، وذلك إذا ما تم إنتاج السلعة الجديدة وبيعها أو إذا ما تم توسع مجال الإنتاج.

ثالثاً: علاقة الوظيفة المالية بوظيفة التسويق.

إن أي قرار في حقل التسويق له أبعاده المالية في المدى القصير وفي المدى الطويل، فالقيام بحملة إعلامية واسعة النطاق أمر قد يكون مرغوباً فيه ويؤدي في المدى القصير إلى تدفق النقد من المؤسسة أما دونه في المدى البعيد فأمر غير مؤكد فإذا كانت الحملة الإعلامية ناجحة مثلاً فإن ذلك يؤدي إلى زيادة التدفق النقدي الداخل إلى المؤسسة.

رابعاً: علاقة الوظيفة المالية بوظيفة الموارد البشرية:

لا تختلف وظيفة الموارد البشرية عن سابقتها من الوظائف فعند القيام ببرنامج تدريبي للعمال مثلاً من انجاز أعمال معينة، فإن ذلك سيؤدي في المدى القصير إلى تدفق نقدي إلى خارج المؤسسة على شكل مصاريف مختلفة واللازمة للقيام بهذا البرنامج، أما في حالة المدى الطويل فإن كان البرنامج ناجحاً فإنه سيؤدي بثماره على شكل زيادة التدفق النقدي.

1. مهام الوظيفة المالية: الوظيفة المالية هي مجموعة المهام التي تصب في توفير الموارد المالية وكيفية استخدامها حيث تسعى في مجموعها بالبحث عن الأموال من مصادرها الممكنة بالنسبة للمؤسسة وذلك بعد تحديد الحاجات التمويلية من خلال برامجها وخططها الاستثمارية وكذا برامج تحويلها وتمثل مهام الوظيفة المالية في كل من:

2.1. التخطيط المالي: يعرف الاقتصادي الفرنسي هنري فايول التخطيط بأنه يشمل التنبؤ بالمستقبل مع الاستعداد لهذا المستقبل (رمضان، 1997، صفحة 20).

فالتخطيط المالي نوع من أنواع التخطيط يركز على كيفية الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة وكيفية استثمارها بحيث يتم الحصول على أكبر فائدة من وراء هذا الاستثمار.

أ- أهداف التخطيط المالي: يلعب التخطيط المالي دور كبير في مجالات متعددة منها التخطيط للمبيعات، التخطيط للأرباح، التخطيط للاستثمارات الرأسمالية، التخطيط لتمويل عمليات البيع لأجل، التخطيط لسداد الالتزامات في مواعيد استحقاقها، التخطيط للحصول على الأموال اللازمة من المصادر الملائمة وفي الوقت الملائم.

ب -مراحل التخطيط المالي: يمكن تحديد مراحل التخطيط المالي فيما يلي (رمضان، 1997، صفحة 20):

- تحديد الأهداف المراد تحقيقها وترجمتها ماليا؛
- جمع البيانات اللازمة والتي تعتبر أساسا في عملية التخطيط؛
- إعداد الموازنات التقديرية وصياغة الخطة في ضوء البيانات والمعلومات المتاحة.

3.1. التنظيم المالي: يمثل تحديدا للأنشطة التي يقوم بها المشروع لبلوغ أهدافه بكفاءة، ثم توزيع وتجميع هذه الأنشطة للأفراد العاملين وفق أسس معينة تمثل التخصص الوظيفي، ويختلف الهيكل التنظيمي لوظيفة المالية من مشروع لآخر، تبعا لنوع وحجم القطاع الذي يعمل فيه وطبيعة نشاطه ودرجة تعقيده.

4.1. الرقابة المالية: تتألف وظيفة الرقابة المالية من تقييم أداء المؤسسة بمقارنتها بالخطط الموضوعة لغرض اكتشاف الانحرافات وتصحيحها للتأكيد من

تنفيذها، ويجب على المدير المالي عند قيامه بالتخطيط المالي أن يقوم بتصميم نظام للرقابة المالية يمكنه من مراجعة التنفيذ الفعلي مع الخطط الموضوعة. لذلك تعتبر الرقابة المالية من اختصاص أو مسؤولية المراقب المالي الذي عمله الأساسي هو الإشراف على الحسابات إلى جانب مهام أخرى.

2. التحفيز المالي: التحفيز هو خلق التعاون الإداري بين العاملين في المشروع وبمختلف مستوياتهم الإدارية واستمالتهم لحب العمل، وإثارة الروح المعنوية فيهم من أجل التفاني في العمل، ويتطلب التحفيز المالي نظام كفؤ للاتصالات بين مختلف المستويات الإدارية. ويمكن تقسيم الوظائف المالية إلى مجموعتين تضم الأولى الوظائف المسؤولة عن التخطيط المالي في حين تضم المجموعة الثانية الوظائف المسؤولة عن تسجيل النتائج المالية وتحليلها بهدف الرقابة على الأداء. (شفيق، الطيب، و عبيدات، 1997، صفحة 30) . لذا يمكن أن يكون الشكل التنظيمي الشامل للوظيفة المالية كالتالي: (السمرائي،، 1997، صفحة 38)

شكل رقم 3: يوضح أحد الهياكل التنظيمية لإدارة المالية.

المدير للشؤون المالية

مديرية الحسابات

1. قسم الائتمان والتحويل
2. قسم الضرائب
3. قسم الرواتب
4. قسم الاستثمارات
5. قسم التقادير المالية

مديرية المراقبة المالية

1. قسم الموازنات
2. قسم الإحصاء والبحوث
3. قسم التكاليف

4. قسم التدقيق

5. قسم الحسابات العامة

المصدر: شفيق، الطيب، و عبيدات، 1997، صفحة 30

المبحث الثالث: دور وأهداف الوظيفة المالية.

إن دور وهدف الوظيفة المالية لا يقتصر على مجرد الحصول على الأموال اللازمة بل يتعدى ذلك إلى الاستخدام الأمثل لهذه الأموال.

أولاً: دور الوظيفة المالية.

يتوقف أهمية وحجم الوظيفة المالية إلى حد كبير على حجم المشروع فالمشروعات الصغيرة، تمارس هذه الوظيفة بصفة عامة من خلال الإدارة المحاسبية، بينما تزداد أهمية هذه الوظيفة مع نمو المشروع ولذلك تبرز الإدارة المالية أي كوحدة مستقلة ذات علاقة مباشرة برئيس مجلس الإدارة من خلال رئيس القطاع المالي. تختص الوظيفة المالية في بداية نشأتها بمنح الائتمان ومتابعته وقد يتطلب ذلك تحليل ومتابعة المراكز المالية للعملاء الذين يتعاملون مع الشركة لتحصيل مستحقاتها. ومع كبر حجم المشروع، يزداد نشاط الوظيفة المالية ليشمل تقييم ومتابعة المركز المالي الحصول على الائتمان قصير الأجل، ثم يتطرق الأمر لاتخاذ القرارات المتعلقة بالأصول الثابتة سواء من حيث نوعيتها أو مصادر تمويلها، ثم تلك القرارات الخاصة بالتصرف في الأرباح وفقاً لسياسات الشركة وظروفها المالية.

ويتضح مما سبق أن الوظيفة المالية ضرورية وبصفة خاصة في ظل الحكم الكبير من المشروعات، فقد تستند هذه الوظيفة إلى الإدارة المحاسبية كما في المشروعات الصغيرة، أو تستند إلى إدارة مستقلة وهي الإدارة المالية كما في

المشروعات الكبيرة، ويعني هذا لضرورة وجود هذه الوظيفة وبأي شكل من التبعية بحيث يمكن استخدام الأساليب الفنية في تحليل المركز المالي، وتقييمه، وممارسة الأنشطة والمهام بحيث يمكن في النهاية من تعظيم العائد (حنفي، 2003)

1. ثانياً أهداف الوظيفة المالية.

تسعى الوظيفة المالية إلى تحقيق أهداف متعددة نابعة من الأهداف الإستراتيجية للإدارة العليا للمؤسسة، وقد تكون هذه الأهداف تقليدية نشأت بنشوء المؤسسة، أو أهداف تتبع عادة من النوازع الذاتية لمؤسسي المؤسسة والهادفة لتحقيق منافع شخصية. كما أنها تكون متطورة متماشية مع التطورات الحاصلة في المؤسسة لتتماشى مع السياسات الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية ويمكن إبراز هذه الأهداف فيما يلي:

1. دراسة الحاجة المالية المرتبطة بنشاط المؤسسة: طبقاً لخطةها الإستراتيجية والعملية وذلك لتحديد الوسائل المالية الضرورية لتغطية هذا النشاط، والوقت المناسب للحصول عليها مع مراعاة مختلف الأنشطة التي سوف تنفق عليها وزمن تنفيذها.

2. دراسة الإمكانيات المتوفرة أمام المؤسسة للحصول على الأموال المطلوبة: بحيث تعمل على المقارنة بين مختلف الاختيارات الممكنة، واقتراح أحسنها مردودية أي أقلها تكلفة

للمؤسسة، وهنا تراعي فيه مختلف طرق التمويل والعوامل المؤثرة فيها من خلال ما توفره السوق النقدية والسوق المالية، وما تحققه المؤسسة من مردودية في ظروفها الحالية والمستقبلية ووضعيتها المالية.

3. اختيار أحسن طرق التمويل: حيث تكون عادة في شكل مزيج بين مختلف المصادر وتحقق أحسن مردودية مالية.

و في إطار دراسة الوسائل اللازمة لتنفيذ البرامج وخطط المؤسسة في مجال الإنتاج والتوزيع أو في البحث وتطوير تقنياتها الصناعية، يتم دراسة الإمكانيات المقترحة فيما يتعلق بوسائل الإنتاج الضرورية لذلك، حيث عادة ما تقترح عدة مشاريع يتم المفاضلة بينها واختيار أحسنها وفقا لعدة معايير: (عدون، 1998) مالية، اجتماعية، سياسية (وبيئية... الخ .

4 هدف تعظيم الربح: إن هدف مالية المؤسسة هو تعظيم الربح، ولكن الإشكالية هنا هي في تحديد نوعية الربح المراد تعظيمه، الربح الكلي أو الربح في السهم. يعتقد الكثيرون أن تعظيم الربح الكلي بنفس درجة الأهمية مع تعظيم الربح في السهم، ذلك أن المؤسسة بإمكانها زيادة إجمالي الأرباح من خلال إصدار أسهم جديدة إلا أن هذا الاعتقاد لا يخلو من النقائص والتي يمكن إنجازها فيما يلي:

- إنه هدف قصير الأجل فالمؤسسة بإمكانها أن تزيد من أرباحها الآتية وذلك مثلا بتخفيض مصاريف البحث والتطوير، ولكن هذه الزيادة تبقى ظاهرة مؤقتة فانخفاض مصاريف البحث والتطوير سيؤثر على النوعية فتصبح السلع غير مطلوبة وبالنتيجة ينخفض سعر السهم، وهكذا نرى أن مبدأ تعظيم الربح لم يأتي وفقا (لاعتبار هذا النوع من المخاطر لأنه (حنفي، 2003، صفحة 24):
- يتجاهل القيمة الزمنية للنقود.

- هذا المبدأ لا يولي أهمية بسياسة توزيع الأرباح على المساهمين، حيث تستعمل التمويل الذاتي لزيادة ربحية الأسهم من خلال شراء سندات الخزينة، وهو ما لا يرضى المساهمة وهم استثمروا أموالهم كي تعود عليهم بنواتج مالية وليس العكس.

5. هدف تعظيم الثروة: ويقصد به تحقيق أكبر عائد من الاستثمارات، حيث يحصل المساهم على عائد شكل أرباح موزعة أو زيادة في سعر السهم في السوق.

ولهذا الهدف خصائص عديدة تجعل منه أسمى من هدف تعظيم الربح، والذي نذكر منها:

- هذا الهدف يأخذ بعين الاعتبار اهتمام ملاك الأسهم بالتوزيعات النقدية التي يحصلون عليها بغض النظر على حجمها، وعليه فالمعرفة بسياسة التوزيع تؤثر على قيمة السهم السوقية، فكلما زادت هذه الأخيرة تؤدي إلى زيادة ثروة المساهم حيث أن:

ثروة المساهم = القيمة السوقية لحصته - الالتزامات الخاصة بتلك الحصة.

- كما أن هدف تعظيم الثروة يعمل على زيادة القيمة الحالية لاستثمارات المساهمين من خلال الاستثمار في المشاريع التي تزيد من القيمة السوقية للأسهم، أي أن هدف طويل الأجل يأخذ في الحساب العائد المنتظر من هذا المشروع وكذلك الخطر المترتب عنه حيث أنه كلما كانت درجة المخاطرة كبيرة كلما توقع المستثمر الحصول على ربح أكبر والعكس صحيح، وهذا لأن الاستثمارات التي تمتاز بدرجة مخاطرة كبيرة تخضع لمعدل خصم كبير (حنفي، 2003، صفحة 28).

خلاصة

ومن هذه الأهداف وغيرها نلاحظ أن الوظيفة المالية تسهم على الاستعمال الجيد لإمكانيات المؤسسة

ليس فقط أثناء تنفيذ الخطط والبرامج، بل حتى عند إعدادها هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن تحقيق المردودية المالية بمدى قدرتها على التحكم في الجانب المالي، مع التنسيق مع مختلف الوظائف الأخرى، مثل كل من الشراء، التخزين، الإنتاج، الموارد البشرية وغيرها وتحديد المسؤوليات على المصاريف والإيرادات فيها.

خطة الدرس الرابع:

الاحتياجات المالية للمؤسسة ومصادر تمويلها

تمهيد

المبحث الاول: ماهية الاحتياجات المالية للمؤسسة

أولا: مفهوم وظيفة التمويل

ثانيا: مفهوم الميزانية الوظيفية

ثالثا: بناء الميزانية الوظيفية

المبحث الثاني: ادوات التحليل المالي

أولا: شكل الميزانية الوظيفية وحساب رأس المال العامل FRNg

ثانيا: الميزانية الاقتصادية وحسب احتياجات رأس مال العامل: BFR

ثالثا: مستويات الميزانية وحسابات خزينة المؤسسة: TN

خلاصة الدرس

تمهيد

يعرف التدفق المالي على أنه تغير في قيم احدى عناصر الميزانية خلال فترة زمنية عادة ما تحدد بسنة مالية كما يقيس الجدول المالي العلاقة بين التغير في عناصر الاصول وعناصر الخصوم في المؤسسة خلال فترتين زمنيتين متقاربتين, أي الانتقال من التحليل الستاتيكي الساكن الى التحليل الوظيفي الحركي,

المبحث الاول: ماهية الاحتياجات المالية للمؤسسة

أولا: مفهوم وظيفة التمويل في المؤسسة:

بعد تحليل مناهج التمويل لدى كل نوع من أنواع المؤسسات يلخص الشكل الموالي المفهوم المرتبط بكل نوع كما يلي :

هو عملية توفير الموارد المالية اللازمة
من مصادر مختلفة لتلبية احتياجات
المؤسسة
إما بمصادر ذاتية أو مصادر خارجية .

مفهوم وظيفة التمويل

ثانياً مستويات الميزانية المالية للمؤسسة:

يمكن متابعة مستويات الميزانية الوظيفية للمؤسسة بناء على عناصر الموارد والاستخدامات بدلاً من التحليل الكلاسيكي الذي يقوم على الأصول والخصوم

1. دراسة الميزانية : يتم إنشاء الميزانية المحاسبية وفقاً للوثائق المحاسبية، ومن خلالها يتم استخراج النتيجة الصافية، فيرى إن معطيات السوق قد تختلف مع قيم عناصر الميزانية المحاسبية المالية للمؤسسة أكثر نستعمل الميزانية الوظيفية أو الميزانية الاقتصادية .

1.1 مفهوم الميزانية المالية: هي جدول في جانبين أحدهما أصول و الآخر خصوم ، مع إظهار لعناصر الأصول وقيمها المحاسبية وفق قواعد مالية يؤخذ بمبدأ المدة الطويلة والقصيرة.

1- مبادئ الميزانية :

- مبدأ السيولة المتزايدة بالنسبة للأصول.
 - مبدأ و تاريخ الاستحقاق المتناقض للخصوم.
 - مبدأ السنوية لجانبي الميزانية.
 - مبدأ توازن جانبي الميزانية.
 - مبدأ إعادة تقييم لعناصر الأصول وفق القيمة السوقية.
- 2- أشكال الميزانية :** يمكن عرض الميزانية المالية من شكلين:
- أ. الشكل العام المفصل.
 - ب. الشكل المختصر.
- 2. الانتقال من الميزانية المحاسبية الى الميزانية المالية .**

بعد التعرض إلى الميزانية المحاسبية و التي تستجيب الى عدة أهداف أهمها تحديد النتائج وتحديد ذمة المؤسسة وحقوقها على الغير بالإضافة إلى تحديد الاعتبارات التي تستعمل من أجل الحصول على إيرادات من ورائها، وعناصر الخصوم التي تساعد عملية تخطيط المؤسسة ... الخ.

ولكنها لا تستجيب إلى أهداف المالية، ولكي نستطيع استعمالها وبفائدة كاملة يجب أن نحولها إلى شكل تتحقق فيه الشروط المالية وذلك بعملية ترتيب بصفة جيدة حسب الميادين: درجة سيولة الأصول ودرجة استحقاق الخصوم مع مراعاة المقاييس المستعملة من طرف المحللين الماليين. ويمكن توضيح كيفية الانتقال من ميزانية المحاسبة إلى ميزانية المالية حسب الشكل التالي:

1.1. أولا يجب تحويل الأصول: يستعمل في عملية الفصل بين عناصر الأصول الميدان الأساسيين: مبدأ السيولة كمقياس أساسي لتحديد العناصر التي تبقى في المؤسسة لأكثر من سنة و العناصر التي تتغير خلال سنة أو دورة استغلالية، هذا بهدف وضع مقارنة بينها وبين الخصوم لأكثر من سنة، وحسب هذا التقسيم فإن الأصول تتحول إلى قسمين:

أولاً: وهو أسفل الميزانية فيضم باقي عناصر الأصول، والتي تستعمل في دورة وحيدة.

ثانياً: وهو أعلى ميزانية يمثل مجموع العناصر التي تستعملها المؤسسة أو تبقى تحت تصرفها لمدة تزيد عن سنة.

الأصول الثابتة: وهي تشمل قسمين: الاستثمارات بحد ذاتها ثم قيم أخرى لأكثر من سنة وفي كلا الجزئين نجد ترتيب العناصر يخضع لدرجة السيولة المتزايدة حيث تكون القيم المعنوية و المادية ذات أطول مدة في قيمة الميزانية، تليها الآلات والمعدات ثم القيم الثابتة الأخرى.

أ. **المصاريف الإعدادية:** هي تلك المصاريف المتعلقة بعقد تأسيس المؤسسة أو بتطويرها وقد صنفنا ضمن الاستثمارات نظرا لأهميتها حيث لا يمكن ان تتحملها دورة مالية واحدة حيث تعتبر هذه المصاريف كأعباء وليست كموجودات مادية أو معنوية، ولا تعبر عن قيمة مالية حقيقية وبالتالي فإنها لا تظهر في الميزانية المالية وعليه فيجب حذفها وذلك بطرحها من الأموال الخاصة من جانب الخصوم (تغيير من الأصول الوهمية).

الممتلكات الثابتة: ويقصد بها الممتلكات المادية كالأرض، المباني، تجهيزات الانتاج ... الخ من الناحية المحاسبية تفقد قيمتها بمرور الزمن حيث يطبق عليها مبدأ للاهلاك لكن قيمتها الحقيقية قد تختلف عن القيمة المحاسبية، حيث قد تحقق قيمة زائدة أو قيمة ناقصة تبعا لسعر الذي يمكن ان تتحلى به المؤسسة عن أحد ممتلكاتها الثابتة.

قيم ثابتة أخرى: من الناحية المحاسبية نجدها ضمن مكونات القسم الثاني والرابع، لكن من الناحية المالية فتندرج ضمن الأصول الثابتة نذكر منها:

1- **مخزون العمل:** (المخزون الأدنى الضروري): هو المخزون الأدنى الذي يضمن للمؤسسة الاستمرار في نشاطها بشكل عادي دون توقف رغم التغيرات التي تطرأ على المخزون في السوق لذلك فقيمه ثابتة دوما لأجل طويل، وعلى هذا الأساس يدرج ضمن القيم الثابتة أما باقي المخزون فعبر عنه بقيم الاستغلال ويدخل ضمن مكونات الأصول المتداولة.

2- **سندات المساهمة:** حسب طبيعة هذا العنصر الذي يعبر عن مساهمة المؤسسة في رأس مال مؤسسة أو مؤسسات أخرى فإنه يبقى لدى الغير لمدة تزيد عن السنة، كما يحقق للمؤسسة لمدة طويلة أما في حالة بيعها أو حصول المؤسسة على قيمتها فتظهر في القيم الجاهزة.

3- **كفالات مدفوعة:** يعتبر هذا العنصر من ضمن القيم التي تدفعها المؤسسة الى المصالح المعنية وتبقى لديها لمدة تزيد عن سنة كضمانات.

4- **محجوزات بنكية:** قد تحجز أموال المؤسسة لسبب أواخر لفترة تفوق سنة كاملة، ففي هذه الحالة تحول نحو الأصول الثابتة.

5- **العملاء:** هي في الأصل قيم محققة، لكن الزبائن لن يسددوا إلا بعد فترة تفوق السنة فتعتبر أصلا ثابتا.

الأصول المتداولة: ترتب الأصول التي تستعملها المؤسسة في دورتها الاستغلالية كما يلي: - **قسم الاستغلال:** تأخذ المخزونات أول مركز من الأصول المتداولة نظرا لمدة التي ستغرقها للوصول، إلى السيولة، نعلم ان جزءا من المخزون الأدنى الضروري الذي يدرج ضمن الاستثمارات أما باقي المخزون فهو المخزون الدائر والذي يمثل قيم الاستغلال.

- **القيم القابلة للتحقيق (القيم الغير جاهزة):** و تمثل مجموع حقوق المؤسسة مع الغير من الزبائن وسندات مساهمة وتسبيقات للغير والتي لا تتجاوز مدتها السنة بالترتيب التنازلي.

- **القيم الجاهزة:** هي تلك الحسابات التي يمكن تحويلها إلى نقديات فورا وتلك التي تتبع بسيولة تامة كالبنك والصندوق.

- **ثانيا يجب تحويل الخصوم:** بالإضافة الى مبدأ الاستحقاق لترتيب الخصوم نسعما مبدأ السنوية بحيث نحصل على مجموعتين أساسيتين هما: **الأصول الدائمة:** التي تتمثل في كل الموارد التي تبقى تحت تصرف المؤسسة لأكثر من سنة مهما كان مصدرها وهي تقابل مجموع القيم الثابتة في الأصول.

تترتب هذه المجموعة حسب مدة الاستحقاق، فنجد الجزء الأول وهو مجموع العناصر التي تمثل الملكية الخاصة للمؤسسة وهي تمثل رأس مالها

الخاص (جماعي أو شخصي) بالإضافة إلى الاحتياطات والنتائج قيد التخصيص و المئونات الغير مدفوعة بعد طرح نسبة الضريبة عليها.
أما الجزء الثاني وهو مجموعة الديون الطويلة أو المتوسطة المدى من سنة واحدة الى اكثر بمختلف أنواعها وحسابات الشركاء المدى الطويل و ديون الاستثمار:

ديون قصيرة الأجل: تشمل مجموعة الديون التي تستفيد منها المؤسسة لمدة تقل عن سنة وتشمل الموردين والضرائب وجزء من النتيجة الموزعة على العمال أو الشركاء وحسابات الشركاء ذات المدة القصيرة بالإضافة إلى عناصر أخرى.
جدول رقم (5): يوضح كيفية الانتقال من الميزانية المالية:

الأصول	التحول من الميزانية المحاسبية الى الميزانية المالية				الخصوم
الاستثمارات	اصول ثابتة	أموال خاصة	اصول ثابتة	قيم ثابتة	أموال خاصة
				قيم الاستغلال	
المخزونات	اصول متداولة	أموال دائمة	أموال خاصة	قيم قابلة للتحقيق	أموال خاصة
الحقوق				ديون طويلة متوسطة	
قيم جاهزة		ديون قصيرة الاجل	ديون قصيرة الاجل		الديون

المصدر: عمر بوخزاز، مبادئ المحاسبة التحليلية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، مطبوعة امزيان، 1988، ص10.

ملاحظات:

يمكن أن نستنتج عدة ملاحظات حول عملية تحويل الميزانية المحاسبية الى الميزانية المالية تتمثل في:

1. **المصاريف الإعدائية:** نظرا لطبيعتها كأعباء وليست كموجودات مادية أو معنوية، فإنها لا تتغير عن قيمة مالية حقيقية لذا فهي لا تظهر في الميزانية المالية، أو في القيم الحقيقية في الميزانية.
2. **الديون المشكوك:** فيها تصبح محتملة الانخفاض بمقدار عدم تسديدها على الانترنت ولهذا فتوضع لها مؤونة بمقدار عدم التسديد، و يبقى في الأصول المتداولة.

الا اذا كان هناك اشارة الى ما يخالف هذا.

3. **المؤونات على الاعباء والخسائر:** إن هذه المؤونات التي حددت بشكل تقدير لتغطية خسائر توقعها احتمال، فان نهاية السنة المالية تحدد لنا ثلاثة حالات:

أ. **الخسائر التي وقعت فعلا:** إذا تحققت الخسائر فإن المؤسسة سوف تتحمل العبء في نفس السنة، وبالتالي فسوف تدفع قيمة الخسارة او العبء الى الغير في حدود لا تزيد عن السنة، اذا فتغير هذه القيمة دين على المؤسسة لمدة قصيرة.

ب. **الخسائر المحتمل وقوعها مستقبلا:** ان مبلغ الخسائر سوف تدفعه المؤسسة عند حدوث هذه الأخيرة، أي بعد مدة معينة أكرمنه؟ لذا فهي تعتبر دين على المؤسسة.

ج. **حالة عدم وقوع أو تحقيق الخسارة:** إن مقدار المؤونة المخصصة لها سوف لا يكون له أي معنى أو هدف أو مبرر فلذا فانه سوف يعود إلى أصله وهو ربح إجمالي قبل الضريبة، إذا فالمؤسسة مطالبة بدفع الضريبة على مؤونة غير مبررة.

تكون النسبة غالبا نفس نسبة الضريبة على الأرباح، فمبلغ المئونة عديم الهدف سوف يوزع الى ضريبة تدفع في آخر السنة أو مدة أقصاها شهور معينة، والأرباح الصافية هي النسبة المتبقية حاليا بعد الضريبة وتضم إلى الأرباح قيد التخصيص أو الاحتياطات نظرا لأن عملية الحسابات تأخذ بعين الاعتبار مجموع رأس مال المؤسسة.

ديون الاستثمار: إن الديون على الاستثمارات التي تدفع غالبا على عدة أقساط سنوية نظرا لطبيعة الاستثمارات أي مدة حياتها الطويلة فإن هذا الحساب يبقى غالبا في المؤسسة لمدة تزيد عن السنة وفي كل سنة يطرح من الدفعة التي تسدد في نفس السنة و بالتالي تضم الى الديون قصيرة الأجل أما الباقي فيبقى ضمن الديون طويلة الأجل.

النتيجة السنوية: بعد إخضاع النتيجة السنوية للضريبة على الأرباح فإن مبلغ الضريبة خلال شهور على الاكثر فتعتبر دين قصير الأجل.

اما الجزء الثاني من النتيجة فيصبح ملكا للمؤسسة ويخضع للسياسية المتبعة من طرف ميسرها فيما يخص النتائج وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار مركز المؤسسة المالي وحجمها ونوعية نشاطها:

ويمكن أن نأخذ النتيجة الصافية اتجاهين في توزيعها:

جزء يوزع على العمال أو الشركاء، يرتفع وينخفض حسب سياسة المؤسسة، الجزء الباقي غير الموزع يدخل ضمن النتائج قيد التخصيص، وقد يخصص مباشرة إلى الاحتياطات.

الضرائب على الأرباح: نظرا لطبيعتها والزمن الذي تحسب فيه (آخر الدورة)، فإن المؤسسة تدفع الضريبة على شكل تسبيقات تقديري خلال السنة، على أساس مبلغ الضريبة للسنوات السابقة و في آخر السنة يحسب الفرق بين المبلغ الحقيقي

والمدفع تقديريا، و يسدد الفارق التحققي ،أما إذا كان هناك فرق سلبي فلا يسترجع بل يبقى سبيقا للسنة المقبلة.

ثالثا: الميزانية الوظيفية والاقتصادية

تتعدد قراءة الميزانية باعتبارها الميزانية التي يمكن لمحلل مالي بجمع المعطيات المالية والتي تساعد في تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة وبهذا نجد قراءة وظيفية ، وقراءة اقتصادية زيادة على القراءة المالية التي تناولناها سابقا.

أولا: تعريف الميزانية الوظيفية: هي الميزانية التي تنشأ عن تجرأ نشاط المؤسسة الى وظائف أساسية وتتكون من أربعة أجزاء:

1. **الموارد الدائمة والاستخدامات المستقرة:** تتشكل الموارد من مصادر التمويل المتوسطة وطويلة المدى مثل الأموال الخاصة، الديون المتوسطة وطويلة الأجل، الاهتلاكات، المؤونات، النتائج المتراكمة والاحتياطات أما الاستخدامات فتنشأ من الإستثمارات بمختلف أنواعها وكل العناصر ذات الطبيعة المستقرة.
2. **مستوى استخدامات الاستغلال وموارد الاستغلال:** فتنتمل الى احتياجات دورة الاستغلال المتمثلة في المخزون العملاء موارد تمويلها المتمثل في المورد.
3. **مستوى استخدامات خارج الاستغلال والموارد خارجا لاستغلال:** هي كل الاحتياجات والموارد التي لا ترتبط مباشرة بالنشاط الأساسي للمؤسسة وتلك الحركة المالية ذات الطبيعة الاستثنائية.

4. **مستوى الخزينة:** تتضمن استخدام الخزينة المتمثلة في المناحات وموارد الخزينة والمتمثلة في الاعتمادات البنكية.

كيفية إعداد الميزانية الوظيفية: يتم إعداد الميزانية ضمن الشكليين التاليين ووفق التدفقات الناشئة الى موارد واستخدامات ثابتة (الشكل 5)، فحسب المثال المقدم في الشكل فان رأس مال وقروض المؤسسة تمويل بهم مشاريعها طويلة الأجل في

شراء المعدات والمباني أو الاستثمارات، أما الخصوم والأصول المتداولة فيكون التمويل كما هو في (الشكل 6) حيث المورد يبيع للعميل المخزون وبدوره فالعميل يدفع مستحقات المردود عبر الصندوق، وهذه هي دورة الاستغلال.

الشكل رقم 4: دورة طويلة الأجل

مباني، معدات
رأسمال قروض
تمويل

الشكل رقم 5: دورة طويلة الأجل

دورة قصيرة الأجل: المورد
العميل
الصندوق
المخزون

المصدر: حموديرابحي، التسيير المالي، سلسلة الأعمال العلمية في التقنيات الكمية للتسيير، الجزء الأول، 1996، ص 79.

المبحث الثاني: أدوات التحليل المالي

نستعمل أدوات التحليل المالي لتحديد العناصر المستقرة والمتغير في الميزانية الوظيفية وفي هذا الجدول تتضح معالم ومستوياتها فيما يلي:

أولاً: شكل الميزانية الوظيفية:

الموارد	استخدامات
الموارد الدائمة الأصول الجماعية الديون متوسطة طويلة الأجل مجموعة الاهتلاكات والمؤنات	الاستخدامات المستقرة الاستثمارات المادية، المعنوية والمالية الأصول ذات الطبيعة المستقرة
موارد الاستغلال	الاستخدامات الاستغلال

المخزونات الإجمالية حقوق العملاء وملحقاتها	مستحقات المورد
الإستخدامات خارج الاستغلال	موارد خارج الإستغلال
حقوق أخرى	موارد أخرى
استخدامات الخزينة المجتاحات	موارد الخزينة اعتمادات البنكية الخارجية (قروض الخزينة)
مجموع الاستخدامات	مجموع الموارد

المصدر: إلياس بن ساسي، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص: 81.

ثانياً: الميزانية الاقتصادية:

تعريف الميزانية الاقتصادية: هي مجموع الاستخدامات الموجهة الى دور الاستغلال تحليل من مختلف مصادر التمويل هذه الاستخدامات ،وتتكون من المركبات التالية:

1-الأصول الاقتصادية :وهي مجموع الاستخدامات تتكون من الاجزاء التالية:
- الاستثمارات الصافية: هي مجموعة الاستثمارات التي كونتها المؤسسة من اجل مختلف نشاطها.

الاستخدامات وموارد الاستغلال: تتجزأ الى:

- موارد الاستغلال: تتكون من مصاريف الاستغلال غير مسددة، وتحصيلات إستغلال غير المسلمة (تسبيقات تجارية).

- استخدامات وموارد خارجا لاستغلال: والمتمثلة في الفرق بين الاستخدامات خارج الاستغلال والموارد خارجا لاستغلال والمعبرة عن رصيد الاحتياج في

رأس مال العامل خارج الاستغلال: BFR_{hex}

$$BFR = BFR_{ex} + BFR_{hex}$$

BFR_{hex}

أما الأصول الاقتصادية فتتمثل في مختلف العناصر في دارات الاستغلال، أما التحليل المحاسبي فيعتبر الأصول الاقتصادية مجموع الاستثمارات الصافية والاحتياجات في رأسمال العامل الإجمالي. (الأصول الاقتصادية = استثمارات الاستغلال+الاحتياج في رأسمال العامل)

ب . رأسمال العامل في الاستغلال:

ونقصد به جميع الموارد التي تمول الأصول الاقتصادية بنوعين من الموارد: الأصول الجماعي: تتمثل في تلك الأموال التي وضعت لتأسيس المؤسسة ومختلف الأموال التي كونتها المؤسسة نتيجة لممارسة نشاطها.

واشتركات المساهمين بواسطة الأسهم أو الديون المحولة.

الاستدانة الصافية: هو مفهوم مالي حديث يعتمد على تحديد مستوى الاستدانة اعتمادا على قيمة الديون البنكية والمالية المستحقة على المؤسسة والأموال السائلة الموجودة في المنتجات، وتلك الموظفة على المدى القصير حيث نحسب اعتمادا على الاستدانة الإجمالية والمتمثلة في مجموع الديون القصيرة، المتوسطة وطويلة المدى وبطرح المنتجات(حسابات الصندوق والبنك)التوصيفات المالية نحصل على الاستدانة الصافية.

الاستدانة الصافية = الديون المتوسطة وطويلة الأجل + موارد الخزينة قصيرة

الأجل - التوضيفات المالية - المنتجات

رأس مال المستثمر في الاستغلال: هيال أموال المستخدمة لممارسة النشاط

والمتمثلة في مجموعة الأموال الجماعية والاستدانة الصافية.

رأس مال المستثمر في الاستغلال = الأموال الخاصة + الاستدانة الصافية

الاموال الخاصة

الاستثمارات الصافية

الشكل: البنية العامة للميزانية الاقتصادية

رأس مال المستثمر في الاستغلال

الأصول الاقتصادية

الاستدانة الصافية

اختيار رأسمال العامل

المصدر: الياس بن ساسي، التسيير المالي، ص: 137-138

كما يمكن حساب احتياجات رأس المال العامل باحدى الطرق التالية:

- احتياجات رأس المال العامل: يمثل الأصول المتداولة التي لا تستطيع

المؤسسة تمويلها بموارد مالية قصيرة المدى ,,,,,, من اسفل

الميزانية احتياجات رأس المال العامل يمثل الأصول الثابتة التي لا

تستطيع المؤسسة تمويلها باستخدام الأموال الدائمة ,,,,, من أعلى

الميزانية.

بناء الميزانية الاقتصادية الجدول يبين الميزانية الاقتصادية المختصرة

الاستثمارات الصافية (أ)
المخزونات
+المستحقات العملاء
- مستحقات الموردين
= احتياج في رأسمال العامل للاستغلال
+ احتياج في رأسمال العامل للاستغلال
= احتياج في رأسمال العامل (ب)
الأصول الاقتصادية (أ) + (ب) = (ج)

<p>الأموال الجماعية (د) ديون البنكية والمالية القصيرة والمتوسطة وطويلة الاجل.</p>
<p>توظيفات المالية المتاحات</p>
<p>= الاستنادات الصافية (هـ)</p>
<p>رأسمال المستثمر في الاستغلال (و) = د+هـ = ج</p>

المصدر: الياس بن ساسي، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره. ص: 140

كما يمكن حساب الاحتياجات التمويلية كما يلي:

مستويات الميزانية:

<p>مستوى الموارد الدائمة والاستخدامات المستقرة</p>	
<p>مستوى استخدامات الاستغلال وموارد الاستغلال</p>	
<p>مستوى الاستخدامات خارج الاستغلال و المواد خارج الاستغلال</p>	
<p>مستوى الخزينة</p>	

$$BFR = (\text{قيم الاستغلال} + \text{قيم الغير جاهزة}) - (\text{د.ق.أ} - \text{تسبيقات})$$

هناك فائض للموارد المالية للمؤسسة بالنسبة للاحتياجات المالية

$$TR > 0$$

الحالة الأولى:

$$FRNG > BFR$$

الخرينة موجبة

الاحتياجات التي لم تستطع موارد المؤسسة تمويلها يتم تمويلها عن

طريق الاعتمادات البنكية

$$TR < 0$$

الحالة الثانية:

$$FRNG < BFR$$

الخرينة سالبة

خلاصة

التدفق المالي هو تغير في قيم احدى عناصر الميزانية خلال فترة زمنية عادة ما تحدد بسنة مالية كما يقيس الجدول المالي العلاقة بين التغير في عناصر الاصول وعناصر الخصوم في المؤسسة خلال فترتين زمنيتين متقاربتين, أي الانتقال من التحليل الستاتيكي الساكن الى التحليل الوظيفي الحركي.

خطة الدرس الخامس:

التمويل عن طريق الأموال الخاصة وشبه الخاصة

تمهيد

المبحث الاول: مفهوم التمويل عن طريق الاموال الخاصة

أولاً: الاهتلاكات

ثانياً: تأثير المؤونات على التمويل الذاتي

ثالثاً: الاحتياطات

رابعاً: فائض القيمة الناتج عن التنازل عن الاستثمارات

خامساً: ارباح خاضعة لنظام الضرائب المنخفضة

سادساً: الأرباح المحتجزة

المبحث الثاني: قيم نداول السهم كورقة مالية

أولاً: تعريف الأسهم

ثانياً: الأسهم الممتازة

المبحث الثالث: التمويل عن طريق الإقراض

أولاً: مصادر التمويل قصيرة الأجل

ثانياً: مصادر التمويل متوسط الأجل.

ثالثاً: مصادر التمويل طويل الأجل

خلاصة الدرس.

تمهيد

على الإدارة المالية للمؤسسة اختيار أفضل مصدر تمويل بما يوفر التوافق بين تغطية الاحتياجات المالية وتكلفة الحصول على هذه الاموال فإن اختيار مصدر معين يعتبر من القرارات التي تستلزم معرفة مالية والمأمأ تام بمصادر التمويل التقليدي السماح للمؤسسات الاقتصادية بإعتبار أن هناك طرق تمويلية مستحدثة.

المبحث الأول: مفهوم التمويل عن طريق الأموال الخاصة:

هو عبارة عن الأموال المتولدة والناجمة عن قيام المؤسسة بنشاطها خلال دورة الاستغلال أي القدرة الذاتية للمؤسسة بتمويل نفسها دون اللجوء إلى الغير. والتمويل عن طريق الأموال الخاصة يتكون من عنصرين التنازل عن الأصول والتمويل الذاتي كون هذا الأخير موردا ماليا سنويا متجددا يتكون من العناصر التالية:

التمويل الذاتي = الاهتلاكات + المؤونات ذات طابع احتياطي + أرباح محتجزة

أولا: الاهتلاكات

تمثل تكلفة من تكاليف الإنتاج مقابل النقص الفعلي لأصل ثابت نتيجة لاستعماله، لتفاديه الزمني أي نتيجة لظهور مخترعات حديثة.

كما يعرف الاهتلاك حسب المخطط الوطني للمحاسبة PCN:

عبارة عن تخصيص محاسبي لتدني قيمة الأصول الثابتة المادية من اجل استرجاع أو تحديد الأموال المستثمرة.

أهداف الاهتلاك عند حسابه تتمثل في:

أ- **الهدف القانوني:** هو مصاريف غير فعلية واحتسابه بالنقصان أو بالزيادة يؤدي إلى تضخيم النتيجة أو تخصيصها ، وإعطاء صورة غير صحيحة لميزانية المؤسسة أين تظهر الأصول مقدره بقيمة اكبر من قيمتها .

ب- **الهدف الاقتصادي:** تتوزع قيمة الاهتلاك على عدة سنوات ولا تتحملها سنة واحدة فقط.

ج- **الهدف المالي:** الاهتلاكات تعتبر في حد ذاتها احتياطات وذلك لكونها تقتطع من النتيجة أو من حتى رأس المال في حالة الخسارة، ثم تجمع لمواجهة مشتريات استثمارية في المستقبل.

ثانيا: المؤونات: هي جزء من أموال المؤسسة تخصص لاحتمال وقوع خسائر أو أعباء حيث يمكن القول أن المؤونة عبارة عن مبالغ مالية ترصد لمقابلة انخفاض غير عادي في قيمة الأصول وتكمن أهميته في :

- إظهار المركز المالي الحقيقي للمشروع.
- تقويم المشروع ومقارنته.
- مقابلة الأخطار التي تحل بالمشروع.

ثانيا: تأثير المؤونات على التمويل الذاتي

تعتبر مؤونة الخسارة و التكاليف من وجهة نظر المحاسبة حيز مبلغ لمقابلة أعباء قد تتحملها المؤسسة مستقبلا. أي عبارة عن الاحتفاظ بجزء من إيرادات المؤسسة لتكوين مورد مالي يضم إلى التمويل الذاتي، حيث أن الزيادة في المؤونة ينتج عنها تخفيض في النتيجة وبالتالي التخفيض من قيمة الضرائب على الأرباح، وهو ما يسمح للمؤسسة بالحصول على مورد مالي ناجم عن الاقتضاء الضريبي الذي يؤدي إلى زيادة التمويل الذات.

ثالثا: الاحتياطات

تمثل مجمل أرباح السنوات السابقة التي أبقاها الشركاء تحت تصرف المؤسسة والتي لم تدمج مع الأموال الجماعية حيث هي وسيلة تمويلية مقتطعة من الأرباح جزئيا أو كليا وبقيت تحت تصرف المؤسسة، ويتم تشكيلها وفق الأحكام التشريعية ونظامية متعددة جاري العمل بها وهي على الشكل التالي:

أ- احتياطات قانونية: يكون هذا الاحتياط وفقا لتشريعات الشركاء بشكل عام

ب- احتياطات نظامية: تكون وفق أحكام نظامية (أحكام ضريبية) وينقسم هذا النوع إلى فرعين:

رابعا: فائض القيمة الناتج عن التنازل عن الاستثمارات

وهي عبارة عن المبالغ الناتجة عن عملية بيع الاستثمارات المهتلكة جزئيا أو كليا خلال مدة أقصاها 3 سنوات وفق لما ينص عليه قانون الضرائب، وان هذا المبلغ يقتطع من أرباح الدورة المحاسبية حيث فائض القيمة هو الفرق بين سعر التنازل (سعر البيع) والقيمة الصافية للاستثمارات الأصلية مطروحا منها مجموع الاهتلاكات المتراكمة إلى غاية تاريخ التنازل.

خامسا: ارباح خاضعة لنظام الضرائب المنخفضة

يسجل هذا النوع المبلغ المقتطع من الأرباح الصافية المراد إعادة استثمارها والخاضع لمعدل منخفض للضريبة وفقا لأحكام وإجراءات تحدد هذا المعدل، وهذا بغية تشجيع الاستثمارات تحت شروط معينة (كالمناطق النائية).

ج- احتياطات النظام الأساسي: تكون وفق لبنود العقد التأسيسي للمؤسسة.

د- احتياطات تقاعدية: تشكل وفق لبنود عقود أخرى غير النظام الأساسي للمؤسسة.

سادسا: الأرباح المحتجزة

عبارة عن الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها من السنة الجارية والسنوات السابقة، ولم يدفع في شكل توزيعات والذي يظهر في الميزانية العمومية للمؤسسة، ومن مبررات حجز الأموال ما يلي:

- تطبيق قوانين الدولة، وتطبيق النظام الأساسي للمؤسسة.
- المحافظة على السيولة .
- تخفيض تكلفة الاقتراض.

المبحث الثاني: قيم نداول السهم كورقة مالية

إضافة لتمويل الذاتي، يمكن للمؤسسة أن تلجأ إلى إصدار الأسهم لرفع الأموال الخاصة إذا كان رأس مالها مجزئا إلى أسهم .

أولا: تعريف الأسهم

هو جزء من رأس مال الشركة المساهمة وتحدد قيمته عند الإصدار (قيمة السهم على الأقل 100 دج) تدرج في شهادات الأسهم.

أ- من وجهة نظر المستثمر

السهم عبارة عن صك يمثل نصيب صاحبه من ملكية مشروع معين بقدر قيمته الاسمية، صك يعطيه الحق في المشاركة في أرباح النشاط الاقتصادي للمشروع.

ب- من وجهة نظر المؤسسة

هو وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل الطويل وعملية إصدار الأسهم بواسطة المساهمة لا يمكن اعتبارها روتينية عادية تقوم بها باستمرار بل هي عملية خاصة قليلة الحدوث، ففي كثير من الحالات نجد شركات المساهمة تصدر الأسهم العادية مرة واحدة في حياتها.

وفي العادة نمين نوعين من الأسهم:

أسهم نقدية: تدفع نقداً، وتصبح قابلة لتداول بعد إنشاء المؤسسة بصفة نهائية.

أسهم عينية: تمثل حصة عينية كعقار، أو مصنع أو متجر وتصبح قابلة لتداول تبعد سنتين من إصدارها.

ثانياً: الأسهم الممتازة

يمثل سند ملكية لحامله، وله قيمة اسمية وقيمة دفترية او محاسبية وقيمة الإصدار قد تفوق القيمة الاسمية (للحصول على علاوة الإصدار) أو تقل عنها (تتحمل المؤسسة حجم الإصدار).

هناك 3 أنواع من الأسهم الممتازة:

الأسهم الممتازة غير مجمعة للأرباح: حيث اذ مر العام ولم تعلن الإدارة عن توزيع الأرباح فان الحملة يضيع عليهم الحق في هذه الأرباح.

الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح: تتميز عن سابقتها في ان حق الحملة في الربح لا يضيع إذ لم يتقرر توزيعه في سنة من السنتين بل يرحل الى العام التالي و لا يمكن الإعلان عن توزيع الأرباح الى حملة الأسهم العادية قبل دفع المستحق.

الأسهم الممتازة التي تشترك في الأرباح: وهي نوع من الأسهم الممتازة قليلة الشيوع وهنا يكون لحملة الاسهم الممتازة بعد حصولها على ارباحهم محددة الحق في مشاركة الأسهم.

المبحث الثالث: التمويل عن طريق الاقتراض - الاموال شبه الخاصة -

تلجأ المؤسسات إلي البحث على مصادر تمويل جديدة عندما تكون مصادر التمويل الذاتية غير كافية لمواجهة احتياجاتها وتمثل مصادر التمويل الخارجية في المصادر قصيرة الأجل، متوسطة الأجل وطويلة الأجل.

أولا: مصادر التمويل قصيرة الأجل

يقصد بمصادر التمويل قصيرة الأجل مجموعة الخصوم التي تساهم في عملية التمويل الأصول المتداولة والتي تكون مستحقة السداد خلال سنة في الغالب وتمثل مصادر التمويل قصير الأجل في:

1. الائتمان التجاري: يعرف على أنه واحد من أهم أشكال مصادر التمويل قصيرة الأجل وقد يكون في بعض الأحيان أكبر مصدر خاص بالنسبة للمشاريع الصغيرة التي لا تستطيع سداد قيمة مشترياتها فورا ويعرف على انه الائتمان المسموح للمشروع نتيجة شراءه مواد أولية أو بضاعة تامة الصنع دون دفع قيمة المشتريات نقدا وتمنح فترة زمنية معينة للتسديد هذه المشتريات.

2. شروط الائتمان : إن الائتمان التجاري يعتمد على 3 عناصر:

- الدفع نقدا قبل الاستلام: حيث على المشتري دفع قيمة البضاعة قبل استلامها أي قبل شحنها.

الدفع نقدا عند الاستلام: حيث على المشتري دفع قيمة البضاعة ولكن لا تنتقل ملكيتها إلى المشتري.

- آجال نقدية: وطبقا لها يمنح البائع فترة من 7 إلى 10 أيام للمشتري ابتداء من تاريخ الفاتورة وحصص البضاعة التي استلمها.
- آجال عادية: وطبقا لها يمنح البائع للمشتري فترة زمنية من تاريخ الفاتورة لكي يقوم بالسداد وإذا سدد خلال فترة زمنية قصيرة المدة الممنوحة فإنه يعطي خصم نقدي وهذه الفترة القصيرة تعتبر قيمة البضاعة خلالها قرض بدون فوائد بالنسبة للمشتري.

1.2. الائتمان المصرفي: يعتبر الائتمان المصرفي شكل من أشكال التمويل قصير الأجل ويعتمد على البنوك التجارية وشركات الأموال المالية المتخصصة التي توفر الأموال على شكل ائتمان قصير الأجل للمشاريع المختلفة لسد حاجياتها من الأموال لتمويل عملياتها التجارية.

2.2. مميزات الائتمان المصرفي: يتميز بما يلي :

- سهوله الحصول عليه نظرا لقلّة المخاطر التي يتحملها المقرض في حالة القصير الأجل، بعكس القروض طويلة الأجل لصعوبة التنبؤ بإمكانية السداد في الحالة الأخيرة.
- انخفاض سعر الفائدة وذلك مقارنة بفوائد القروض طويلة الأجل.

ثانياً: مصادر التمويل متوسط الأجل

تتمثل مصادر التمويل متوسطة الأجل بإيداع أنواع من القروض التي تستحق الدفع خلال فترة 1-5 سنوات ويمكن تقسيم مصادر التمويل المتوسطة الأجل إلى قسمين:

1. القروض المباشرة: قروض المتوسطة الأجل المباشرة نوع من القروض التي يلتزم المشروع عند الحصول عليها بسداد كل من أصل القرض والفائدة المستحقة

في تاريخ معين وتخضع عملية الإقراض في هذه الحالة بشروط الدفعات ما بين المشروع وما بين القرض وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وأسلوب السداد ويتميز هذا النوع من الإقراض بالسرعة والمرونة .

2. الاستئجار : يعرف على أنه اتفاق بين منشأتين بحيث تقوم المنشأة المستأجرة باستخدام أحد الأصول المملوكة للمنشأة بدفع مبلغ معين ووفقا لهذا الأسلوب تستطيع المنشأة المستأجرة أن تستفيد من خدمة الأصل الذي تحتاج إليه لفترة زمنية معينة دون الحاجة لشرائه.

3. أنواع الاستئجار:

أ- الاستئجار التشغيلي: يطلق هذا النوع من الاستئجار أحيانا استئجار الخدمات ويقوم على فكرة الانتفاع من خدمات الأصل دون أن ينتهي ذلك الانتفاع بتملكه ومن أبرز الأمثلة على هذا النوع من التأجير ،تأجير الحسابات وآلات التصوير والشركات، ومن ابرز ملامح هذا النوع من التأجير:

- يكون المؤجر مسئولاً على صيانة وخدمة الأصل المؤجر .
- لا تكون الدفعات المتوقعة من تأجيره لمدة واحدة كافية لتغطية تكاليفه وبأمل المؤجران يسترد هذه التكاليف من تكرار عملية التأجير .
- تكون مدة التأجير اقل من الحياة الإنتاجية المتوقعة للأصل المؤجر وهذا يتوقع خلال تحديد عقد التأجير لجهة أخرى أو من خلال بيع الأصل بعد انتهاء فترة الإيجار .

ب- الاستئجار المالي: يختلف هذا النوع من التأجير التشغيلي بما يلي :

- لا يعتبر المؤجر مسئولاً عن خدمات الصيانة
- عقد غير قابل للإلغاء
- يدفع المستأجر تكلفة التامين والضرائب
- تحديد المؤسسة الراغبة في الاستئجار الآلات التي تحتاج

- يناقش المستأجر ثمن البيع وشروطه مع البائع
- يتضمن شروط عقد الإيجار قيام المستأجر بدفع الإقساط الأجرة في تواريخ معينة

ثالثاً: مصادر التمويل طويل الاجل

إن المؤسسات تلجأ إلى مصادر تمويل طويل الأجل لتمويل عملية شراء التجهيزات والرأسمالية ومصادر التمويل الطويلة الأجل التي يمكن اللجوء إليها:

- عن طريق قروض مصرفية طويلة الأجل.
- عن طريق إصدار سندات.

1. التمويل عن طريق القروض المصرفية طويلة الأجل

1.1. تعريف القروض المصرفية طويلة الأجل: تعرف على أنها: قروض تمنحها مؤسسات متخصصة تتجاوز مدتها سبع سنوات هدفها الرئيسي هو المساهمة في تغطية احتياجاتها من المشاريع الاستثمارية الإستراتيجية الكبيرة وتمويل الأصول الثابتة التي تزيد مدة امتلاكها على سبع سنوات مثل التجهيزات البناء، هياكل المصانع.

1.2. أنواع القروض المصرفية: تستخدم المؤسسات القروض على

شكلين:

أ- **القرض الشخصي:** يرتكز هذا النوع على الأمانة والوفاء بالعهد وتحرر بموجبه وثيقة فالمدين مطالب بالتسديد عندما يحل أجله إلا أن البنك يقوم بإجراء تحريات حول الشخص المطالب للقرض والسلوكيات التي يقوم بها ونوع النشاط الذي يمارسه وعلاقته على زبائنه.

ب- **القرض الحقيقي:** يرتكز هذا القرض على شخصية الفرد بالإضافة إلى مادي يقدمه كضمان حتى يحين وقت التسديد القرض وهذا الشيء يجب أن يكون من

ممتلكات المدين التي يكون مساوية في قيمتها لحجم القرض قيمة هذا الشيء
تضاف إلى الثروة المدين لتكون كضمان له لدى البنك.

رابعاً: التمويل عن طريق اصدار سندات

1. مفهوم السندات: يمثل السند صك مستند مديونية طويلة الأجل تصدره
المؤسسات، تعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية، كما
تعتبر السندات بمثابة عقد بين المؤسسة وبين حامل السند ويترتب
بموجب هذا العقد حقوق والتزامات على طريق العقد وهي:

- حق حامل السند في معدل الفائدة دوري.
 - تاريخ استحقاق الفوائد وتاريخ استحقاق قيد السند.
 - تحديد القيمة الدفترية للسند.
 - أولوية أصحاب السندات في المطالبة بحقوقهم في حالات التصفية.
2. مزايا التمويل عن طريق السندات: تتمثل مزايا التمويل عن طريق السندات
في:

- سهوله تحديد تكلفة التمويل.
- توفير المؤسسة وفره ضريبية.
- لا يحق لحامل السندات المشاركة في الإدارة وبالتالي تصبح مجال مرونة
أوسع.
- لحملة السندات الحق في التصويت في الجمعية العمومية.

3. عيوب التمويل عن طريق السندات

- تتمثل عيوب التمويل عن طريق السندات فيما يلي:
- تكلفة التمويل من السندات الثابتة وبالتالي تتحملها المؤسسة مهما كان
وضعها المالي.

- توجد محددات قانونية تحد من قدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض عن طريق السندات ويرجع ذلك إلى السياسة المالية التي تحدد نسبة الديون طويلة الأجل الإجمالي رأس المال.
- يتم السداد قيمة السندات وفوائدها في تاريخ محدد مما يدفع المدير المالي إلى التخطيط النقدي لتوفير النقدية اللازمة لإعادة سداد قيمة السندات.

خلاصة

من خلال هذا الدرس يمثل النشاط التمويلي على مستوى المؤسسة الإقتصادية الدعامة الأساسية لتزويدها بالاحتياجات المالية التي تضمن الإستمرارية، وعليه تظهر لنا أهمية مصادر التمويل من خلال حقوق الملكية والتمثلة في التمويل الذاتي باعتباره من العوامل الأساسية التي توصل المؤسسة لبر الأمان فاعتمادها على موردها الذاتي يحقق لها الاستقلالية في اتخاذ القرارات، إلا أن هذه الأموال متقلبة لأنها تتأثر بعدة عوامل منها الأرباح المحققة من طرف المؤسسة لذلك تلجأ المؤسسة الاقتصادية ألى التمويل من حقوق الملكية الأخرى المتمثلة في طرح الأسهم العادية والممتازة للتداول، وعادة ما تفضل المؤسسات الاقتصادية الجوء إلى مصدر الإستدانة الحارجية سواء بالقروض المصرفية أو الإئتمان التجاري وذلك للميزة الضريبية التي تعود للمؤسسة.

خطة الدرس السادس:

المدخل الكمي للتمويل وفقا لنموذج جوردن

شابيرو

تمهيد

المبحث الأول : مفهوم التحليل الكمي للأوراق المالية:

المطلب الأول : مفهوم وخصائص الأسهم

المطلب الثاني : أنواع الأسهم

المطلب الثالث : العمليات على الأسهم

المطلب الرابع : تقييم الأسهم وفق نموذج جوردن شابيرو

المبحث الثاني : ماهية العمليات السندات.

المطلب الأول : مفهوم وخصائص السندات

المطلب الثاني : أنواع السندات

المطلب الرابع : تقييم السندات وفق نموذج جوردن شابيرو

خلاصة الدرس

تمهيد

نظرا للدور المهم الذي تلعبه سعر الفائدة في النظام المالي والاقتصادي الرأسمالي، فقد نال اهتمام الكثير من المفكرين والمنظرين وظهرت العديد من النظريات في هذا المجال. ومن هذه النظريات، النظرية الكلاسيكية، نظرية الأرصدة المعدة للاقتراض نظرية تفضيل السيولة لكنز والنظرية الحديثة لسعر الفائدة التي حاولت تجنب النقص الذي طرأ في تفسير النظريات السابقة الذكر ومستفيدة من تحليل المفكرين السابقين ومكملة لها.

ومن هنا يمكن معالجة موضحة المدخل الكمي من عدة جوانب أهمها دراسة و تحديد سعر الفائدة التوازني في سوق النقد وسوق الحقيقي ومدى ارتباطه بمعدل ربحية الأسهم؟

المبحث الأول: مفهوم التحليل الكمي لأوراق المالية:

يرتبط التحليل الكمي بشكل مباشر باستخدام الأرقام والعلاقات الرياضية، والأساليب الكمية المختلفة لتفسير الكثير من المشكلات، وهو إتجاه علمي يهدف إلى تفسير مفاهيم ومشاكل الإدارة من خلال النماذج الرياضية والأساليب الكمية المختلفة، من أجل تحديد حلول معينة للمشاكل التي تواجه المؤسسة أو لترشيد القرارات المختلفة.

وبفهم من مصطلح أساليب المنهج الكمي، بأنها مجموعة من الأدوات أو الطرق التي تستخدم من قبل متخذ القرار لمعالجة مشكلة معينة لترشيد القرار

الإداري المزمع إتخاده بخصوص حالة ما، وقد عرفها البعض بأنها تلك الأطر الرياضية أو الكمية التي من خلالها يتم إستيعاب كافة مفردات المشكلة والتعبير عنها بالإعتماد على العلاقات الرياضية (معادلات أو متباينات) وذلك كخطوة أولى نحو معالجتها وحلها.

تتصف هذه الأساليب بأن بعضها ذا طابع إحتمالي والبعض الآخر ثابت والبعض الآخر متغير وبشكل مستمر حسب طبيعة العامل الزمني، لذا وضمن منهج كمي للأساليب الكمية يمكن التمييز بين الأنواع المختلفة والمستخدمه من قبل متخذي القرار في مجال الترشيح الإداري أو لغرض حل مشكلة معينة ومن هذا الجانب يمكن أن تقسم الحلول المطلوبة إلى الحل الممكن، الحل الأفضل والحل الأمثل. و كل هذه التسميات يمكن جمعها تحت بحوث العمليات إضافة إلى الأساليب الرياضية والإحصائية المستخدمة تحت هذا العنوان من برمجة خطية وشبكات عمل ونماذج الخزين ونظرية القرارات... الخ.

- بحوث العمليات

- استخدام النماذج

- البرمجة الخطية

- نظريات الاحتمالات

- نظرية المباريات

- أسلوب التماثل

أولاً: مفهومات وخصائص الأسهم

- 1. مفهوم الأسهم : يطلق على السهم بأنه صك ونصيب، حيث يمثل الصك جزءاً من رأس مال الشركة يزيد وينقص تبعاً لرواجها. فأما النصيب فهو نصيب مساهم في شركة .

ويحتوي على ثلاث قيم:

1.1. القيمة الاسمية للسهم: تكون مبينة في السهم وهو القدر الذي يساهم به الشريك .

2.1. القيمة الدفترية للسهم: تشير إلى قيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة .

3.1. قيمة الإصدار: هي قيمة إصدار السهم عند التأسيس أو عند زيادة المصاريف .

4.1. القيمة الحقيقية للسهم: هو نصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة بعد حسم ديونها . أي رأس المال المدفوع وموجودات الشركة , وما أضيف إليها من أرباح وهي القيمة الاسمية عند البداية .

5.1. القيمة السوقية : عند عرض السهم للبيع في السوق, وهذه القيمة تختلف زيادة ونقصان حسب العرض والطلب .

ثانياً: العمليات على الأسهم:

يمكن للبنوك أن تجري ثلاث عمليات على الأسهم لصالح الزبائن :

- أولاً : شراء وبيع الأسهم بناء على طلب الزبون .
- ثانياً : تشكيل محفظة مالية لصالح الزبون دائماً وتسييرها بالشكل الذي يحقق أفضل توظيف مالي ممكن .
- ثالثاً: تقديم قروض بناء على حصوله على أسهم وتقوم تلك العمليات على عنصري:

ثالثاً: تقييم العمليات على السهم وفق نموذج جوردن شابيرو

1-التوظيف: هي عملية التي بواسطتها يستطيع الافراد تشغيل أموالهم.

2- المضاربة: تقوم على أساس التحكم المرتبط بالتغيرات التي تحدث على قيمة السهم نتيجة لتغير في معدلات الفائدة، زانطلاقا من تفسير القيمة السوقية للسهم باستخدام معادلة جوردين شايبورو نستنتج المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{D_1}{(K - G)}$$

حيث يمكننا هذه المعادلة من استخراج ما يلي:

$$D_1 = D_0 (1+g)$$

$$D_2 = D_1 (1+g)^2$$

$$D_n = D_{n-1} (1+g)^n$$

ووفق معادلة جوردين شايبورو يمكننا استخراج معادلة ربحية السهم في أزمنة مختلفة

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{D_0(1 + g)}{k - g}$$

المبحث الثاني: دراسة ماهية السندات

بعد دراسة الأوراق المالية المتداولة لا بد من التعرف على السندات في المبحث الثاني وتحديد خصائصها وقيمتها المختلفة

أولا: مفهوم وخصائص السندات

1. تعريف السندات :

يعرف السند بأنه صك قابل للتداول بحيث يثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة وحقه في الحصول على فوائد مستحقة في الميعاد المحقق.

ثانيا: خصائص السندات:

- السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر تحدد فيها العوائد الدورية وحتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة ,مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية.
- يتكون السند من قيمة اسمية , تاريخ استحقاق
- تواجه السندات مخاطر نتيجة لتقلبات أسعار الفائدة
- علاقة عكسية بين سعر الفائدة وسعر السندات .
- في حالة إفلاس أو تصفية المؤسسة تمنح الأولوية لحملة السندات في استرجاع رأس مالهم الموظف باعتبارهم دائنين .

1. تقسيم السندات باعتبار المصدر :

- سندات المنظمة الإقليمية
- السندات الدولية .

2. تقسيم السندات باعتبار شكل الإصدار:

- سندات لحاملها
- سندات الاسمية

تقسيم السندات وفقا لضمان:

- سندات مضمونة
- سندات غير مضمونة
- سندات وفقا للتحويل
- سندات قابلة للتحويل
- سندات غير قابلة للتحويل

ثالثا: تقييم السندات وفق نموذج جوردن شابيرو

عند تقدير السعر السوقي للسند يجب الأخذ بعين الاعتبار السنوات التي تحصل فيها النقدية الخاصة بمداخيل السند.

$$P_0 = \frac{R_1}{(1+i)^1} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \frac{R_n}{(1+i)^n} + \frac{V_n}{(1+i)^n}$$

خلاصة

يؤثر نشاط سوق التداول في تنشيط سوق الاصدار فعندما يعلم المستثمر انه من السهل عليه عندما يريد نقودا اذا واجه اي امور طارئة ان يتخلص بما لديه من اوراق باسعار معقولة فان هذا يشجعه للجوء لسوق الاصدار ونفس التأثير المتبادل اذا كانت سوق الاصدار نشطة و متنوعة الاوراق فان هذا يساهم في تنشيط سوق التداول ونجد حجما معقولا من عرض الاوراق يساهم في التوازن بين الطلب على الاوراق والمنتاح منها في السوق ومما لا يعطي فرصة لحدوث ارتفاع كبير في الاسعار نتيجة كثرة الطلب و قلة العرض من الاوراق.

خطة الدرس السابع:

تكلفة الأموال المستخدمة في التمويل في المؤسسة

مقدمة

المبحث الأول مفهوم تكلفة التمويل في المؤسسة

المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال

المطلب الثاني: أهمية تكلفة الأموال

المطلب الثالث: معايير اتخاذ القرار التمويل وبناء الهيكل التمويلي.

المبحث الثاني: حساب تكلفة مصادر التمويل

المطلب الأول: تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل

المطلب الثاني: تكلفة الأسهم والسندات

المطلب الثالث: تكلفة الأسهم والأرباح المحنطرة

المطلب الرابع: تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل

المطلب الخامس: محددات أخرى للهيكل التمويلي في المؤسسة.

خلاصة الدرس

تمهيد

تلجأ المؤسسة إلى مصادر التمويل من أجل تغطية احتياجاتها من الأموال فقد تعتمد مزيجا من الأموال يعرف هذا المزيج بالهيكل المالي ، و الأداء الجيد للمؤسسة يرتبط بقدرتها في تشكيل التوليفة المثلى من هذا الهيكل ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بالطرق المثلى للرفع من قيمة المؤسسة السوقية ، فالهيكل المالي المناسب هو الذي يحقق أدنى تكلفة و اكبر عائد . و تعتبر تكلفة الأموال هي الحد الأدنى للعائد المتوقع تحقيقه من قبل موردي عناصر رأس المال و هم المستثمرين و الدائنين، و تستخدم تكلفة الأموال في اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث يجب أن لا يقل العائد المتوقع لأي فرصة استثمارية عن تكلفة رأس المال اللازم لتمويلها، كما تستخدم في تقييم المشاريع الجديدة و القائمة، حيث تستعمل كمعدل خصم للوصول إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للمشروع.

و تختلف تكلفة رأس المال باختلاف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة فتسعى هذه الأخيرة إلى اختيار المصادر التي تحقق لها أقل تكلفة ممكنة على أن تكون هذه المصادر مناسبة لاحتياجاتها المالية.

المبحث الأول مفهوم تكلفة التمويل في المؤسسة

يقوم مفهوم تكلفة الأموال على أن المستثمرين في أي مشروع سواء كانوا مساهمين أو مقرضين يتوقعون حدا أدنى للعائد الذي يحققه هذا المشروع و لن

يقبلوا بأقل منه، و لو كان العائد اقل من تكلفة رأس المال فسيقرر المستثمرون أن يقللوا من استثماراتهم في المشروع أو الانسحاب بالكامل.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال

تكلفة الأموال عبارة عن المعدل الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر (مفهوم تكلفة الأموال ، 2021) أو هي معدل المردودية الواجب تحقيقه من خلال تطبيق سياسة مالية بطريقة تضمن لصاحب رأس المال (المستثمر) مردودية قابلة للمقارنة مع مردودية أخرى يمكن الحصول عليها من السوق المالي.

إن فتكلفة رأس المال هي سعر الفائدة الذي يحسب لرأس المال المستخدم في المؤسسة تبعا لنسب المصادر المالية المختلفة المعتمد عليها في الحصول على رأس المال.

وعليه نستخلص أن تكلفة رأس المال هي: الحد الأدنى لمعدل العائد الذي تعتبر المؤسسة على أساسه كل استثمار جديد هو عملا مجزيا ، و هو المعدل الذي يساوي على الأقل معدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المساهمون في المؤسسة إذا استثمروا أموالهم في استثمار شبيه في مؤسسة أخرى .

المطلب الثاني: أهمية تكلفة الأموال

إن تكلفة الأموال تمثل الأساس للكثير من القرارات التي تعتمدها الإدارة المالية للمنشأة ، و ما يمكن أن تحققه هذه الأخيرة من حساب لتكلفة الأموال لكل عنصر أو عند حساب المعدل الموزون لتكلفة أموال المنشأة ككل يمكن إيجازه فيما يلي:

1- إن حساب تكلفة الأموال لكل عنصر من عناصر التمويل سوف يمكن من اختيار انسب تلك العناصر من ناحية التكلفة، حيث يقتضي المنطق المالي عند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر و المصاحبة له، أن نختار المصدر الذي يكلف المنشأة اقل تكلفة ممكنة.

2- تستخدم تكلفة الأموال كمعيار للمفاضلة بين المقترحات الاستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال ، نعطي مثال لفهم الفكرة: إذا كان لدينا عدة مقترحات استثمارية :

1. يمكن تمويله عن طريق قرض مصرفي تكلفته السنوية 6% و من المحتمل أن يدر عائدا سنويا مقداره 10%.

2. يمكن تمويله من طرح سندات للاكتتاب العام تصل تكلفتها السنوية 5% في حين لها عائدا متوقعا قدره 6%.

فمن الأفضل هنا تنفيذ المقترح الأول لأنه يعطي أفضل نتيجة.(أكثر مخاطرة ،أكثر ربحية).

3. إن تعظيم القيمة السوقية للمنشأة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المنشأة و من ضمنها الأموال لغرض تخفيض تكلفة الأموال ، و بالتالي وجب حسابها .

المطلب الثالث: معايير اتخاذ القرار التمويل وبناء الهيكل التمويلي

تتأثر تكلفة الأموال بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة للهيكل المالي و بعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر من مصادر التمويل على حدا (بكر، 2013)، كما تتأثر تكلفة الأموال بالقرار المحدد للمزيج الذي يتكون

منه الهيكل المالي و نسبة كل عنصر من مصادر التمويل في هذا الهيكل (النعيمة، و التميمي، 2009، صفحة 368).

1- تأثير العوامل العامة: يتوقع المستثمرون الذين يزودون المنشأة بالأموال (ملاك او دائنون) الحصول على عائد من مجرد حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق منافع حاضرة نظرا لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار، كما يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم ، و يعتبر الجزء الأول من العائد تعويض للمستثمر عن عنصر الزمن، إذ انه عائد يحصل عليه كتعويض عن التأجيل على إشباع من أموال يمتلكها و تقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه لو انه استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأية مخاطرة ، و هو ما يطلق عليه معدل العائد الخالي من المخاطر، و يتوقف هذا العائد الذي يعتبر بالنسبة للمنشأة جزء من تكلفة أي مصدر تمويل على الحالة الاقتصادية فكلما زاد الطلب على الأموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر و العكس صحيح ، أما بالنسبة للمستثمر كتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها العائد من الاستثمار ذاته، فيطلق عليه بدل المخاطرة.

2- عوامل خاصة بكل عنصر: تتفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض لها ، فالمقرضون اقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على فوائد دورية بصرف النظر عن تحقيق المنشأة للربح من عدمه، كما أنهم لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية في حالة الإفلاس، و يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين إلا أنهم اقل

عرضة للمخاطر من حملة الأسهم العادية فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على نصيبهم من الأرباح الموزعة أو في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية في حالة الإفلاس ، و هكذا يصبح حملة الأسهم العادية هم الأكثر عرضة للمخاطر ، و نظرا إلى إن التكلفة التي تدفعها المنشأة (العائد الذي يتحصل عليه المستثمرون) تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة فمن المتوقع أن يكون الاقتراض هو اقل مصادر التمويل تكلفة و أن تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة بينما تكون الأسهم الممتازة في الوسط.

3-قرار المنشأة بهيكل رأس المال: عادة ما تضع المنشآت سياسة محددة بشأن المزيج الذي يتكون منه الهيكل الرأس المالي و نسبة كل عنصر فيه ، فتقرر المنشأة مثلا الاعتماد على القروض و الحقوق في تمويل استثماراتها و بهذا تستبعد الأسهم الممتازة ، كما قد تقرر نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل المزيج الذي قررت الاعتماد عليه في تمويلها (بكر، 2013) ، و طالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا لقرار المنشأة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي و نسبة كل عنصر فيه.

المبحث الثاني : حساب تكلفة عناصر التمويل

من بين الأهداف الرئيسية للمؤسسة تعظيم الربح الذي يقتضي النظر في زيادة الإيرادات أو تخفيض التكاليف التي تتحملها ، و تعتبر تكلفة التمويل بمثابة

الحد الأدنى للعائد المتوقع من الاستثمار و لها أهمية بالغة في اتخاذ قرارات تكوين هيكل التمويل ، فالهيكل المالي المناسب هو الذي يحقق أدنى تكلفة ، و بالتالي سيتم تحديد تكلفة كل مصدر من مصادره في المبحث التالي على النحو التالي: - تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل؛

- تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل؛

- التكلفة الوسطية المرجحة؛

المطلب الأول: تكلفة مصادر تمويل طويلة الأجل

تنشأ الحاجة إلى مصادر التمويل طويلة الأجل، نتيجة للتوسعات التي تنوي المؤسسة القيام بها. و لأن هذا النوع من التمويل يستحق الدفع بعد فترة زمنية تزيد على السنة فان من الأفضل إنفاقه على الأصول الثابتة و من هنا تبدو الأهمية الكبيرة للتمويل طويل الأجل والذي كثيرا ما يحدد سرعة و اتجاه نمو المؤسسة، كما أن مهمة تدبيره تعد من المهام الأساسية للمدير المالي لتلبية احتياجات المؤسسة من الأموال المطلوبة سواء للعمليات الحالية أو لأغراض التوسع و التحسينات.

1- تكلفة القروض البنكية: تتمثل تكلفة القرض في تكلفته بعد الضريبة، إذ تمثل التكلفة بعد الأخذ بعين الاعتبار الوفر الضريبي المحقق من استخدام الديون كمصدر تمويلي و تعتبر احد الحوافز للاعتماد على الديون (التميمي، 2018)، غير أن هذا الوفر الضريبي المحقق من استخدام القروض يقابله عنصر مخاطرة و المتمثل في زيادة الفوائد التي قد تؤدي بالمؤسسة إلى حالة العسر المالي من خلال زيادة العائد المطلوب من الممولين أو من حملة الأسهم الجديدة، لذا لا يجب المبالغة في هذا العنصر كمصدر للتمويل.

و تحسب تكلفة القروض طويلة الأجل وفق المعادلة التالية (،، 2009، صفحة 368):

تكلفة الاقتراض بعد الضريبة = العائد المطلوب من المقترض - الوفر الضريبي

$$K_{dt} = K_d - K_d \cdot t$$

حيث أن:

$$K_{dt} = K_d (1 - t)$$

K_{dt} : تكلفة الاقتراض بعد الضريبة

K_d : العائد المطلوب من المقترض

t : معدل الضريبة

سبب استخدام المؤسسات لتكلفة القرض بعد خصم الضريبة هو الوفورات الضريبية الناتجة عن الخصم الضريبي على الفوائد باعتبارها نفقات تتحملها المؤسسة و هو ما يشكل تدفقات نقدية تؤدي إلى الزيادة في قيمة الأسهم و التخفيض في التكلفة الصافية للقرض.

المطلب الثاني: تكلفة الأسهم والسندات

أولاً: تكلفة السندات. لتقدير تكلفة السندات هناك العديد من المفاهيم الواجب

التعرف عليها وهي: صافي حصيلة الفرق، و تمثل القيمة التي تحصل عليها

المؤسسة في حالة إصدار الورقة المالية و طرحها للمكتتبين و تمثل هذه

القيمة إجمالي قيمة الطرح مخصوم منها تكلفة الإصدار و التي تشمل تكلفة

الاكتتاب (عمولة البنوك الاستثمارية) و المصاريف الإدارية (القانونية و

المحاسبية)، و تحسب وفق المعادلة التالية (farid, 2011): حيث ان:

K : تكلفة السند

I : الفائدة السنوية

d : ا لمبلغ المحصل

$$K = \frac{i + d}{n} \cdot \frac{P + d}{2}$$

= (القيمة الاسمية - تكاليف الإصدار)

P: القيمة الاسمية للسند

n: عدد سنوات الاستحقاق

- تكلفة السند بعد الضريبة = التكلفة قبل الضريبة $\times (1 - \text{معدل الضريبة})$.
وتمثل هذه التكلفة قيمة السند بعد الضريبة باعتباره ورقة مالية طويلة الأجل.

المطاب الثالث: تكلفة الأسهم العادية والممتازة والارباح المحتجرة

أولا: تكلفة الأسهم الممتازة

تكلفة التمويل باستخدام الأسهم الممتازة تتمثل في معدل العائد المطلوب من طرف حملة هذه الأسهم أو المستثمرين فيها، وهي تمثل نسبة التوزيعات السنوية بالنسبة إلى سعر إصدار السهم بعد إن يخصم منه قيمة مصاريف الإصدار. و تحسب تكلفة الأسهم الممتازة وفق المعادلة التالية (المقابلة، ، حسن خداش، و خالد الوعبي، 2009، صفحة 23): **تكلفة السهم الممتاز = حصة السهم من الأرباح الموزعة / عائد بيع السهم الممتاز**

حيث عائد بيع (إصدار،) السهم = سعر بيع للسهم - التكاليف التي تحملتها المؤسسة لإصدار السهم وذلك من خلال العلاقة التالية:

$$K = \frac{d}{P - F}$$

K: تكلفة السهم الممتاز

P: سعر بيع للسهم

d: حصة السهم من الأرباح الموزعة

F: تكاليف إصدار السهم

من المعادلة السابقة نلاحظ انه يتم حساب تكلفة الأسهم الممتازة دون خصم ضريبي كما هو الحال في نفقات الفائدة على القروض، ذلك أن الأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة يتم صرفها من الإرباح و لا تعتبر من التكاليف فلا تخضع للخصم الضريبي و بالتالي لا توجد وفورات ضريبية مرتبطة باستخدام السهم الممتاز .

ثانياً: تكلفة الأسهم العادية

تعرف تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية بأنها العائد المتوقع من طرف حملة هذه الأسهم (المستثمرين) مقابل امتلاكهم لها ، و تزيد تكلفة الأسهم العادية الجديدة عن طريق تكلفة الأرباح المحتجزة بسبب ما تتحمله المؤسسة من تكاليف عند إصدار هذه الأسهم الجديدة و هو ما يسمى بعلاوة الإصدار. كما يمكن حساب تكلفة الأسهم العادية باستخدام أسلوبين مختلفين هما (الحناوي و ، جلال ابراهيم العبد،،،، 2002، صفحة 284):

أ- أسلوب الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية؛

ب- أسلوب الأرباح المنسوبة إلى سعر السهم؛

1.2. أسلوب الأرباح الموزعة (غنية،،، 2012، صفحة 84):

ويركز على أن تكلفة رأس المال المتحصل من إصدار الأسهم العادية، تعتمد على توقعات الأرباح الموزعة واحتمالات تزايدها .ويمكن استخدام العلاقة التالية لحساب تكلفة الأسهم العادية طبقاً لهذا الأسلوب

العائد = الأرباح الموزعة السنوية + معدل نمو التوزيعات

سعر السهم (1- تكلفة إصدار السهم)

$$K = \frac{d}{P(p - I)} + g$$

حيث ان:

K : تكلفة السهم العادي

d: الأرباح الموزعة السنوية

P: سعر السهم

I : تكلفة إصدار السهم

g : معدل نمو التوزيعات

1.2. أسلوب الأرباح المنسوبة لسعر السهم¹:

ويعتمد هذا الأسلوب في قياس تكلفة رأس المال المتحصل من بيع الأسهم

العادية على نسبة الأرباح لسعر السهم من خلال العلاقة التالية: **تكلفة**

السهم العادي = الأرباح الحالية للسهم

القيمة الصافية للسهم

تعتبر هذه الطريقة بوجه عام غير دقيقة فهي لا تعكس التوقعات الحقيقية

لحملة الأسهم، وبذلك تعد طريقة الأرباح الموزعة أدق من هذه الطريقة لكونها

تعكس النمو المتوقع في الأرباح.

ثالثاً: تكلفة الأرباح المحتجزة.

من الخطأ افتراض أن الأرباح المحتجزة مصدر تمويل ليس له تكلفة أي

لا تحتاج إلى أي مصاريف إضافية لاستغلالها (كمصاريف إصدار أسهم

جديدة على سبيل المثال) ، لأنه و بالنسبة للمستثمرين (حملة الأسهم) هناك

تكلفة الفرصة البديلة التي تتمثل في عدم توزيع هذه الأرباح و إتاحة

فرصة استثمارها في مشاريع أخرى بديلة .

لذا فان تكلفة الأرباح المحتجزة هي معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم العادية بالنسبة إلى التمويل الذي تحصل عليه المؤسسة من الأرباح المحتجزة. ويمكن استخدام العلاقة:

$$K = \frac{d}{P} + g$$

حيث أن:

K: تكلفة الأرباح المحتجزة

d: التوزيعات المتوقعة للسهم

P: القيمة السوقية للسهم

g: معدل النمو المتوقع للتوزيعات

و حيث أن الأرباح المحتجزة تعتبر أموالا خاضعة للضريبة فان تقدير تكلفتها يستدعي تعديلا من اجل الأخذ بعين الاعتبار قيمة الضريبة الواجبة الدفع، فتصبح المعادلة السابقة بالشكل التالي:

$$K = \frac{d(1-t) + g}{P}$$

حيث يمثل المتغير t هو معدل الضريبة على ارباح الشركات

المطاب الرابع: تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل

تعتبر الديون قصيرة الأجل مصدرا من مصادر التمويل الخارجية التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل نشاطها الاستغلالي، وبالتالي فهي تدفع مقابل ذلك تكلفة و تتمثل هذه الأخيرة في الفوائد والعمولات التي تدفعها المؤسسة لقاء حصولها على الائتمان التجاري أو المصرفي.

1- **تكلفة التمويل في حالة الائتمان التجاري** : تتوقف تكلفة التمويل باستخدام الائتمان التجاري على الشروط التي يضعها المورد لمنح التسهيلات الائتمانية.

ففي غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري في كثير من الأحيان مجانياً إذا التزم العميل بشروط المورد (أي أن العميل لن يتحمل أي تكاليف أو فرص ضائعة).

و في حالة الائتمان التجاري المتضمن شرطاً يقضي بمنح خصم نقدي للعميل في حالة السداد خلال فترة معينة، فإن تكلفة الائتمان في هذه الحالة تتوقف على إمكانية حصول العميل على الخصم من عدمه. فإذا التزم هذا الأخير بفترة السداد تكون تكلفة الائتمان في هذه الحالة منعدمة و تزداد إذا قام العميل بسداد مستحقاته بعد انتهاء الفترة المقررة لمنح الخصم النقدي.

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \text{معدل الخصم} \times \frac{360}{\text{فترة الائتمان}}$$

فترة الائتمان -

فترة الخصم

2- تكلفة التمويل في حالة الائتمان المصرفي.

تتمثل تكلفة التمويل في حالة الائتمان المصرفي في الفائدة التي تدفعها المؤسسة كنسبة مئوية من قيمة القرض الذي حصلت عليه و يمكن احتسابها وفق الأساليب التالية¹:

2-1- احتساب الفائدة البسيطة: تحسب الفائدة وفق هذه الطريقة عند قيام المؤسسة بتسديد مبلغ الفائدة بتاريخ استحقاق القرض مع أصل قيمة القرض كما يلي:

$$\text{تكلفة الفائدة البسيطة} = \text{نسبة الفائدة} \times \text{قيمة القرض} \times \text{مدة الاستحقاق}$$

2-2- الفائدة المخصومة: هي الفائدة التي يتم خصمها من قيمة القرض

عند توقيع العقد مع المصرف لذلك سمي بالقرض المخصوم و بموجب هذا الشرط لا يحصل العميل على كامل قيمة القرض.

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{أصل قيمة القرض} - \text{الفائدة المدفوعة}}$$

المطلب الخامس: محددات أخرى للهيكل التمويلي في المؤسسة

1- تعريف التكلفة الوسطية المرجحة¹

يتم تقدير التكلفة الكلية لهيكل رأس المال باستخدام التكلفة المرجحة لهيكل رأس المال ، و هي تمثل متوسط التكلفة المتوقعة لهيكل رأس المال في الأجل الطويل ، و الحد الأدنى للعائد الواجب تحقيقه من استخدام أصول المؤسسة للحفاظ على القيمة السوقية لأسهمها ، و تعرف القيمة السوقية للمؤسسة بإجمالي القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة السوقية للديون . و يمكن تقدير التكلفة المرجحة لهيكل رأس المال باستخدام المعادلة التالية:

$$WACC = \frac{[E \times r_s] + [D \times r_d \times (1 - T)]}{V}$$

حيث ان:

E:القيمة السوقية لحقوق الملكية **D:**القيمة السوقية للديون

V:إجمالي القيمة السوقية للمؤسسة **T:**معدل الضريبة المستحقة

r_s: تكلفة حقوق الملكية **r_d:**تكلفة الديون

باعتبارها المتوسط المرجح لتكاليف مكونات الهيكل المالي للمؤسسة تحسي وفق المعادلة التالية¹:

$$WACC = Kd \times Wd + Kps \times Wps + Ks \times Ws$$

حيث ان:

WACC:كلفة رأس المال

1 - هميلي حسناء، مرجع سابق ص 1.32

Kd:نسبه الديون

Wd:كلفة الدين بعد الضريبة

Kps:نسبة الأسهم الممتازة

Wps:كلفة الأسهم الممتازة

Ks:نسبة حقوق الملكية

Ws:كلفة حقوق الملكية

خلاصة

انطلاقا من اعتبار تكلفة الأموال هي معدل العائد المطلوب من المنشأة تحقيقه من خلال اختيارها الاستثماري المعتمد لغرض المحافظة على قيمتها السوقية تنشأ حتمية تقدير تكلفة التمويل من كل مصدر تمهيدا للوصول إلى تكلفة إجمالية لجميع الأموال التي يتكون منها هيكل رأس المال لاتخاذ القرار الاستثماري ، إذ يستوجب على المنشأة تعديل بنيتها المالية وفقا لاحتياجاتها المالية و المصادر المتاحة في السوق المالي من أجل الوصول إلى المزيج الأمثل الذي يمثل أقصى منفعة بأقل تكلفة، حيث يجب أن لا يقل العائد المتوقع لأي فرصة استثمارية عن تكلفة رأس المال اللازم لتمويلها.

خطة الدرس الثامن

ميكانزمات الرفع المالي والرفع التشغيلي في المؤسسة

المبحث الاول: أساسيات حول الرفع المالي ودرجة الرفع التشغيلي

المطلب الاول: مفهوم الرفع المالي

المطلب الثاني: مزايا الرفع المالي وكيفية حسابه

المطلب الثالث: مفهوم الرفع التشغيلي

المطلب الرابع: قياس درجة الرفع التشغيلي

المبحث الثاني: مخاطر الرفع المالي و الرفع التشغيلي

المطلب الاول: مفهوم الخطر المالي و التشغيلي

المطلب الثاني: أنواع المخاطر المالية و التشغيلية

المبحث الثالث: علاقة الرفع المالي بالمردودية

المطلب الاول: مفهوم المرودية

المطلب الثاني: أنواع المرودية

المطلب الثالث: عتبة المرودية

المطلب الرابع: اثر الرفع المالية على المرودية.

خلاصة الدرس

تمهيد

من المعلوم ان الهدف الاساسي للإدارة المالية هو تعظيم القيمة السوقية لثروة اصحاب المشروع، وهي في سبيل ذلك تعتمد على مبدأ المبادلة بين العائد و المخاطرة عند القيام بعمليات التمويل و الاستثمار، وتعد عملية تجهيز المشاريع الاستثمارية بالأموال من الوظائف الرئيسية للإدارة المالية، اذ يتعين على الادارة المالية ان تحدد مصادر التمويل و ايجاد الخليط المناسب منها، و انطلاقا من هذا المفهوم تبرز اهمية الرفع كأحد الاساليب التي تلجا اليها لتحسين ارباحها، لذلك تعد العلاقة بين الروافع و التكاليف من الظواهر المالية الهامة فمن جهة تمثل الرافعة التشغيلية الطريقة التي توزع فيها مصادر الاموال بين تكاليف ثابتة و تكاليف متغيرة ومن جهة اخرى تمثل الرافعة المالية مدى اعتماد الادارة المالية على القروض في تمويل اصولها .

المبحث الاول: أساسيات حول الرفع المالي ودرجة الرفع التشغيلي

تعتبر الرافعة التشغيلية و المالية من الوسائل و الادوات المهمة المستخدمة في مجال التخطيط و الرقابة و تقويم الاداء .

المطلب الاول: مفهوم الرفع المالي

الرفع مفهوم مأخوذ من علم الفيزياء، حيث ان الرافعة الفيزيائية تعمل على تضخيم القوة المستخدمة في ازاحة كتلة معينة و ذلك بزيادة ذراع القوة ،

ان الرافعة المالية تعمل على تضخيم العائد بازدياد ذراع القوة و هو التكاليف الثابتة (الفوائد الناتجة عن الدين ، وتوزيعات الارباح الثابتة على حملة الاسهم الممتازة).

ويقصد ايضا بالرفع المالي هو اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية و المصرفية في سد احتياجاتها المالية ، و بالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة او المدفوعة ، اما اذا كانت المؤسسة تطرح اسهم ممتازة لسد هذه الاحتياجات فان التكاليف الثابتة هنا هي ارباح الاسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها الى مساهمين الممتازين ، وذلك لان الاسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة و محددة حسب ما نص عليه قانون المؤسسات .

المطلب الثاني: مزايا الرفع المالي وكيفية حسابه

أولا: حساب درجة الرفع المالي

كيفية حساب درجة الرفع المالي بيرتبط بالهيكل التمويلي للشركات و التي تنتج من وجود فوائد ثابتة لدى الشركة و تقاس درجة الرافعة المالية كما يلي :

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - iD} = \frac{\Delta EPS}{\Delta EBIT}$$

حيث ان :

EBIT: الربح قبل الفوائد و الضرائب

EBT: الربح قبل الضرائب و الفوائد - الفائدة على الديون او توزيعات الاسهم الممتازة

EPS: الارباح على الأسهم

-اذ تقيس درجة الرافعة المالية مدى حساسية استجابة التغير للريح قبل الفوائد و الضرائب نتيجة التغير في الريح قبل الضرائب .

ثانيا: مزايا الرفع المالي:

- يمكن حصر المزايا التي يوفرها الرفع المالي للمؤسسة في النقاط التالية:
- تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين كلفة الاقتراض و مردود الاستثمار .
 - المحافظة على السيطرة في المؤسسة لان الدائنين لا صوت لهم في الادارة .
 - عدم مشاركة الاخرين في الارباح المحققة .
 - الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للتنزيل من الضريبة .
 - الاقتراض بحكمة يمكن المؤسسة من بناء سمعة في السواق المالية و هذا امر هي بحاجة اليه دائما خاصة عندما تحتاج الى المزيد من الاقتراض .

المطلب الثالث: مفهوم الرفع التشغيلي

ان المقصود بالرفع التشغيلي هو رفع حجم الارباح عن طريق زيادة الاعتماد على تكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة ، حيث تركز الرافعة التشغيلية على التكاليف الثابتة .فلو نجحت المؤسسة في زيادة تكاليفها الثابتة ، كان تلجا الى استخدام المزيد من الآلات و استطاعت بالمقابل ان تستغني عن عدد كبير من العمال الذين حلت هذه الآلات محلهم (تكاليف متغيرة) فانها بذلك تكون قد لجأت الى ما يعرف بالرفع التشغيلي ولسوف تكون النتيجة انها تستطيع تحقيق ارباح اكبر او تتعرض في نفس الوقت لخسائر

اكبر عند نفس مستوى المبيعات مما كانت تحقق قبل لجوئها الى الرفع التشغيلي ومن هنا جاء مفهوم الرافعة التشغيلية .
ويمكن تعريفها بانها الاستخدام المتاح للتكاليف الثابتة التشغيلية من اجل تعظيم تاثير التغيرات التي تحصل بالمبيعات في الربح التشغيلي او ما يطلق عليه الارباح قبل الفوائد و الضرائب . EBIT.

المطلب الرابع: قياس درجة الرفع التشغيلي

يبين الرفع التشغيلي الدرجة التي تتاثر بها ارباح المؤسسة بفعل التغيرات التي تحدث في مبيعاتها ، وكلما زاد الرفع التشغيلي كلما زادت حساسية صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب للتغيرات في المبيعات ، و العلاقة التالية توضح كيف انا الرافعة التشغيلية تعمل كمضاعف :

ومن هذه العلاقة بتضح انا درجة الرفع التشغيلي تعمل كمضاعف او كرافعة

تغير في صافي الارباح قبل الفوائد و الضرائب = التغير في المبيعات * درجة الرفع التشغيلي

كالتالي :

$$\text{الضرائب و الفوائد قبل الارباح صافي في التغير} = \frac{\text{درجة الرفع التشغيلي}}{\text{المبيعات في التغير}}$$

حيث يرمز لها اخصارا

$$DOLq = \frac{Q(P-V)}{Q(P-V)-F}$$

المبحث الثاني: الاطار المفاهيمي للخطر المالي و التشغيلي

المطلب الاول : مفهوم الخطر المالي و التشغيلي

1. مفهوم الخطر المالي : يعرف الخطر المالي على انه عدم انتظام العوائد اساسا الى حالة عدم التأكد المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية . ويعرف ايضا على انه الخطر الاضافي الذي تضعه ادارة المؤسسة بسبب قراراتها بضم الديون الى هيكلها المالي.

2. مفهوم الخطر التشغيلي : يعرف بانه ذلك الخطر الذي يتعلق بإدارة مخاطر التشغيل و العمليات و حوادث الاداء فهي بذلك تنتمي الى ادارة المخاطر .

-وتعرف كذلك على انها ذلك النوع من المخاطر التي تصاحب فشل النظام الداخلي بسبب المشاكل الميكانيكية او الخطأ الانساني (الفشل في تخصيص الموارد) كما يمكن القول انها احتمال خسارة ناجم عن عمليات فاشلة او غير مناسبة من طرف الافراد و المؤسسات او من احداث خارجية كالكوارث الطبيعية التي تحطم الاصول المادية .

المطلب الثاني: أنواع المخاطر المالية و التشغيلية

1. خطر التدفق النقدي : هو خطر يحدث عندما لا تنتظم التدفقات النقدية من الاستثمار كما هو متوقع و يتم هذا عندما لا تنتظم التدفقات النقدية في الوقت المطلوب او الكمية المطلوبة او كلاهما .

2. خطر الاستمرار في المشروع : ويعني خطر عدم القدرة على متابعة تنفيذ اعمال المشروع و ينجم من عدم القدرة على مواجهة الالتزامات

- اليومية نتيجة عم انتظام التدفقات النقدية ، وهو من اثار خطر التدفق النقدي .
3. **خطر المبيعات** : ويؤثر على العوائد ، و العوامل التي تؤثر على هذا الخطر و تعتمد على الظروف الاقتصادية و اعمال المنافسين و الاسعار و حجم المبيعات و يؤثر على التدفق النقدي .
4. **الخطر التشغيلي** : ينجم عن مزيج تشكيل التكاليف المتغيرة في هيكل المؤسسة المالي ، ويؤثر على التدفق النقدي ، فكلما كانت التكاليف الثابتة اكبر من التكاليف المتغيرة كلما اضعف ذلك من قدرة المؤسسة من التحكم في التكاليف التشغيلية عند حدوث تغيرات في المبيعات .
5. **الخطر التمويلي** : هو الخطر المرتبط بكيفية تمويل المؤسسة لعملياتها ، اذا كانت هذه الاخيرة تمويل عملياتها عن طريق الاقتراض فإنها ملزمة بدفع الاقساط القرض عند الاستحقاق ومثل هذه الالتزامات تزيد من مخاطرها المالية .
6. **خطر الافلاس** : كلما زاد قلق المؤسسات من عدم قدرتها على دفع الالتزامات المترتبة عليها كلما اقتربت من خطر الافلاس .

المبحث الثالث: علاقة الرفع المالي بالمرودية

المطلب الاول : مفهوم المردودية

تعرف المردودية بصفة عامة على انها نسبة النتائج المحققة من الوسائل التي ساهمت في تحقيقها بفعالية و بالتالي توليد النتائج مقابل كمية معطاة من الوسائل .

-كما تعرف المردودية على انها: المفهوم الذي يطبق على جميع الاتجاهات الاقتصادية في حالة استخدام الامكانيات المالية و المادية فهي تعبر عن ذلك

التفاعل الحاصل بين المتغيرات الاقتصادية و المالية على شكل نسب مالية اي بمثابة مركبات مفسرة و محددة بمعدل مردودية المُحقق و سمي ذلك بالمتغير الرياضي لها .
- كما تعرف أيضا : على أنها العلاقة بين النتيجة المحصلة و الإمكانيات المتاحة للمؤسسة .

المطلب الثاني: أنواع المردودية

هناك نوعان من المردودية الأولى تتعلق بمفهوم المردودية من وجهة نظر المؤسسة (المردودية الاقتصادية) اما الثانية فتتعلق بالمردودية من وجهة نظر المساهمين في رأسمالها (المردودية المالية).
1. المردودية الاقتصادية : تقيس الفعالية في استخدام الاصول الموضوعة تحت تصرف المؤسسة ، وتقاس من خلال رصيد الفائض الاجمالي للاستغلال ، وتسمى بالمردودية الاقتصادية الاجمالية لأنها تتحقق قبل عمليات الاهتلاك ، العمليات المالية و عمليات التوزيع وتهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيس و تستبعد الانشطة الثانوية و هي ذات الطابع الاستثنائي حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج و الاصول الاقتصادية من الميزانية و تقاس بمعدل المردودية الاقتصادية المحدد بالعلاقة التالية :

معدل المردودية الاقتصادية =نتيجة الاستغلال بعد الضريبة /الاصول

الاقتصادية / RC / rRope

فالعلاقة السابقة تبين مساهمة الاصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال اي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال .

2. **المردودية المالية** : وتسمى كذلك بالعائد على حقوق الملكية او الاموال الخاصة حيث تهتم هذه النسبة بالدرجة الاولى بالمساهمين و المستثمرين المحتملين بالإضافة الى المسيرين وهي مؤشر على قدرة المؤسسة على مكافأة المساهمين و زيادة ثروتهم الصافية الناتجة عن انشطتها العادية سواء على شكل ارباح موزعة او على شكل تخصيص في الاحتياطات من شأنه رفع القيمة الجوهرية للاسهم التي يحملونها فالمردودية المالية تركز على اجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل مكوناتها مع كافة العناصر و التدفقات المالية ويمكن حسابها كما يلي :

معدل المردودية المالية = نتيجة الدورة الصافية / الاموال الخاصة

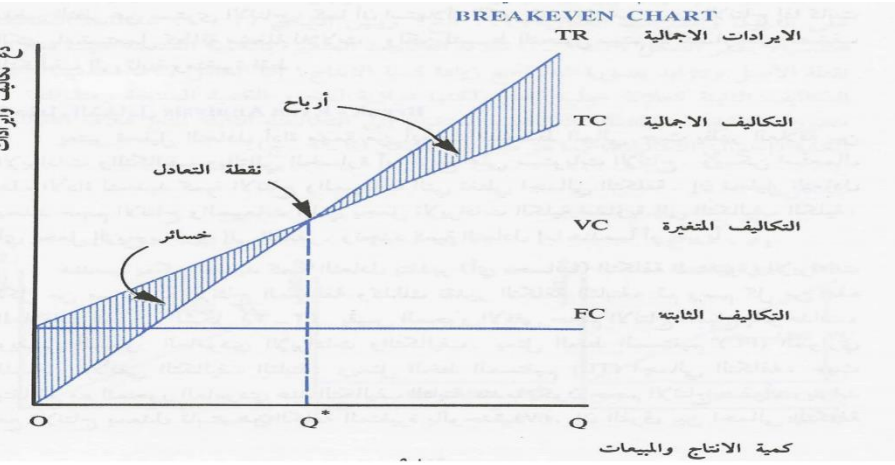
$$Rn / Cp = Rnet$$

وتبين النتيجة مقدار الربح الصافي الذي يعود على المستثمرين عن كل دينار مستثمر في راس المال المؤسسة و كلما كان هذا المعدل مرتفعا كان افضل للمؤسسة و تعتبر هذه المردودية الممثل الرئيسي للمردودية العامة للمؤسسة .

المطلب الثاني: عتبة المردودية (نقطة التعادل)

- تعرف نقطة التعادل على انها النقطة التي تمثل حجم الانتاج (حجم المبيعات) الذي تتساوى عندها الارادات مع التكاليف الكلية عندها لا يحقق المشروع ربحا و لا يتحمل خسارة و انا الزيادة عن هذه النقطة تحقق ارباحا حيث التكاليف الثابتة ستوزع على عدد اكبر من الوحدات ومن ثم يقل نصيب الوحدة من التكاليف الثابتة .

- عناصر نقطة التعادل :
- 1. الايرادات الكلية : اجمالي عدد الوحدات المباعة مضروبة بسعر بيع الوحدة .
- 2. التكاليف الثابتة: و هي التكلفة التي لا تتغير مع تغير حجم الانتاج و تتحملها الوحدة الاقتصادية سواء انتجت ام لم تنتج بغرض المحافظة الى راس المال مثل اللاهتلاكات , فوائد القروض , التأمينات على الاصول .
- 3. التكاليف المتغيرة : وهي التكاليف التي تتغير مع تغير الانتاج بالزيادة اة النقص مثل المواد الخام الاولية و الاجور المباشرة و المصروفات الصناعية المباشرة .
- 4. التكاليف الكلية و هي عبارة عن مجموع التكاليف الثابتة و المتغيرة .
- رافعة التشغيل سلاح ذو حدين بحيث : 1-تعظم الربح في حالة زيادة المبيعات
- 2- تعظم الخسارة في حالة انخفاض المبيعات.
- ولفهم فكرة رافعة التشغيل و التمويل يجب فهم فكرة تحليل التعادل اولا ,
- و لفهم فكرة تحليل التعادل يجب معرفة تصنيف التكاليف :
- ولحساب نقطة التعادل (عتبة المرودوية) هناك طريقتين هما هندسيا و جبريا.
- لتحليل التعادل يجب معرفة كمية التعادل حيث كمية التعادل يقصد بها تقدير و حساب التكلفة المتغيرة و الايرادات لكل من المستويات الانتاج المختلفة + تقدير التكلفة الثابتة .
- ان الفرق بين اجمالي التكلفة و التكاليف الثابتة يمثل التكاليف المتغيرة لكل من مستويات الانتاج .



المصدر: من اعداد الباحث بناء على عدة مراجع في الموازنات التقديرية.

يمكن تحديد كمية التعادل بتقدير التكلفة المتغيرة و الإيرادات لكل من مستويات الانتاج المختلف بالاضافة الى تقدير التكلفة الثابتة ، ثم رسم كل من العلاقات كما في الشكل السابق .

يقيس المحور الافقي حجم النتاج المباع بالوحدات و يقيس محور العامودي الإيرادات و التكاليف

يمثل الخط المستقيم (FC=fixed cost) الموازي للمحور الافقي .

يمثل الخط المستقيم (TC=total cost) اجمالي التكاليف ، حيث يتقاطع مع المحور العامودي عند التكاليف الثابتة عندما يكون حجم الانتاج صفرا و يتزايد مع النتاج بمعدل ثابت هو الكلفة المتغيرة بالوحدة (V= variable cost) .

تدعى نقطة تقاطع الإيرادات الكلية TR مع التكاليف الكلية TC بنقطة التعادل حيث تكون الإيرادات مساوية للتكاليف $TC=TR$ اما حجم النتاج المقابل لنقطة التعادل فيمثل كمية التعادل (Q^*).

يلاحظ من الشكل انه على المستويات انتاج ادنى من نقطة التعادل فان الشركة تتحمل خسائر من التشغيل اما على مستويات انتاج اعلى من نقطة التعادل فان الشركة تحقق ارباحا من التشغيل .

ثانيا : تحديد كمية التعادل جبريا

وذلك من خلال استعمال المعادلة التالية :

• قد تم الوصول الى هذه المعادلة و بالاعتماد على المفهوم الاساسي

للتحليل التعادل اي نقطة التعادل هي التي تتساوى فيها الايرادات الكلية

و التكاليف الكلية و اعادة ترتيب هذه المساواة كما يلي : $TC = TR$

• يمكن استبدال كل تعبير بمكوناته كالتالي :

• فالايرادات الكلية = السعر \times الكمية المباعة

• فانكالف الكلية = التكاليف الثابتة + (التكلفة المتغيرة بالوحدة \times الكمية

المباعة)

• باعادة كتابة المعادلة $TC=TR$ ينتج التالي :

$$P \times Q = F + (V \times Q)$$

• و باعادة ترتيب المتغيرات في المعادلة ينتج التالي :

$$F = (P \times Q) - (V \times Q) \quad \text{و بالتالي كمية التعادل :} \quad F = Q(P - V)$$

$$Q^* = \frac{F}{(P - V)}$$

• للحصول على مبيعات التعادل (S^*) يتم ضرب الكمية التعادل بسعر

$$S^* = P \times Q$$

يجب الملاحظة هنا الفرق بين سعر الوحدة و التكلفة المتغيرة لانتاج الوحدة

يمثل هامش المساهمة لاسترداد التكاليف الثابتة و يمكن التعبير عنه $C = P - V$

هامش المساهمة $C = \text{contribution margin}$

هامش المساهمة يعني ذلك المبلغ الذي يمثل التكلفة الثابتة في بيع كل وحدة عند مستوى مبيعات التعادل او عند مستوى كمية التعادل .

المطلب الرابع: اثر الرفع المالية على المردودية.

1_ تقديم اثر الرافعة المالية : يقيس اثر الاستدانة على مردودية الاموال الخاصة اذن هو يوضح الشروط التي تستطيع من خلالها المؤسسة تحسين الاموال الخاصة (المردودية المالية) بواسطة الاستدانة داخل الهيكل المالي كما يفسر الرافعة المالية و المردودية المالية بدلالة كلا من المردودية المالية و تكلفة الديون اي اثر الاستدانة على الاموال الخاصة و تتوقف على الهيكل المالي للمؤسسة يعني مدى نسبة زيادة الارباح ناتجة عن استخدام اموال الغير (الاقتراض) في عمليات المؤسسة من اجل التمويل الاحتياجات المالية .

2_ الصياغة الرياضية لاثر الرافعة المالية : في البداية يجب الاشارة الى اثر الضريبة على التحليل الذي تم استعراضه لاثر الرافعة المالية فالضريبة هي اقتطاع من النتيجة وتحدد علاقة اثر الرفع المالي من خلال المتغيرات التالية

$$R(D) * (Re-i) * (IBS-1)$$

النتيجة العملياتية: R_{op} ، النتيجة الصافية R_{net} ، المردودية الاقتصادية Re ، المردودية المالية R_f ، الاموال الخاصة CP ، الاستدانة D ، تكلفة الاستدانة i ، معدل الضريبة IBS .

$$R_f = \frac{R_{net}}{C_n} = \frac{R_{oper} - i * d * (IBS - 1)}{CP}$$

العلاقة الرياضية النتيجة الصافية بدلالة النتيجة العملياتية :

$$R_f = R_e + \left[(R_e - i) \times \frac{D}{C_p} \right] \times (1 - IBS)$$

ومن خلال العلاقة رقم (1) يمكن توضيح اثر الرافعة المالية من خلال النتيجة الصافية و النتيجة العملياتية :

حيث ومن العلاقة يمكن استخراج ما يلي:

(Re-i) الهامش بين المردودية و الاستدانة.

$\frac{D}{C_p}$: الرفع المالي.

اثر الرافعة المالية $\frac{D}{C_p} * (Re-i)$.

فيكون لدينا: المردودية المالية = المردودية الاقتصادية + اثر الرافعة المالية

و بالتالي : اثر الرافعة المالية = المردودية المالية - المردودية الاقتصادية

3- تحليل اثر الرافعة المالية : من خلال الصياغة الرياضية لاثر الرافعة المالية

يتضح ان الضريبة اثر واضح في حسابه حيث اللجوء الى عملية الاستدانة

تؤدي الى تدني الوعاء الضريبي و هذا بطبيعة الحال يتم من خلال طرح

الفوائد من الارباح قبل حساب الضريبة و هذا يختلف من مؤسسة الى اخرى و

يمكن توضيح ذلك من خلال الحالات التالية و التي تمثل حالات الرفع المالي.

1. حالة مؤسسة عديمة الاستدانة : هي حالة نادرة الحدوث على ارض الواقع

يعني ان المؤسسة تمول احتياجاتها المالية حصرا بواسطة التمويل الذاتي و

الرافع في راس المال :

$$R_f = R_e \times (1 - IBS)$$

(1-IBS) المردودية المالية = المردودية الاقتصادية

ففي هذه الحالة لا يوجد اثر الرفع المالي بالتالي المردودية المالية تتساوى مع

المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الارباح .

2. حالة المؤسسة المستدينة : تعد عملية الاقراض من اهم مصادر التمويل كما انا الاستدانة تساهم في تحسين المردودية المالية بصفة خاصة و مستويات المردودية الكلية هنا يجب التميز بين ثلاث حالات يمكن ان تقع فيها المؤسسة هي :

3. حالة المردودية الاقتصادية اقل من تكلفة الاستدانة : في هذه الحالة يكون الرفع المالي غير صالح للمؤسسة اي بزيادة الاعتماد على القروض تؤدي الى انخفاض المردودية المالية و يسجل هذا الانخفاض من خلال زيادة المصاريف المالية .

$$(Re-1) < 0 \rightarrow Rf = (Re-i) \frac{D}{Cp}$$

(Re-i) : هامش الربح بين المردودية و الاستدانة

اثر الرافعة المالية $(Re-i) \times \frac{D}{Cp}$

Rf : الرافعة المالية

خلاصة

تعتبر عملية التمويل بالرفع المالي كبديل لاعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية و المصرفية في سد احتياجاتها المالية المتزايدة باستمرار، و بالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة او المدفوعة ، اما اذا كانت المؤسسة تطرح اسهم ممتازة لسد هذه الاحتياجات فان التكاليف الثابتة هنا هي ارباح الاسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها الى مساهمين الممتازين ، وذلك لان الاسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة و محددة حسب ما نص عليه قانون المؤسسات .

كما يعتبر الرفع التشغيلي في المؤسسة مكملا ليرامج التمويل الداخلي عن طريق ترشيد التكاليف الثابتة المتزايدة باستمرار لرفع الربح التشغيلي.

خطة الدرس التاسع:

التمويل التاجيري وكيفية حساب تكلفته وعلاقته

بالاقراض

تمهيد

المبحث الاول: ماهية التمويل التاجيري

أولا: مفهوم التمويل التاجيري

ثانيا: خصائص رأس التمويل التاجيري

ثالثا: أنواع التمويل التاجيري

المبحث الثاني: أهمية التمويل التاجيري وكيفية حساب تكلفته

أولا: أهمية التمويل التاجيري في بيئة الأعمال

ثانيا: مراحل سير ملف التمويل التاجيري داخل البنك

المبحث الثالث: مزايا وعيوب التمويل التاجيري وعلاقته بالاقراض

أولا: مزايا التمويل التاجيري بالنسبة للمؤجر والمستاجر

ثانيا: عيوب التمويل التاجيري بالنسبة للمؤجر والمستاجر.

ثالثا علاقة التمويل التاجيري بالاقراض البنكي.

خلاصة الدرس

تمهيد

إذا كانت المؤسسات الاقتصادية في الدول المتقدمة قد تجاوزت الكثير من الصعوبات خاصة التمويلية، وذلك بفضل ابتكار واستخدام تقنيات حديثة على مستوى البنوك بما يمكنها من التحكم في المخاطر، والتكاليف، ومن ثم التوجه نحو خدمة هذا القطاع، لازالت المؤسسة تواجه الكثير من الصعوبات أبرزها مشكلة التمويل التي أصبحت فعلا تعيق تطورها بدأً من مرحلة الإنشاء إلى التوسع وهذا نظرا لكون منح القروض المصرفية يتطلب فضلا عن دراسة الجدوى توفر الضمانات الكافية لمنح القروض.

المبحث الاول: ماهية التمويل التاجيري

أمام هذه الصعوبات التمويلية ونظراً لقصور التمويلات التقليدية التي تمنحها البنوك، وعدم تمكنها من تلبية كل حاجيات المؤسسات الاستثمارية، أصبح من الضروري البحث عن مصادر وآليات أخرى للتمويل، حيث تقوم الدولة بدعم مستويات التمويل المختلفة، وذلك من خلال تفعيل دور الهياكل الموجودة وطرح بدائل حديثة للتمويل ومن أبرزها التمويل عن طريق تحويل عقد الفاتورة، ورأس المال المخاطر، التمويل التاجيري، الاستغلال الأمثل للاختراعات والابتكارات، التمويل بالصيغ الإسلامية.

أولاً: مفهوم التمويل التاجيري

لقد تنوعت المفاهيم التي أعطيت لهذه التقنية، بالإضافة إلى تعدد المصطلحات المطلقة عليه إذ يعرف التمويل التاجيري بتسميات مختلفة مثل:

التمويل بالاستئجار، الإيجار التمويلي، التمويل الايجاري، التمويل الإستجاري، الاعتماد الإيجاري، قرض التأجير، التأجير بالتمويل، والإجارة التمويل التأجيري، التأجير التمويلي، ولكنها تصب في معنى واحد في نهاية الأمر.

التمويل التأجيري , يعتبر عقدا بين مؤجر ومستأجر يتضمن إيجار أصول معينة يتم اختيارها بواسطة المستأجر من المنتج، أو المورد لهذه الأصول، ويقوم المؤجر بشرائه وتأجيره للمستأجر مقابل التزام المستأجر بدفع الأجرة المتفق عليها في المواعيد المحددة.

ثانياً خصائص التمويل التأجيري

على ضوء تحديد المقصود بالتمويل التأجيري نستطيع استخلاص الخصائص العامة المميزة لعملية التمويل التأجيري في إطارها العام كالتالي :

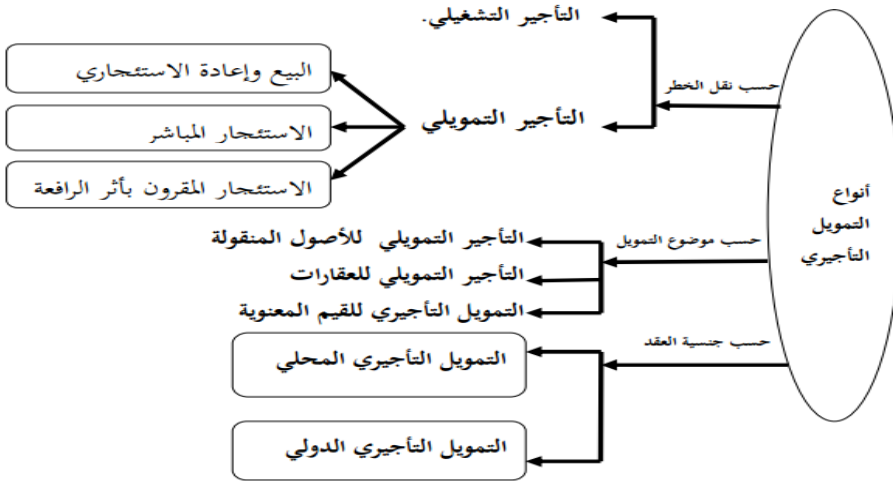
- إن مدة الإيجار غير قابلة للإلغاء وأنها تغطي على الأقل 75% من العمر الافتراضي للأصل المؤجر. - المستأجر غير مطالب بإنفاق المبلغ الكلي للاستثمار مرة واحدة وإنما يدفعه على شكل أقساط الإيجار، وتتضمن هذه الأقساط جزء من ثمن شراء الأصل مضافا إليه الفوائد التي تعود للمؤسسة المؤجرة ومصاريف الاستغلال المرتبطة بالأصل المتعاقد حوله. - يحتفظ المؤجر بملكية الأصل والمستأجر يستفيد من حق الاستعمال فقط، وبالتالي فإن مساهمة المؤجر قانونية ومالية، أما مساهمة المستأجر فهي إدارية واقتصادية.

- التمويل التأجيري يكون إما متوسط أو طويل الأجل، بحيث أن مدته تحدد حسب طبيعة هذه الأصول وحسب فترة امتلاكها بمعنى العمر الافتراضي لها، مدة إيجار الأصول المنقولة ما بين 2-10 سنوات والأصول غير المنقولة فمدته ما بين 15 - 20 سنة.

-التمويل التأجيري يكون في شكل أصول عينية (استثمارات مادية) لا يقوم بمنح أموال نقدية كما في القرض التقليدي.
في - في نهاية فترة التمويل التأجيري يتاح للمستأجر ثلاث خيارات، إما أن يطلب تجديد الإيجار وفق شروط يتفق عليها مجددا، ويستفيد بالتالي من حق استعمال هذا الأصل دون أن يكسب ملكيته وإما أن يشتري نهائيا هذا الأصل بالقيمة المتبقية المنصوص عليها في العقد.

ثالثا: أنواع التمويل التأجيري

الشكل: يبين أنواع التمويل التأجيري المستخدمة في البنوك.



يوجد في الواقع العملي العديد من أشكال الإيجار للأصول المختلفة والتي من بينها التمويل التأجيري (قرض للإيجار) والذي يشمل كل أنواع الإيجارات، ذات الطابع المالي، إذ يتميز ويختلف عن العديد من العمليات المشابه له، والتي سيتم توضيحها ولكن قبل ذلك لابد من إجراء تفرقة بين مصطلحات: القرض، الإيجار، والقرض الإيجاري.

المبحث الثاني: أهمية التمويل التاجيري وكيفية حساب تكلفته

تتضح أهمية التمويل التاجيري كآلية لتمويل المشروعات الحديثة من خلال المقاربة بين التكاليف

أولا: أهمية التمويل التاجيري وحساب تكلفته

تكمن الأهمية الاقتصادية للتمويل التاجيري في أنها طريقة لتمويل المشروعات على اختلاف أنواعها وفي مختلف مجالات النشاط الاقتصادي للحصول على الأصول الرأسمالية. فالمراقبة المستمرة الداخلي لنشاط المؤسسات المتخصصة في التمويل التاجيري بينت أن الإقبال عليها كبير فاحتلت مكانة عالمية في السوق بحصولها قطب هام من الزبائن.

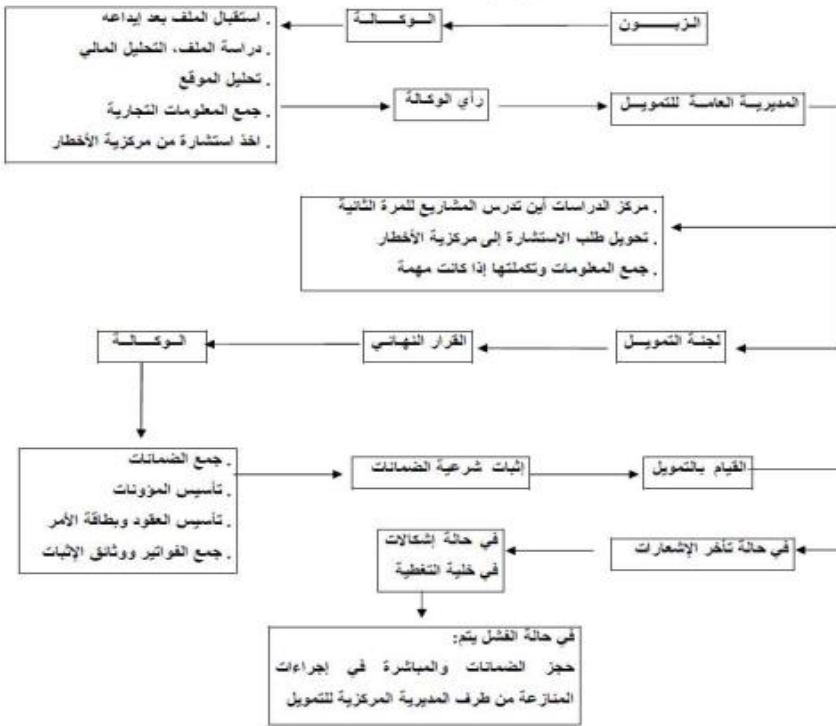
- ونظرا للصعوبات التي واجهتها المشروعات الإنتاجية في تمويل استثماراتها لجأت لهذه الوسيلة حتى تسهل الأوضاع الاقتصادية العسرة في الدول النامية خاصة والتي تتمثل في ضيق السوق المالية والتضخم السائد، والأرباح الضئيلة التي تحققها المشروعات.

- تساهم هذه الوسيلة في زيادة الإنتاج والإنتاجية مما يقلل من تكلفة الوحدة المنتجة وبالتالي انخفاض الأسعار، مما يزيد من فرص التصدير، وتقليل الاستيراد وبالتالي يساعد على تحسين أوضاع الميزان التجاري وفي الأخير ميزان المدفوعات، بالإضافة إلى أن زيادة المشاريع الاستثمارية يؤدي إلى فتح مناصب عمل جديدة وبالتالي تقليص البطالة.

ثانيا: مراحل سير ملف التمويل التأجيري داخل البنك

يسمح التمويل التأجيري بتمويل الاستثمارات الإنتاجية عن طريق الانتفاع بآلات أو معدات وعقارات بدون تقديم أي مبلغ نقدي فهي تغطية شاملة للاستثمار باعتبارها غير قادرة على تمويلها بأموالها الخاصة أو الحصول على التمويل المصرفي.

يمكن تحديد مراحل سير التمويل التأجيري في هذا المخطط كما يلي:



المصدر: الوثائق الداخلية للبنك

المبحث الثالث: مزايا وعيوب التمويل التأجيري وعلاقته بالاقتراض

من خلال عمليات التمويل التأجيري المعقدة تظهر بعض المزايا التي يقدمها هذا النوع من التمويل كما يلي:

أولاً: مزايا التمويل التأجيري بالنسبة للمؤجر والمستأجر

1. مزايا التمويل التأجيري بالنسبة للمستأجر: الاحتفاظ برأس المال- الحصول على التمويل الكلي للاستثمار- السرعة في الحصول على التمويل-مقابلة الاحتياجات المؤقتة-التخلص من قيود الاقتراض وتوفير الأموال لاستخدامات أخرى.
2. مزايا التمويل التأجيري بالنسبة للمؤجر: -يوفر التمويل التأجيري للشركة المؤجرة مجالاً خصباً لاستثمار أموالها بعوائد مجزية وبضمان كاف ومؤكد يتمثل في احتفاظها بملكية المال المؤجر مما يجنبها مخاطر منح التمويل ومن ثم يكون لها في حالة إعسار المستأجر استرداد المال المؤجر. -يعفى من الضرائب المفروضة على الدخل بالنسبة لأرباحه الناشئة عن عمليات التمويل التأجيري . -لا يتحمل المؤجر في أغلب صور عقد التمويل التأجيري مخاطر الهلاك، وتنتقل أعباء والتزامات العقد إلى المستأجر.

ثانياً: عيوب التمويل التأجيري بالنسبة للمؤجر والمستأجر.

1. عيوب التمويل التأجيري بالنسبة للمؤجر: -في حالة إفلاس المستأجر أثناء الإيجار، من حق المؤجر استرجاع استثماره، ويبيعه -تعرض للتقادم التكنولوجي .

- عند نهاية مدة العقد وإرجاع المستأجر الأصل المؤجر يجب أن تكون القيمة المتبقية المالية تساوي القيمة السوقية، وهذا تفاديا لتحمل الخسائر من طرف المؤجر، وإلا فهو يواجه خطر القيمة المتبقية.

2. عيوب التمويل التأجيري بالنسبة للمستأجر:

- تحمل المستأجر كافة الالتزامات العقدية كالصيانة، وضمان العيوب الحقيقية.
- من الناحية المحاسبية، فإن المستأجر لا يسجل قيمة الالتزامات في كشف الميزانية باعتبار المستأجر ليس المالك القانوني للأصل، مما لا يتيح له تقديم كل الضمانات للدائنين المحتمل التعامل معهم مستقبلا.
- تحمل نتائج عدم دفع المستحقات، فالمؤسسة التي تعجز أو تتوقف عن تسديد الأقساط الإيجارية المستحقة، تجد نفسها مجبرة على مواجهة التبعات المترتبة على ذلك، من جهة يتم إلغاء عقد التمويل التأجيري، ومن جهة أخرى يكون المستأجر مجبر على دفع التعويض للمؤجر.

ثالثا علاقة التمويل التأجيري بالإقراض البنكي.

تعتبر عملية التمويل التأجيري خليطا من عدة عمليات أخرى كالإقراض، الإيجار والبيع لكنها، في الواقع العلمي، ليست إقراضا ولا إيجارا، ولهذا يجب

التفريق بين هذه المصطلحات وتطهر العلاقة من خلال الجدول التالي:

نقاط المقارنة	قرض	إيجار	قرض إيجاري
الملكية	المؤسسة	مؤسسة الإيجار	مؤسسة القرض الإيجاري
مبلغ التمويل	80-100% من مبلغ الاستثمار.	100% من ثمن الشراء.	100% من ثمن الشراء.
فترة التمويل المعتاد	3 إلى 7 سنوات للعتاد، شهرية المخل، عتاد الأشغال... الخ. 7-15 سنة للبنىات.	من 12 إلى 48 شهر حسب العتاد المؤول.	3 إلى 7 للمنقولات. 8 إلى 12 سنة للبنىات وقد تصل إلى 20 سنة.
فترات التسديد وتواريخه	تسديد شهري، ثلاثي، سداسي أو سنوي. أقساط ثابتة، متزايدة، ومتناقصة.	تسديد شهري، ثلاثي، أو فصلي. أقساط ثابتة عموما.	تسديد شهري، ثلاثي، سداسي أو سنوي. أقساط ثابتة، متناقصة أو متزايدة.
النسبة (أو المعدل)	ثابت أو متغير.	/	ثابت أو متغير.
الخيار في نهاية العقد	لا يوجد	خيارين: إرجاع الأصل، أو إعادة استجاره.	ثلاث خيارات: شراء الأصل بقيمة متفق عليها، إرجاع الأصل، أو إعادة استجاره بعقد جديد.
استرجاع TVA (الرسم على القيمة)	يتم الاسترجاع حين تسديد كل	الاسترجاع حين تسديد	استرجاع الرسم يتم عند

خلاصة:

يعد التمويل التأجيري وسيلة تمويل حديثة وواسعة الانتشار، مما يؤكد على أهمية هذا النوع من النشاط وضرورته الاقتصادية للدول حيث أن التعامل بهذه التقنية يمنح المشروعات الاستثمارية فرصة للتغلب على مشكلة التقادم التكنولوجي للآلات والمعدات الصناعية، كما يخفف من العبء الضريبي على عاتق المشروع المستأجر، حيث أن المشروع تكون حيازته للأموال المؤجرة على سبيل الإيجار، وتمكن هذه الآلية للتمويل نقل التكنولوجيا بتكلفة أقل.

خطة الدرس العاشر:

التمويل عن طريق شركات راسمال المخاطر

تمهيد

لمبحث الاول: ماهية شركات راسمال المخاطر

أولا: نشأة شركات رأس مال المخاطر ومفهومها

ثانيا: خصائص رأس المال المخاطر

ثالثا: مراحل التمويل لشركات رأس المال المخاطر

المبحث الثاني: بيئة الأعمال ومدى توفر التمويل اللازم للمؤسسات

الاقتصادية

أولا: مفهوم بيئة الأعمال

ثانيا: طرق التمويل الحديثة المتوفرة لتمويل المؤسسات الاقتصادية.

المبحث الثالث: مقارنة بين التمويل بين شركة SPA و FINALEP

MILOK

أولا: تقديم شركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة: Finalep

ثانيا: إجراءات المساهمة في المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة.

خلاصة الدرس

تمهيد

إن النشأة الحديثة المنظمة لرأس المال المخاطر تنسب إلى الجنرال الفرنسي "دوريو" الذي أنشأ في أمريكا عام 1946 أول مؤسسة متخصصة في رأس المال المخاطر في العالم وهي مؤسسة "Américain reseach and développement ARD" والتي كانت تعمل على تمويل المؤسسات الإلكترونية الناشئة. ثم تباطأ نمو سوق رأس المال المخاطر بعد تلك التجربة حتى عام 1977 الذي شهد طفرة كبيرة في عدد المؤسسات المنشأة.

المبحث الاول: ماهية شركات ارمال المخاطر

أولاً: نشأة شركات رأس مال المخاطر ومفهومها

في نهاية الخمسينات من القرن الماضي ظهر نمط جديد من التمويل يختلف عن التمويل التقليدي في نظريته لمستويات المخاطرة في إستثمارات وأعمال الشركات التي تحتاج إلى التمويل، هذا الإبتكار التمويلي الذي اصطلح على تسميته رأس المال المغامر أو المخاطر أو الجريء، يقوم بتمويل إستثمارات ذات نسب مخاطر أعلى من المتوسط المتعارف عليه وفي نفس الوقت يعد بأرباح عالية جداً في حالة النجاح وتأكيد مبدأ أن الربحية مرتبطة إلى حد كبير بمستوى المخاطرة في الإستثمار.¹

يرجع أصل نشأة مهنة رأس المال المخاطر إلى اليوناني Thalés de MILET الذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي (استخراج زيت الزيتون) بفضل الأموال التي حصل عليها من مقرضين مخاطرين وقد تكررت التجربة بعد حوالي ألفي سنة مع رحلات الأسبان والبرتغاليين إلى العالم الجديد (خلال القرنين 15 و 16 م) التي

تعهدوا رأسماليون مخاطرون Venture-Capitalistes الذين اشتروا السفن ومولوا الرحلات.

ii

ولا يقتصر وجود هذه المؤسسات على العالم الصناعي، بل تعداه إلى الدول النامية، حيث ساهم البنك الدولي والشركة الدولية للتمويل International Finance Corporation في تأسيس مؤسسات في كينيا والبرازيل والفلبين، وبلغ مجموع أصول هذه المؤسسات في 1988 نحو 350 مليون دولار، وقد ساهمت الشركة الدولية كذلك خلال 1993-1994 في إنشاء صناديق في كل من أمريكا اللاتينية شرق أوروبا، والدول النامية في آسيا، حيث بلغ مجموع هذه الأموال حوالي 3,2 مليار دولار لدعم وتمويل مشاريع الطاقة في الدول النامية. كما نشأت عدة مؤسسات في ماليزيا والخليج، وإجمالاً يقدر حجم المشاركة الفاعلة في العالم بأكثر من 85 مليار دولار أكثر من نصفها يوجد خارج الولايات المتحدةⁱⁱⁱ

أما في أوروبا فقد عرفت في تاريخ أحدث لكنها لقيت عناية كبيرة من الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر التي أسست في بروكسل عام 1983 لتطوير حرفة رأس المال المخاطر في أوروبا تصل أرباحها في حدودها العادية ما بين 300% و250% سنوياً. وتظهر أهمية ذلك إذا علمنا أن الاستثمار طويل الأجل بلغ بين سنتي 1990 و1993 في الولايات المتحدة الأمريكية 54 مليار دولار، أي أن رأس المال المخاطر يمثل 60% منه، وهي تنسب إلى بنوك كبيرة يبلغ عمرها حوالي 200 سنة، بينما لم يزد عمر رأس المال المخاطر عن نصف قرن. إضافة إلى ذلك فإن النسبة التي يمولها رأس المال المخاطر تصل إلى 64% من المشاريع عالية المخاطر، فشركات رأس المال المخاطر أنقذت أمريكا من التخلف التكنولوجي أمام اليابان، وهي عبارة عن رؤوس أموال تتجمع في البنوك وتعطى للمشاريع الريادية والابتكارات، فشركات ماكنوتوش وميكروفت كانت عبارة عن محلات

بقالة عام 1980 وقد سارعت كل الدول المتقدمة إلى تبني هذا الأسلوب ولكن النتائج اختلفت، فبينما نجحت في انجلترا وهولندا تعثرت في ايطاليا واسبانيا وألمانيا. ^{iv}

1. مفهوم رأس المال المخاطر

لقد عرف مفهوم رأس المال المخاطر العديد من التعاريف والتي رغم إختلافها إلا أنها إتفقت كلها في اعتباره تقنية تمويلية تحتاجها المؤسسات خاصة المتوسطة والصغيرة لتغطية احتياجاتها التمويلية ومن بين التعاريف نذكر مايلي:

1.1.. تعرف الجمعية الأوروبية EVCA رأس المال المخاطر " :أنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي، لكنها لا تتطوي في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وذلك هو مصدر المخاطر)، أملا في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبيا، حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات متأخرة وهذه الحالة تعتبر تعويضا للمخاطر". ^v

2.1. حسب الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر NVCA (الولايات المتحدة): هو «استثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة الأجل، في منشآت تملك استعدادات قوية، منجز من طرف مستثمرين متخصصين" ^{vi}.

3.1. يعرف القانون الجزائري رأس المال المخاطر على أنه وظيفة المساهمة في رأس المال الاجتماعي، أو كل عملية لها علاقة بالأموال الخاصة أو شبه أموال خاصة، في المؤسسات التي هي في طور التأسيس أو التنمية أو التحويل أو الخصخصة ^{vii}

ثانياً: خصائص رأس المال المخاطر

تتضح خصائص رأس المال المخاطر كأسلوب للتمويل فيما يلي^{viii} :

a. **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 سنوياً، كما تتحمل جزءاً 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.

b. **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.

c. **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 لخسائر.

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

- e. **التنمية والتطوير**: إن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون، ويعوض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع. وقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة "كأبل وميكروسوفت وكومبات ولميدرال اكسبريس وجينيتيك وغيرها" وكانت التقنيات القائمة عليها مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية
- f. **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.

ثالثاً: مراحل التمويل لشركات رأس المال المخاطر:

يوجد العديد من مراحل التمويل لشركات رأس المال المخاطر وهي تختلف باختلاف مرحلة حياة المؤسسة بحيث ترتفع أو تنخفض درجة المخاطرة على حسب كل مرحلة من مراحل حياة المؤسسة، وبالتالي تختلف الاحتياجات التمويلية، وفي هذا الصدد يمكن أن نذكر مايلي:

g. **مرحلة الإنشاء (رأس مال الإنشاء)**: يوجه التمويل عن طريق

رأس مال الإنشاء إلى المؤسسات الإبتكارية الناشئة ذات العائد المستقبلي المرتفع بصفة خاصة، حيث لا يمكن لهذه المؤسسات الاستفادة من التمويل البنكي نظرا لارتفاع مخاطرها، وتنقسم مرحلة الإنشاء بدورها إلى مرحلتين: ^{ix}

✓ **رأس مال ما قبل الإنشاء**: هو تمويل مرتفع الخطورة جدا نظرا لارتفاع احتمال فشل المؤسسة التي ليس لها كيان قانوني بعد في هذه المرحلة، حيث يختص بتمويل كل النفقات الناجمة عن الدراسات والتجارب حول

السلعة في السوق، وذلك بهدف تحديد مدى جاذبيتها ونوع الشرائح التي تستهدفهم؛

✓ رأس مال ما بعد الإنشاء: تعتبر بمثابة المرحلة الأساسية لتدخل شركة رأس المال المخاطر، يعتبر هذا الأسلوب التمويلي الوحيد الذي يقبل تمويل المؤسسة خلال هذه المرحلة نظرا لارتفاع المخاطر بصفة كبيرة، ففي هذه الحالة تكون المؤسسات في مرحلة بداية النشاط إذ يتف رَع فيها التمويل إلى نوعين: تغطية نفقات ما قبل البداية التجارية، تغطية نفقات البداية التجارية.

h. **مرحلة التنمية (رأس مال التنمية):** يكون المشروع في هذه المرحلة التمويلية قد بلغ مرحلة الإنتاجية وبالتالي توليد الإيرادات، لكنه يواجه صعوبات مالية تجعله يلجأ إلى مصادر تمويل خارجية ليتمكن من النمو والتوسع والذي قد يكون إما داخلي كزيادة قدراتها الإنتاجية أو التسويقية، أو خارجي كإكتساب مشروع أو تنويع أسواق، وتنقسم هذه المرحلة إلى جزئين:^x

✓ التوسع: تدخل شركات رأس المال المخاطر لتمويل التوسع في أنشطة مشروعات قائمة لإن المشروع لا يزال عاجز عن توفير التمويل ذاتيا، فخلال هذه المرحلة يقل مستوى المخاطر، ذلك فإن هذه المشاريع بحاجة إلى أموال للاستثمار التي تمكنها من الوصول إلى نقطة الإستغلال الكامل

✓ التطور والنضج: فتتناقص المخاطر مقارنة بالمرحل الأولى، بحيث أن المؤسسات تستفيد من التمويل الذاتي، كما تصبح لها القدرة على الاستدانة، نظرا لتغطية إمكاناتها الذاتية أعباء القروض، مما يؤدي إلى

تقلص دور شركات رأس المال المخاطر تدريجيا لتترك المجال لوسائل التمويل التقليدية، وهذا يخص المشروعات التي لديها معدل إيراد مرتفع وتطور متوقع، أما بالنسبة للمشروعات التي تتطلب متابعتها تكلفة إدارية عالية وذات مخاطر مرتفعة نسبيا فيبقى تمويلها مقترن بشركات رأس المال المخاطر.

i. **مرحلة تحويل الملكية (رأس مال تحويل الملكية):** يستخدم هذا النمط

من التمويل عندما يرغب المؤسسين تحويل المشروع إلى شركة مالية قابضة تهدف إلى شراء مجموعة من المشاريع، أو تغيير المساهمين في رأس مال الشركة، وبالتالي تتدخل شركات رأس المال المخاطر في عمليات تحويل ملكية في مؤسسة ما إلى ملاك آخرين عادة ما يتمثلون فيما يلي: ^{xi}

✓ أحد المساهمين الأكثر دفعا لتطوير المشروع.

✓ الفريق الإداري أو العمال في المؤسسة، وذلك في حال إبداء مالكيها لرغبتهم في التخلي عن أحد فروعها.

✓ أحد الورثة الذي يملك الدافع والحماس لامتلاك المؤسسة بعد وفاة صاحبها مع افتراض وجود ورثة آخرين يريدون التخلي عن المؤسسة، ولضمان عدم عرقلة نشاطها، من المستحسن بيع حصصهم لهذا الوريث، لكن هذا الأخير يصطدم بعدم كفاية الأموال الخاصة، فيأتي دور شركة رأس المال المخاطر عن طريق تكوين شركة مالية قابضة تشرف وتمنح قروضا للشركاء، وبعد سدادهم للالتزامات المالية التي على عاتقهم تنتقل الملكية إليهم بصفة آلية.

z. **مرحلة التفويم (رأس مال التصحيح):** عندما تواجه المؤسسة مشكل ضعف

الأداء أو مشاكل إدارية أو نقص في الإيراد أو تغيير في ظروف الطلب فإنها تكون بحاجة إلى إنهاض مالي، وهنا تكون شركات رأس المال المخاطر

الحل والسند لهذه المؤسسات حتى تستعيد عافيتها وتستقر في السوق من جديد، وتصبح قادرة على تحقيق الأرباح، ويمكن ان نطلق على هذه المرحلة مرحلة إعادة التدوير^{xii}

المبحث الثاني: بيئة الأعمال ومدى توفر التمويل اللازم للمؤسسات الاقتصادية

لا يوجد مفهوم محدد لبيئة الأعمال ويرجع ذلك إلى تشابك وتعقد مكوناتها، كما أن الوصول إلى تعريف محدد ينطلق من وجهة نظر القائم بالتحليل والدراسة

أولاً: مفهوم بيئة الأعمال

هناك مجموعة من التعاريف لبيئة الأعمال نذكر منها:

1. **تعريف فيلهو (FILHO):** البيئة التي تعمل فيها أي مؤسسة الأعمال تنطوي على ثلاثة مجموعات رئيسية من المتغيرات، المجموعة الأولى تنطوي على متغيرات على المستوى القومي كالعوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، أما المجموعة الثانية فهي متغيرات تشغيلية خاصة بكل مؤسسة ترتبط بمجموعة من أطراف التعامل معها ومن أمثلتها الأجهزة والتنظيمات الحكومية والمستهلكين وتجار الجملة والتجزئة وتنطوي المجموعة الثالثة على متغيرات خاصة ببيئة التعامل الداخلي للمؤسسة لتي تتكون من العمال والمديرين وغيرهم^{xiii}.
2. **تعريف ديل (DILL):** بيئة العمل الخاصة بالمؤسسة هي ذلك الجزء من البيئة الإدارية التي تلائم عملية وضع و تحقيق الأهداف الخاصة بالمؤسسة و تتكون هذه البيئة من خمس مجموعات من الأطراف هي : العملاء و الموردون ، و العاملون ، و المؤسسات المنافسة ، بالإضافة إلى جماعات الضغط أو التأثير كالحكومة و إتحادات العمال و غيرها^{xiv}.

3. تعريف روبيرت مايلز (ROBERT MILES): فقد عرف البيئة على النحو التالي: خذ الكون و إطرح منه النظام الفرعي الذي يمثل المؤسسة ، فيكون الباقي هو البيئة^{xv}.

4. تعريف بيار لوريو (Pierre LORRIAUX): البيئة هي مجموعة من العناصر المكونة للوسط (الموقع) سواء كانت عناصر اجتماعية أو اقتصادية^{xvi}. ويتضح من ذلك أن مناخ وبيئة ممارسة الأعمال هي مصدر جميع مدخلات ومخرجات مؤسسة الأعمال حيث يتم الحصول منها على المستلزمات اللازمة لممارسة أنشطتها وتقدم بدورها إلى البيئة منتجاتها من السلع والخدمات، أي أن مناخ وبيئة الأعمال تكون مصدر الفرص، الحوافز، القيود والمخاطر المحددة لسلوك وأداء المؤسسة وبالتالي قراراتها الإستثمارية.

ثانياً: محددات أخرى للهيكلة التمويلي للمؤسسات الاقتصادية.

إذا كانت المؤسسات الاقتصادية بصفة عامة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة في الدول المتقدمة قد تجاوزت الكثير من الصعوبات خصوصاً التمويلية منها، وذلك بفضل ابتكار واستخدام تقنيات جديدة بما يمكنها من التحكم في المخاطر والتكاليف ومن ثم التوجه نحو خدمة هذا القطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- بالمقابل مثيلاتها في دول النامية عامة والجزائر خاصة لازالت تواجه الكثير من الصعوبات؛ من أبرزها صعوبات التمويل التي أصبحت تعيق تطورها بدءاً من مرحلة الإنشاء إلى التوسع وهذا نظراً لأن منح القروض المصرفية يتطلب فضلاً عن دراسة الجدوى توفر الضمانات الكافية لمنح القروض ومخاطر أخرى

a. التمويل عن طريق الائتمان الايجاري "le crédit-bail".

عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا بذلك، بوضع آلات ومعدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها، تسمى ثمن الإيجار^{xvii}.

b. التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر "le capital risque":

وتعرف شركات رأس المال المخاطر على أنها تتخذ حصصا أو مساهمة في رأس مال المؤسسات الغير مدرجة في البورصة والتي أنشأت حديثا وتنمو بسرعة في المجالات التي هي بحاجة إلى رؤوس الأموال لضمان تميمتها^{xviii}

c. التمويل عن طريق عقد تحويل الفاتورة "le factoring":

تمثل عملية "Factoring" مصدرا للتمويل تحصل عليها المؤسسات وتستخدمه في تمويل احتياجاتها المالية ويتم ذلك من خلال بيعها لحسابات المدينين إلى شركة "Factor"، وتحصيل قيمتها بشكل متسارع دون الانتظار إلى تاريخ استحقاقها الذي عادة ما يتراوح ما بين 30 و 120 يوما، حيث تضمن هذه المؤسسة حسن سير عملية Factoring وذلك من ناحية تحصيل الديون التجارية إذ تحل محل المؤسسات في الدائنية^{xix}.

المبحث الثالث: مقارنة بين التمويل بين شركة SPA و FINALEP

MILOK

يمكن ايجاد طرق مختلفة للمقارنة بين المؤسستين:

أولا: تقديم شركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة: Finalep

تعتبر الشركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة Finalep بمثابة رائدة وعميدة صناعة رأس المال الاستثماري الجزائرية، حيث أنشأت في شهر أفريل من سنة

1991، في شكل شركة مساهمة ذات رأس مال قدر بـ 73.750 مليون دج (كان يعتبر كبير قبل إعادة تقييم الدينار)، بين شريكين جزائريين يمتلكان الأغلبية بـ 60% (بنك التنمية المحلية بـ 40%)، و بنك القرض الشعبي الجزائري بـ 20%)، و شريكين أوريبيين يمتلكان 40% (الوكالة الفرنسية للتنمية بـ 28.74% و البنك الأوربي للاستثمار بـ 11.26%). قامت Finalep برفع رأس مالها إلى 159.25 مليون دج سنة 2000، ثم إلى 191.70 مليون دج سنة 2005.^{xx}

حيث إن التدخل بالأموال الخاصة يعتبر الوظيفة الأساسية لـ Finalep، وذلك لمدة تتراوح بين 5 و 10 سنوات. وهي عبارة عن شريك بطريقة فاعلة في كل مراحل العملية التمويلية، لا تخص تدخلات **Finalep** قطاع معين بحد ذاته، بل إنها تعطي الأولوية للمشاريع التي لها آثار وانعكاسات أكيدة على التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الجزائر، و كذا المشاريع التي تساهم في خلق مناصب شغل، و المنتجة لسلع وخدمات موجهة للتصدير ما يعود بالعملة الصعبة. كما أن Finalep منخرطة في إطار عدة برامج تمويلية تابعة للإتحاد الأوربي بالجزائر. تعود أول مساهمات Finalep إلى سنة 1995، ليبلغ عددها 12 مساهمة نهاية سنة 2008 بقيمة إجمالية تقدر بـ 254 مليون دج (9 عمليات رأس مال مخاطر بقيمة 193.5 مليون دج، و 3 رأس مال تطوير بقيمة 60.5 مليون دج)، بقي منها 7 (5 منها رأس مال مخاطر) في محفظتها بعد الخروج من رأس مال الأخرى. وتعتبر النتائج المحققة في المساهمات المذكورة منطقية ولا تختلف عن القاعدة العامة، حيث قد تخسر كل شيء، لا تحقق لا ربح ولا خسارة، تريح قليلا وقد تريح كثيرا لتغطي العمليات الخاسرة.

ثانيا: إجراءات المساهمة في المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة

تبدأ هذه الإجراءات بمقابلة بين المكلف بالمهام والمبادر الذي قام بإيداع طلب لدى المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة من أجل أخذ مساهمة في رأس المال منشأة موجودة أصلا أو قيد الإنشاء، وذلك ليشرح له نشاطات وشروط تدخل فينالب المتمثلة فيما يلي:

- ✓ مشاريع تجمع شركاء جزائريين وأوروبيين، أو موجهة جزئيا للتصدير؛
 - ✓ قطاع نشاط يسجل عجز في الطلب؛
 - ✓ نشاطات ذات قيمة مضافة عالية، تمكن من إحلال بعض الواردات؛
 - ✓ نشاطات تولي أهمية للموارد المحلية؛
 - ✓ مشاريع ذات مخاطر تكنولوجية ضئيلة؛
 - ✓ مردودية متوقعة تفوق العائد على الودائع لأجل البنوك الجزائرية.
 - ✓ المساعدة بأقل من 20% في الأموال الخاصة.
 - ✓ المساهمة محدودة في مدة بين خمسة (05) وسبعة (07) سنوات.
- يتبع المكلف بالمهام عدة إجراءات وخطوات يمكن أن نلخصها فيما يلي^{xxi}:

2-1- دراسة الطلب:

- يصدر المكلف بالمهام، بعد التشاور مع المدير العام، قراره حول مواصلة باقي الإجراءات بخصوص العملية المعنية حيث قد يكون قراره إما:
- ✓ بالرفض: مرفقا بالمبررات الضرورية التي تقدم للمبادر، وهذا في حلة كون الطلب لا يتوافق مع شروط تدخل فيناب؛
 - ✓ أو بالقبول: في حالة كون الطلب يستوفي الشروط اللازمة، يعرض المكلف بالمهام على العميل نسخة من المطبوعة المتعلقة بكيفية التكفل

بالملف. في حالة الاتفاق يعرض عليه بروتوكول اتفاق في حالة انخراط هذه الأخيرة في البروتوكول، فيمكن اعتبار أن فينالب تتكفل بالمهمة. من جانب آخر من الضروري معاينة بعض الوثائق عند استلام دراسة القابلية، حيث يتم إعلام المبادر بالإجراءات التي تعتمدها المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة في كل تدخلاتها.

2-2- استلام دراسة القابلية:

دراسة القابلية تتألف من دراسة السوق، دراسة تقنية، دراسة اقتصادية ومالية. في الحالة العامة، يقوم المبادر بإعداد هذه الدراسة. غير أنه، وفي الحالة العكسية، تأخذ فينالب على عاتقها القيام بدراسة السوق أو الدراسة الاقتصادية والمالية. كما يمكن إنجازها بتعاون الطرفين. في حال تكفل فيناب بالإعداد للدراسة، فان فوترتها تأخذ عدة أشكال:

✓ نقدا.

✓ مقابل حصص في رأس مال المنشأة.

✓ تقييد دين لفينالب على المنشأة.

يتكفل بكل مشروع مكلفين بالمهام، يحضران معا كل اجتماعات العمل مع المبادر الأول "مسؤول الملف"، يتمثل دوره في دراسة العملية وتحضير ملف "الأخذ في عين الاعتبار" (dossier de prise en considération) وملف "المساهمة" (dossier de participation) اللذان يعرضان على موافقة اللجنة التنفيذية و الجمعية العامة على التوالي. أما الثاني: "مكلف بالمهمة"، يكون على إطلاع دائم بتطورات المشروع، كما يحضر كل الاجتماعات المتعلقة بالعملية من أجل ضمان الاستمرارية في حال غياب المسؤول الأول عن الملف.

خلاصة

أمام هذه الصعوبات التمويلية أصبح من الضروري البحث عن بدائل تمويلية خارج القطاع المصرفي التقليدي، وهنا فإن للدولة دور كبير في دعم مستويات التمويل المختلفة وذلك من خلال تفعيل دور الهياكل الموجودة وطرح مصادر أخرى للتمويل، وذلك مثل الائتمان الإيجاري الذي يمكن المؤسسة من مواجهة نقص رؤوس الأموال وبصفة خاصة عجز مصادر التمويل الذاتي وحياسة وسائل الإنتاج الضرورية، ويقدم تمويلا كاملا لقيمة الأصل المستأجر. ورأس المال المخاطر الذي يقوم على أساس المشاركة للمؤسسات الجديدة والتوسعية، بالإضافة إلى أسلوب تحويل الفاتورة لتحصيل حقوق الزبائن.

خطة الدرس الحادي عشر: الهيكله التمويل المثلئ وحساب التكلفة مدخل مودئغئالئني مئلر

تمهئد

المبئء الاول: مفاهئم اساسئه لهئكل التمويل الأمثل للمؤسسة

أولاً: مءدداء بناء هئكل التمويل الأمثل

ئانئاً: مفهوم التكلفة الوسطئه لرأس المال

ئالئاً: نظرئاء الهئكل المائئ للمؤسسة

المبئء الئانئ: النظرئه التقلئدئه لهئكل التمويل الأمثل

أولاً: مفهوم النظرئه

ئانئاً: نقد النظرئه

المبئء الئالئ: النظرئه الءدئئه لهئكل التمويل الأمثل مدخل

مودئغئالئني مئلر

أولاً: نظرئه مودئغئالئني مئلر فئ ظل غئاب الضرئبه وتكلفة الإفلاس والوكالة

ئانئاً: التفسئر عملئه المراجعة لتكلفة رأس المال

ئالئاً: نقد نظرئه مودقلئانئ ومئلر الأولئ.

رابعاً: نظرئه مودئغئالئني مئلر الئانئه فئ ظل وجود الضرئبه.

ءامساً: هئكل التمويل الأمثل فئ ظل وجود تكلفة الإفلاس.

سادساً: الهئكل المائئ الأمثل ونظرئه التسوئه (الوفر الضرئبئ) / تكلفة الإفلاس.

سابعاً: الهئكل المائئ الأمثل ونظرئه تكالئف الوكالة

ءلاصة الءرس.

المبحث الاول: مفاهيم أساسية لهيكل التمويل الأمثل للمؤسسة.

- يمكن توضيح الهيكل المثلى للتمويل بعد تجديد المفاهيم الأساسية التالية:
1. هيكل رأس المال: يتمثل في الموارد المالية الدائمة في المؤسسة، ويشمل القروض طويلة ومتوسطة الأجل، السندات، الأسهم الممتازة والعادية.
 2. هيكل التمويل: يتمثل في جميع الموارد المالية للمؤسسة، ويشمل عناصر الخصوم أو الجانب الأيسر من الميزانية: حقوق الملكية، ديون طويلة الأجل، خصوم متداولة (حساب الموردين، ديون قصيرة الأجل...).
 3. هيكل التمويل الأمثل: هو تركيبة رأس المال (الأموال الخاصة، الديون طويلة الأجل)، التي تكون عندها التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال في أدنى قيمة لها.

أولاً: محددات بناء هيكل التمويل الأمثل

1. حجم المؤسسة: المؤسسات الكبيرة الحجم يمكنها الحصول على القروض بسهولة وبتكلفة أقل من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لما لها من ضمانات تتمثل في الأصول الثابتة.
2. نمو واستقرار المبيعات: المبيعات المستقرة أو المتزايدة يجعل المؤسسة تحصل على قروض بسهولة، لأنها تستطيع الوفاء بالالتزامات المالية الثابتة المترتبة عن الديون (الفوائد).
3. تكلفة المصادر: القروض أقل مصادر التمويل تكلفة، مقارنة بالأسهم العادية، رغم ذلك لا ينبغي الإسراف في استخدامها، لأنها تزيد من مخاطر العسر المالي.
4. المرونة: تعني قدرة المؤسسة على تعديل الهيكل المالي أو تكيفه مع الإحتياجات المالية والظروف المحيطة، فمثلاً عند انخفاض الفوائد على القروض المصرفية، فإن مرونة الهيكل المالي تسمح للمؤسسة بالتحول من السندات للقروض المصرفية.
5. الملاءمة: الأصول الثابتة يجب لتمويلها بالدين طويل الأجل أو حقوق الملكية، بينما الأصول المتداولة مثل المخزون يجب تمويلها من خلال ديون قصيرة الأجل.

ثانياً مفهوم التكلفة الوسطية لرأس المال

$$CMPC = k_D \frac{D}{D+CP} + k_{CP} \frac{CP}{D+CP}$$

ويمكن حسابها انطلاقاً من المع

حيث: **CMPC**: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال **Coût Moyen Pondérée du Capital**

k_D : تكلفة الديون (قروض مصرفية أو سندات)، k_{CP} : تكلفة الأموال الخاصة (حقوق الملكية: أسهم عادية وممتازة).

الافتراض المتلى يون، CP : الأموال الخاصة (حقوق الملكية)، $D+CP$: مجموع رأس المال أو الأصول الإقتصادية **Actif économique**
مثال: فيما يلي هيكل رأس المال لمؤسسة

مصدر التمويل	القيمة السوقية	تكلفة المصدر
القرض المصرفي	3000000	10%
الأسهم الممتازة	2000000	12%
الأسهم العادية	5000000	15%

مجموع رأس المال = 3 مليون + 2 مليون + 5 مليون = 10 مليون

الوزن النسبي لكل مصدر في رأس المال ككل: القرض: $10/3 = 0.3 = 30\%$

الأسهم الممتازة: $2/10 = 0.2 = 20\%$ الأسهم العادية: $5/10 = 0.5 = 50\%$

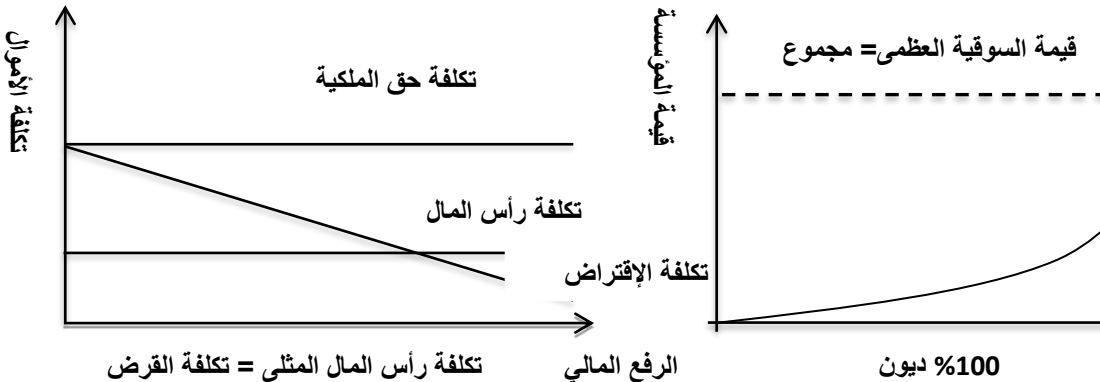
$$CMPC = 10 \frac{3}{10} + 12 \frac{2}{10} + 15 \frac{5}{10} = 12,9\%$$

ومنه تكلفة رس المال المتوسط

ثالثاً نظريات الهيكل المالي للمؤسسة

توجد عدة نظريات للهيكل المالي، بعضها يرى أن هناك تركيبة من الأموال الخاصة (حقوق الملكية) والقروض تكون عندها تكلفة التمويل أدنى مستوى لها، هذه التركيبة تعتبر هيكل التمويل الأمثل، وهناك نظرية أخرى ترى أن تكلفة رأس المال ثابتة ومستقلة عن تركيبة هيكل رأس المال.

1. نظرية الربح الصافي: تقوم هذه النظرية برسملة صافي الربح (إضافة كامل الربح الصافي لرأس المال (الأموال الخاصة)، وتقوم على الإفتراضات التالية:
- استخدام القروض لا يغير من إدراك المقرضين والمستثمرين للخطر، لذا يكون معدل الفائدة على الدين وتكلفة الملكية كلاهما مستقل عن معدل الاستدانة (الرافعة المالية).
 - إن تكلفة الدين أقل من تكلفة حقوق الملكية، لأن مخاطرة أصحاب الملكية أكبر من مخاطرة الدائنين، حيث يأخذ أصحاب حقوق الملكية ما تبقى من الربح بعد سداد الفوائد.
- وفي ظل هذين الإفتراضين فإنه بزيادة نسبة الدين، تنخفض تكلفة رأس المال، ويكون الهيكل المالي أمثلاً، أي تكلفة رأس المال في أدنى مستوى لها، عندما يتكون رأس المال مكون من الديون فقط، وتكون القيمة السوقية للمؤسسة مساوية للقيمة السوقية للديون.
- نقد نظرية الربح الصافي: الخلل الأول الذي تعاني منه هذه النظرية، هو أنها أهملت جانب المخاطر المالية المترتبة على استخدام الدين، إذ من المتوقع أن الارتفاع في نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، يصاحبه ارتفاع في درجة المخاطر، التي يتعرض لها المستثمرون (الدائنون والملاك).
- لم تنتبه النظرية إلى أنه مع زيادة الدين في هيكل التمويل، يطالب المستثمرون بزيادة العائد على أموالهم، وهو ما يعني انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.
- إن تكلفة التمويل لا يمكن أن تأخذ هذا الشكل الذي تفترضه النظرية، لأنه مع زيادة نسبة الدين تظهر مخاطر الفشل المالي، فيقوم المقرضون بزيادة أسعار الفائدة لتعويضهم عن تلك المخاطر.



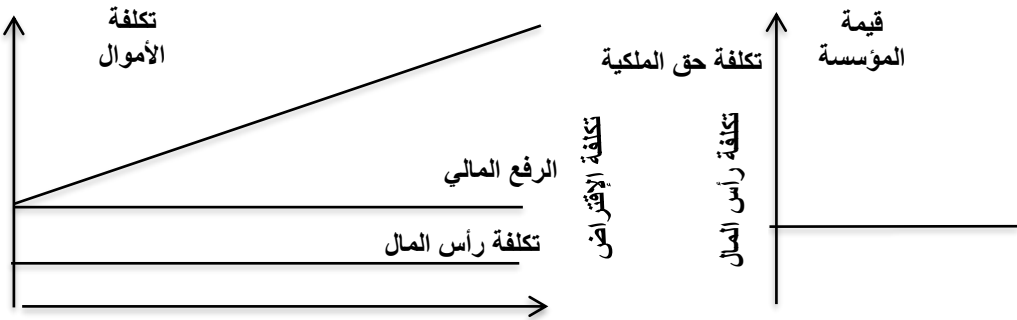
2. نظرية صافي الربح التشغيلي: تستند هذه النظرية إلى رسملة صافي الربح التشغيلي (ربح الاستغلال قبل الفوائد)، وتقوم على الإفتراضات التالية: معدل الفائدة على القروض ثابتة، ولا توجد ضريبة على الأرباح.

▪ استخدام الدين ذي التكلفة الأقل يزيد المخاطر المالية على حملة الأسهم، مما يزيد من تكلفة أموال الملكية، لذا فإن المزايا الناجمة عن الاعتماد على الديون منخفضة التكلفة، تضيع نتيجة مطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى.

▪ يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات، بدرجة مخاطر الأعمال، لذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير، فإن معدل الخصم (تكلفة الأموال المرجحة) يظل ثابت لا يتغير أيضا.

▪ تتحدد قيمة المؤسسة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة الأموال المتوسطة المرجحة، لذلك ليس مهما تقسيم تلك القيمة بين الدائنين وحق الملكية.

نقد نظرية صافي الدخل التشغيلي: هذه النظرية ترى أن كل الهياكل التمويلية التي تستخدمها المؤسسة تعد مقبولة، فما دامت تكلفة التمويل ثابتة، فإن المؤسسة يمكنها أن تتجاهل مسألة هيكل التمويل تماما، وهذا التأويل لا يمكن أن يحظى بالقبول، لأنه أغفل المخاطر المالية، كما أنه لا يقدم أي عون للمديرين عند إتخاذ القرارات للإستفادة من التغيرات المالية.



المبحث الثاني: النظرية التقليدية لهيكل التمويل الامثل

وهي نظرية وسط بين نظرية الربح صافي ونظرية صافي الربح التشغيلي، وترى أن تكلفة التمويل لن تظل ثابتة مع زيادة نسبة الدين في هيكل التمويل، وطبقا لهذه

النظرية فإن تكلفة رأس المال تتفاعل مع التغيرات التي تعتري هيكل التمويل، ويحدث هذا التفاعل من خلال مراحل ثلاث كما يلي:

أولاً: مفهوم النظرية

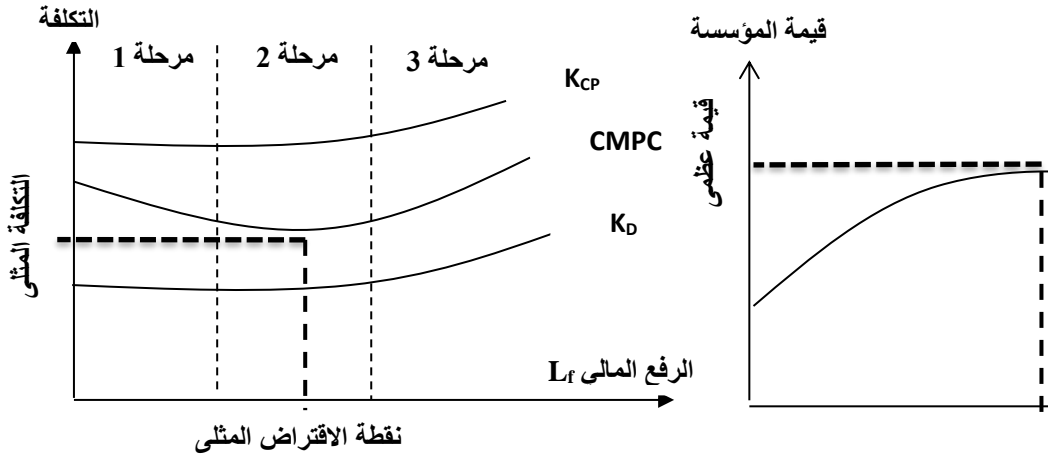
1. المرحلة الأولى: عندما تكون نسبة الاستدانة ضعيفة، تكون تكلفة الأموال الخاصة ثابتة أو ترتفع بنسبة طفيفة مع تزايد الاستدانة (الرفع المالي)، لأن المساهمين يفضلون في هذه الحالة اللجوء للإقتراض، لأنه أقل من تكلفة أموال خاصة جديدة (إصدار أسهم جديدة مثلاً)، وتكون تكلفة القروض صغيرة جداً، لأن مخاطر العسر المالي غائبة، فأموال الدائنين مضمونة بالأموال الخاصة، التي تشكل النسبة الأكبر في هذه المرحلة، لذا يقرض الدائنون المؤسسة بمعدل صغير قريب من معدل خالي المخاطر، كما أن المؤسسة تستفيد من الوفر الضريبي.

2. المرحلة الثانية: بعد بلوغ نسبة الاستدانة (الرفع المالي) حد معين، يبدأ الخطر المالي للديون في الظهور، وهذا ما يدفع المساهمين إلى إعادة النظر في الرفع المالي، وذلك بالموازنة بين مزايا القروض (معدل فائدة منخفض + وفر ضريبي)، وخطورتها (احتمال الوقوع في العسر المالي)، وهنا تبلغ تكلفة رأس المال أدنى قيمة لها (هيكل تمويل أمثل).

3. المرحلة الثالثة: عندما تفوق الاستدانة الحدود المعقولة، فإن مزايا الإقتراض تفقد أهميتها، حيث يضطر الدائنين لرفع معدل الفائدة لظهور وتصاعد الخطر المالي، لأن نسبة الأموال الخاصة قليلة ولا تكفي لضمان الديون في حالة عدم القدرة على السداد، كما أن مخاطرة المساهمين تزداد (احتمال استيلاء الدائنين على كل الأرباح، سداد نظير الفوائد المرتفعة وأقساط القروض، وحتى الاستيلاء على أموال المساهمين إذا كانت الأرباح غير كافية)، وهو ما يجعل المساهمين يطالبون بمعدل عائد أعلى (تتزايد تكلفة الأموال الخاصة)، وهذا كله يؤدي لإرتفاع تكلفة رأس المال المتوسطة المرجحة.

ثانياً: نقد النظرية

إن هذه النظرية بديهية في مفاهيمها، حيث قامت أساساً على ملاحظات عامة عن سلوك رأس المال في السوق.



المبحث الثالث: النظرية الحديثة لهيكل التمويل الامثل مدخل موديجيالييني

تنفي النظرية المالية الحديثة وجود هيكل تمويل أمثل، حيث تعتبر أن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال $CMPC$ ثابتة ومستقلة عن نسبة القروض في رأس المال الكلي، جاء بهذه النظرية $Modigliani \& Miller$ في نموذجين، الأول ظهر سنة 1958 تحت عنوان: تكلفة رأس المال ونظرية الاستثمار، أما النموذج الثاني للنظرية فظهر سنة 1963، في مقالة بعنوان: (الضرائب، دخل المؤسسة، وتكلفة رأس المال: تصحيح)، وهذا بعد الانتقادات التي تعرض لها النموذج الأول، وخاصة في ما يخص إهمال الضريبة على الأرباح.

أولا: نظرية موديجيالييني ميللر في ظل غياب الضريبة وتكلفة الافلاس والوكالة

يرى $Modigliani \& Miller$ أن تكلفة رأس المال ثابتة لكل فئة من المؤسسات، التي لها نفس درجة المخاطر، وهي مستقلة عن هيكلها المالي، كما أن الهيكل المالي مستقل عن قيمة المؤسسة، ففي حالة مؤسستين متماثلتين في كل شيء، ما عدا تركيبة رأس المال: الأولى مموله كلياً بأموال خاصة، والثانية مموله بمزيج من الأموال الخاصة والديون، فإن زيادة اعتماد المؤسسة الثانية على الاستدانة، سيؤدي بالمساهمين فيها إلى

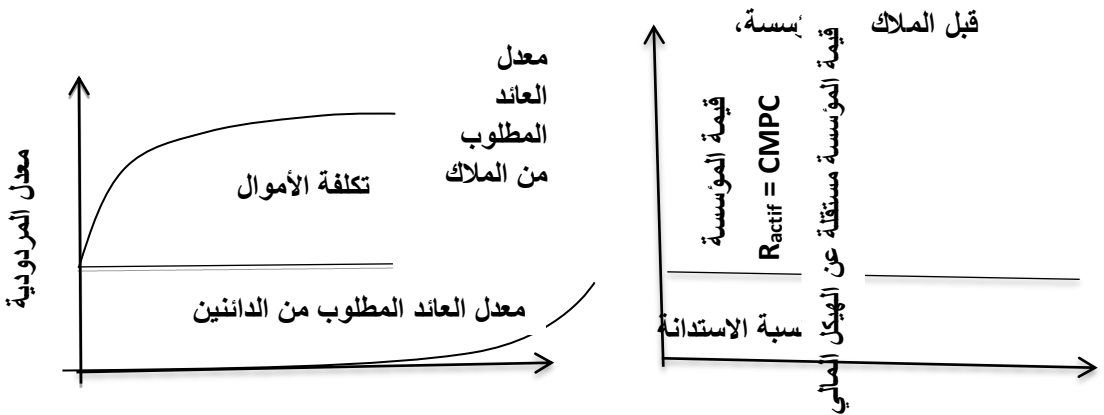
زيادة العائد المطلوب (تكلفة الأموال الخاصة)، وبما أن تكلفة الإستدانة تكون منخفضة (معدل فائدة منخفض + استفادة من الوفر الضريبي)، فإن هذا سيعوض الإرتفاع في تكلفة الأموال الخاصة، وعليه تبقى تكلفة رأس المال ثابتة.

1. الإقتراح الأول: يعتبر أن القيمة السوقية لمؤسسة مستقلة تماما عن الهيكل المالي فيها، وهي تتوقف على صافي الربح التشغيلي الذي تحققه المؤسسة، وليس على تشكيلة رأس المال، أي أن القيمة السوقية للمؤسسة ماهي إلا انعكاس لقرارات الاستثمار، أي الإيرادات التي تحققها الاستثمارات، وتوزيع الأموال بين الاستثمارات الثابتة والمتداولة، وليس بكيفية تمويل تلك الاستثمارات. ومنه : القيمة السوقية للمؤسسة = القيمة السوقية لحق الملكية + القيمة السوقية للقروض والقيمة السوقية لمؤسسة مستدينة = القيمة السوقية لمؤسسة غير مستدينة

$$\text{والقيمة السوقية لمؤسسة} = \text{ربح العمليات الصافي} \div \text{معدل الخصم}$$

معدل الخصم = معدل العائد المطلوب على الاستثمار في المؤسسات ذات نفس الخطر.

2. الإقتراح الثاني: يعتبر أن تكلفة التمويل المرجحة CMPC تظل ثابتة ولا تتغير، مهما تغيرت مكونات الهيكل المالي في المؤسسة، وهي تساوي في نفس الوقت معدل العائد المطلوب من قبل الملاك في مؤسسة مماثلة، تنتمي لنفس شريحة الخطر، ولا تعتمد على الاقتراض في هيكلها المالي. كما أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك، في مؤسسة تعتمد على القروض في الهيكل المالي، يساوي معدل العائد المطلوب من



ثانيا: التفسير عملية المراجعة لتكلفة رأس المال

يقوم المستثمر في المؤسسة ذات القيمة السوقية الأعلى، ببيع حصته الاستثمارية في هذه المؤسسة، ثم يلجأ إلى الاستثمار في المؤسسة ذات القيمة السوقية الأقل، وسوف يزيد من استثماراته من خلال القروض، و/أو الأموال الشخصية، وإذا ما تمت هذه العملية فإن المستثمر سوف يحقق ذات العائد الذي كان يحققه في المؤسسة ذات القيمة السوقية الأعلى، ولكن باستثمار أقل مما كان يستثمره سابقا أو أن يحقق عائد أكبر على ذات الاستثمار، ويعتقد مودكلياني وميلر أن معظم المستثمرين سوف يستثمرون بهذه العملية حتى تحصل عملية المراجعة وتتبادل القيمة السوقية للمؤسسة الأعلى مع المؤسسة الأدنى. أما درجة المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، فيرى " مودكلياني وميلر " أنها أيضا لن تختلف، فالمستثمر في ظل وضعه الأول وهو يستثمر في المؤسسة المستدينة، كان يتعرض لدرجة خطر معينة، نتيجة اعتماد المؤسسة على الاقتراض في هيكل رأسمالها، وأيضا في ظل انتقال أمواله إلى المؤسسة غير المستدينة، فقد قام باقتراض مبلغ (رفع مالي شخصي) بنفس نسبة الاقتراض التي كانت في المؤسسة المستدينة، ومعنى ذلك أنه يتعرض لنفس درجة المخاطر.

- إفتراض أن الأفراد والمؤسسات يمكنهم الاقتراض بنفس معدل الفائدة، هو افتراض غير صحيح، لأن حجم وأصول المؤسسات تسمح لها بالإقتراض بمعدلات فائدة أقل من الأفراد.
- الرفع الشخصي ليس بديلا للرفع المالي للمؤسسة، لأنه إذا اقتربت المؤسسة المقترضة من الإفلاس، فسوف يفقد المستثمرون فيها، جزء من ثروتهم، أما إذا تعرض الأفراد المقترضين للإفلاس، فقد يمتد أثر ذلك ليشمل جزءا من ثروتهم الشخصية.
- يتحمل المستثمر لتكاليف المعاملات أثناء قيامه بعملية المراجعة، وقد تطيح هذه التكاليف بأي مزايا ناجمة عن المراجعة ذاتها.
- إهمال الضريبة على الأرباح غير واقعي، لأنها يجعل تكلفة الاقتراض أقل من المعدل الفعلي للفائدة، نظرا للاستفادة من الوفورات الضريبية

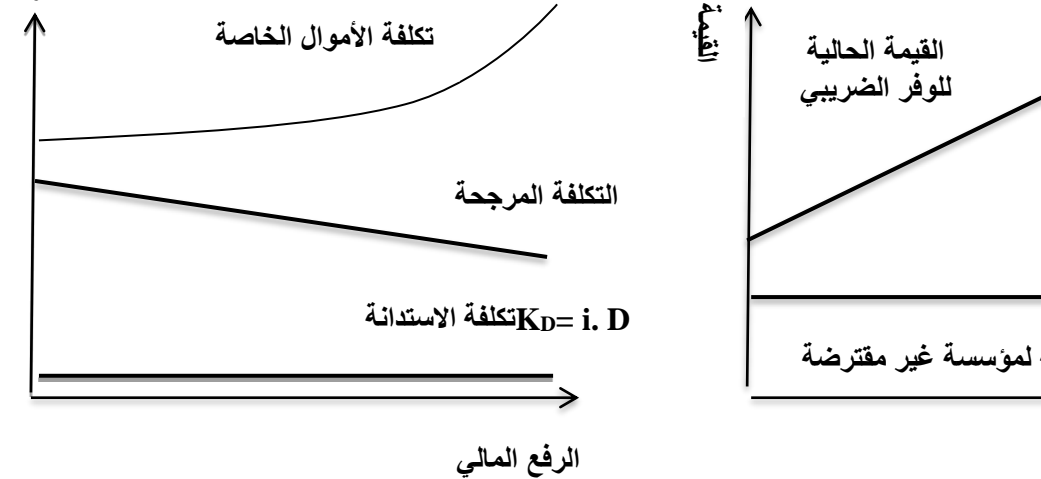
رابعا: نظرية مودغلياني ميلر الثانية في ظل وجود الضريبة.

1. الإقتراح الأول:

القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة = القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة + القيمة الحالية للوفر الضريبي

$$VD = VND + T.D$$

حيث: القيمة الحالية للوفر الضريبي = مقدار القرض \times سعر الفائدة \times معدل الضريبة
 تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة مقترضة، ينبغي أن تتساوى مع تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة، مضافا إليها مكافأة عن المخاطر المالية، تتحدد على أساس الفرق بين تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة، وتكلفة الإقتراض، والتي يفترض مدقلياني وميلر أنها ثابتة لكافة ونسبة الأموال



نلاحظ من الشكل أنه إذ اكانت تكلفة الديون $i.(1-T)$ لا تتأثر بالرفع المالي، فإن التكلفة المرجحة للأموال CMPC تتناقص، كلما زادت الديون، ويظهر أن قيمة المؤسسة تصل إلى أعلى حد لها، عندما تصل نسبة القروض إلى 100 %، وبناء عليه، فإن هيكل رأس المال المثالي، يتحقق بالاعتماد الكامل على الأموال المقترضة، ومع أن هذه النتيجة متفقة مع فروض النظرية، ولكنها ليست ملحوظة في الواقع، فلا يوجد هيكل تمويلي تصل نسبة القروض فيه إلى 100 %.

2. الإقتراح الثاني:

في سنة 1977، قام ميلر بإسقاط افتراض عدم وجود الضرائب على الأشخاص، وأوضح أنه لن يكون هناك هيكل مالي أمثل على مستوى المؤسسة، لأنّ الوفر الضريبي الناشئ من الضرائب التي تدفعها المؤسسة، سوف يتلاشى بواسطة الضرائب التي يدفعها حملة الأسهم والسندات.

مقارنة بين المدخل التقليدي والمدخل الحديث

يوجد هيكل مالي أمثل يجعل تكلفة رأس المال أدنى ما يمكن، وبالتالي يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة.

لا يوجد هيكل مالي أمثل .

■ قيمة المؤسسة التي تعتمد الاستدانة تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد الاستدانة.

■ لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، لكن يمكن وضع حد أعلى للاستدانة.

خامسا: هيكل التمويل الامثل في ظل وجود تكلفة الافلاس.

الإفلاس هي آلية قانونية تسمح للدائنين بالإستلاء على أصول المؤسسة، عندما تعجز عن الوفاء بالتزاماتها المالية الثابتة (الفوائد وأقساط القروض) اتجاههم، أي عندما تقع في العسر والفشل المالي.

تكاليف الإفلاس تشمل على مجموعتين من التكاليف هما:

1. التكاليف المباشرة للإفلاس: تشمل المصاريف الإدارية والقانونية لعملية الإفلاس،

تكاليف إعادة الهيكلة، تكاليف مالية، تكاليف الإنابة وتكاليف البيع الإجباري والمستعجل

للأصول، والتكاليف الاجتماعية (تدهور معنويات العمال).

2. التكاليف غير المباشرة للإفلاس: تكاليف تضرر صورة المؤسسة، أي تدهور المصدقية

المالية والتجارية، انخفاض كفاءة التشغيل، ارتفاع فوائد الإقتراض، وتكاليف ضياع

الفرص التجارية.

قيمة المؤسسة = القيمة الحالية للمؤسسة - القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس

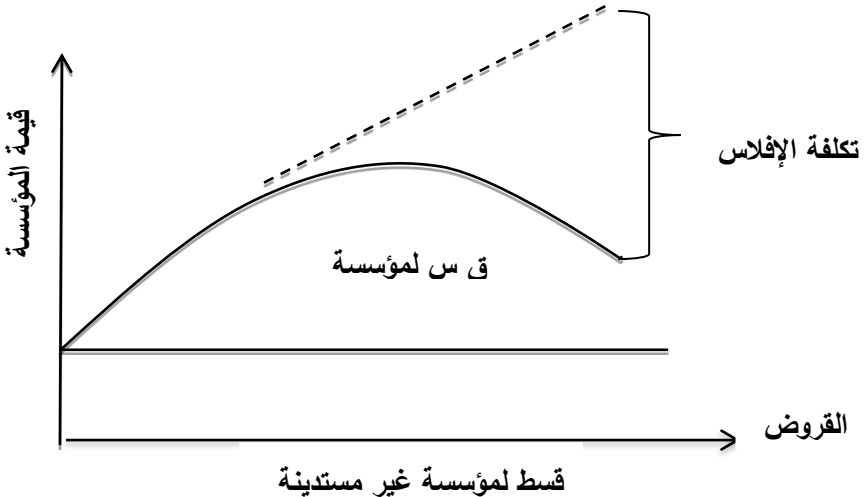
القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس = تكلفة الإفلاس: سعر الفائدة

تكلفة الإفلاس = قسط التأمين بعد الضرائب × احتمال الإفلاس

إن المؤسسات التي تتصف بأن إيراداتها أكثر تقلبا، هي أكثر تعرضا للإفلاس (مع بقاء المتغيرات الأخرى كما هي)، وبذلك فهي تقلل من استخدام القروض في هيكل رأس المال بالمقارنة بالمؤسسات الأكثر استقرارا في إيراداتها، فالمؤسسات ذات الرافعة التشغيلية العالية، وهو ما يعني أن مخاطر النشاط عالية، الأمر الذي يؤدي بها إلى تخفيض الرفع المالي.

إن التكاليف المترتبة على الإفلاس، لا تحفز المؤسسات على التوسع في استخدام القروض، وهذا لارتفاع معدل الفائدة على القروض التي يشترطها الدائنون، وطالما أن الملاك لا يستطيعون التخلص من هذه المخاطر، فإن السبيل الوحيد أمامهم، هو المطالبة بمعدل عائد أعلى على استثماراتهم لتعويضهم عن مخاطر الإفلاس، هذا يعني وجود علاقة غير مباشرة بين زيادة الاقتراض، وبين معدل العائد المطلوب من قبل الملاك، وهذا بحد ذاته ارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة CMPC، مما يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.

وهكذا كلما زاد الاقتراض، كلما زادت تكلفة الإفلاس، وعليه يحصل ارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة، الأمر الذي يسبب انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة، وبما أن العلاقة عكسية بين تكلفة الأموال المرجحة CMPC والقيمة السوقية للمؤسسة، لذلك أكد مودقلياني وميلر على أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة، سوف تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس، وعليه فكلما زادت القروض، كلما زادت تكلفة الإفلاس، ويسبب ذلك استمرار الانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.



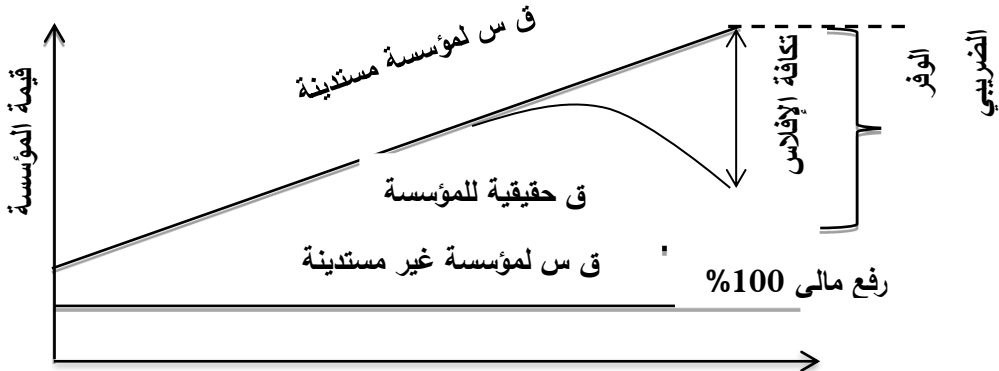
سادسا. الهيكل المالي الأمثل ونظرية التسوية (الوفر الضريبي / تكلفة الإفلاس.

إن العلاقة بين تكاليف الإفلاس والوفورات الضريبية للديون، تعرف بما يسمى نظرية التسوية أو الحل الوسط، وهدف هذه النظرية هو كشف أن الهيكل المالي الأمثل، لا يتحقق إلا عند التوازن بين متغيرين هما: تكاليف الإفلاس والوفورات الضريبية، حيث أن الديون تؤدي إلى أثرين هما: أثر إيجابي مرتبط بالوفورات الضريبية: في هذه الحالة الديون تخلق قيمة للمؤسسة من خلال القيمة الحالية للوفورات الضريبية، شرط أن تكون المرادوية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة على القروض.

■ أثر سلبي مرتبط بتكاليف الإفلاس: القيمة الحالية لهذه التكاليف تقلص قيمة المؤسسة، وذلك من خلال تخفيض القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

ونجد في حالة السوق غير الكاملة، أن الأثران يحدثان في وقت واحد، ولتحديد القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة، من خلال مؤسسة أخرى متشابهة معها في كل النقاط، غير أنها غير مستدينة: قيمة المؤسسة المستدينة = قيمة مؤسسة غير مستدينة + القيمة الحالية للوفورات الضريبية - القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس

ولذا فالقرار الأمثل للاقتراض، والذي يضمن أعلى قيمة سوقية للمؤسسة، ماهو إلا محصلة للتوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه تكلفة الإفلاس



سابعا الهيكل المالي الأمثل ونظرية تكاليف الوكالة

نظرا لتناقض المصالح بين الملاك والمدريين، فقد يتخذ المديرين قرارات تعضم ثروتهم ومكانتهم، ولكنها لا تفيد أو حتى تضر بمصالح الملاك، لذا يتحمل الملاك تكاليف ناتجة عن توكيل المديرين لتسيير المؤسسة، تسمى تكاليف الوكالة وهي تشمل:

1. تكاليف الرقابة: لدفع المديرين للعمل من أجل مصلحة الملاك، ومن هذه التكاليف تعويضات أعضاء مجلس الإدارة، وحوافز المديرين.

2. تكاليف التبوير: تشمل المصاريف التي ينفقها المديرين حتى يبرهنوا على حسن إدارتهم، وعملهم لمصلحة الملاك.

3. التكاليف الباقية: تنتج عن استحالة ممارسة الملاك رقابة تامة على المديرين. ويعتبر اللجوء للاستدانة البنكية أداة فعالة لتخفيض تكاليف الوكالة بين الملاك والمديرين، لأنها تزيد من مراقبة البنك للمديرين، كما أن دفع الفوائد وأقساط الدين يقلص احتمال قيام المديرين باستثمارات غير مجدية، بالإضافة إلى أن الاستدانة قد تؤدي إلى فقدان منصب عمل المدير، إذا حدثت تصفية المؤسسة استجابة لطلب البنك.

رغم أن الإقتراض يؤدي لتقليل تكاليف الوكالة المرتبة بتضارب المصالح بين الملاك والمديرين، إلا أنها تعتبر مصدر خلاف بين الملاك والمقرضين، وبالتالي مصدر تكاليف نوع آخر من الوكالة، فمثلا يستطيع المقرض أن يضع شروطا في ما يتعلق بقدرة المؤسسة على الاقتراض في المستقبل، أو أن يضع محددات على توزيعات الأرباح، وطبعا كلما زادت هذه الشروط، كلما استطاعت المؤسسة الحصول على أسعار فائدة أقل على ديونها. نظرية الإشارة:

افترض M&M أن لدى المستثمرين نفس المعلومات عن التوقعات المستقبلية للمؤسسة مثل المعلومات الموجودة لدى مديرها، ويسمى هذا معلومات متماثلة، لكن في الحقيقة أن المديرين عادة ما يكون لديهم معلومات أفضل مما لدى المستثمرين الخارجيين، ويسمى هذا معلومات غير متماثلة، ويكون لها تأثير على هيكل رأس المال الأمثل.

إن المؤسسات التي لها توقعات مستقبلية جيدة، تفضل في العادة التمويل الذاتي من خلال الأرباح المحتجزة، بدل الإقتراض أو إصدار أسهم جديدة، وهذا لعدم الرغبة في تقاسم النمو المحتمل، بينما المؤسسات التي لها توقعات مستقبلية ضعيفة، تفضل التمويل من

خلال مساهمين جدد ليشاركوا في تحمل الصعوبات المستقبلية، ولذلك إذا قررت الإدارة إصدار أسهم جديدة، فإن هذا يثير قلق المستثمرين، لأن هذا القرار ربما يعطي إشارة بأن التوقعات المستقبلية ليست جيدة، وهو ما يجعلهم يقللون تقديرهم لقيمة المؤسسة، وعلى العكس، يؤخذ طلب الاستدانة كإشارة إيجابية، مما يؤدي لارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة. نظرية الإلتقاط:

تفترض هذه النظرية أن المؤسسة عندما تريد تمويل الاستثمار، يكون لديها تفضيلات في استخدام مصادر التمويل المختلفة، التفضيل الأول هو استخدام مصدر التمويل الداخلي، والمتمثل في الأرباح المحتجزة، وفي حالة عدم كفاية هذا المصدر، تلجأ المؤسسة إلى مصدر التمويل الخارجي المتمثل في الديون، وتقوم بإصدار الأسهم العادية الجديدة كملجأ أخير، عندما تصبح المؤسسة غير قادرة على الحصول على ديون جديدة.

مثال عملية المراجعة Arbitrage

في حالة ارتفاع تكلفة رأس المال لمؤسسة غير مستدينة عن مؤسسة مستدينة، وبالتالي انخفاض تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة غير مستدينة عن المؤسسة المستدينة، فإن عملية المراجعة Arbitrage كفيلة بإعادة التوازن بينهما، إذ يفضل المساهمون في رأس مال المؤسسة المستدينة بيع أسهمهم و/ أو الإقراض، وشراء أسهم في المؤسسة غير المستدينة، وهو ما يؤدي إلى زيادة العرض من أسهم المؤسسة المستدينة وزيادة الطلب على أسهم المؤسسة غير المستدينة، فينخفض معدل العائد المطلوب من المساهمين على أسهم المؤسسة غير المستدينة، بعبارة أخرى تنخفض تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة غير المستدينة، حتى تتساوى مع تكلفة رأس المال لمؤسسة المستدينة، وبالتالي تحدث حالة التوازن.

معدل العائد المطلوب (تكلفة الأموال الخاصة) لمؤسسة غير مدرجة في البورصة:

لتحديد معدل العائد الأدنى المطلوب في شركة ليست مدرجة في السوق المالي، نحدد أولاً بيتا مؤسسة مشابهة توجد في نفس قطاع النشاط (تتعرض لنفس المخاطر الإقتصادية)، لكن بما أنه ليس من الضروري أن يكون لهما نفس الهيكل المالي، وهو ما يؤدي لوجود اختلاف في بيتا، لتحديد هذا الاختلاف، نحسب بيتا مصفى من تأثير الهيكل المالي، أي بيتا لمؤسسة غير مدينة، أو بيتا الأصل الإقتصادي.

الأصل الإقتصادي يساوي مجموع الأصول الثابتة واحتياج رأس المال العامل، أو هو مجموع رؤس الأموال المستثمرة (الأموال الخاصة والديون).

$$\beta_a = \beta_{CP} \frac{CP}{CP+D} + \beta_I \frac{D}{CP+D} \Rightarrow \beta_a = \frac{\beta_{CP} + \beta_D \frac{D}{CP}}{1 + \frac{D}{CP}} \quad (1-T)$$

حيث: β_a معامل المخاطر النظامية للأصل الإقتصادي ككل (الأموال الخاصة + الديون)، لذا يسمى بيتا الأصل الإقتصادي β_{actif} ، أو بيتا مؤسسة غير مستدينة؛ β_{CP} معامل المخاطر النظامية للأموال الخاصة في ظل استدانة؛ β_D معامل المخاطر النظامية لأموال الاستدانة (مخاطر البنك).

نلاحظ وجود β_D في العلاقة لأننا نعتبر أن المؤسسة لا تقوم بالاستدانة بمعدل خالي $i(1-T) - R_F$ كان هيكلها $k_D - R_F$ إذا كانت الاستدانة هامة، فإن تكلفة الديون ترتفع لظهور مخاطر الإفلاس، فيكون معامل المخاطر النظامية β_D للديون يساوي:

$$k_D = R_F + [E(R_m) - R_F] \cdot \beta_D \Rightarrow \beta_D = \frac{k_D - R_F}{E(R_m) - R_F} \Rightarrow \beta_D = \frac{k_D - R_F}{E(R_m) - R_F}$$

حيث: k_D تكلفة الاستدانة؛ i معدل الفائدة الاسمية؛ T معدل الضريبة على الأرباح؛ $E(R_m) - R_F$ علاوة مخاطر السوق، لكن إذا كانت نسبة الاستدانة بسيطة، وبالتالي مخاطر الاستدانة مهمة، لذا يتم اعتبار $\beta_D = 0$ ، ومنه فإن العلاقة السابقة تصبح:

$$\beta_a = \frac{\beta_{CP}}{1 + \frac{D}{CP}} \quad (1-T)$$

لكن في الواقع العملي لا يجب إهمال β_D لأنه يؤدي إلى تقدير ضعيف لـ β_a للأصل الإقتصادي.

تمثل β_a معامل المخاطر النظامية لمؤسسة بدون النظر لبنية الهيكل المالي (غير مدينة)، لذا يرمز لها بـ β_{SD} ، أما β_{CP} فهي معامل المخاطر النظامية لمؤسسة، لذا يرمز لها بـ β_{END}

ومنه تكون عبارة لمؤسسة غير مستدينة β_{END} بدلالة β_{SD} لمؤسسة مستدينة ؛

$$= \beta_{SD} \frac{D}{1 + \frac{D}{CP}} (1-T)$$

من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF، نجد تكلفة حقوق الملكية (أموال خاصة) تساوي:

$$k_{CP} = R_a = R_F + [E(R_m) - R_F] \cdot \beta_{CP}$$

$$CMPC = k_D \frac{D}{CP+D} + k_{CP} \frac{CP}{CP+D}$$

ومنه التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

كما يمكن حساب التكلفة المتوسطة المرجحة رأس المال بواسطة نموذج MEDAF، كما يلي :

$$CMPC = R_F + [E(R_m) - R_F] \cdot \beta_a$$

ملاحظة (1):

إن تركيبة الهيكل المالي هو ما يحدد β_{CP} و β_D إنطلاقا من β_a وليس العكس، لكن لمجرد مبررات حسابية، فإن β_a يمثل كمتوسط مرجح لـ β_{CP} و β_D ، لكن يجب أن نفهم أن β_a هو الموجود مسبقا.

ملاحظة (2):

عند أخذ $\beta_D = 0$ ، فإنه يجعلنا نهمل جزء من ثقل الأصل الإقتصادي التي يتحملها أصحاب حق الملكية، والتي تبتلع من طرف الدين، دون وجودها في β_{CP} .

مثال:

مؤسسة A غير مدرجة في السوق المالي (ليس لها β)، وهيكلها المالي مكون من 40% أموال خاصة، و60% ديون، مؤسسة أخرى *A مدرجة في السوق المالي، وتنشط في نفس المجال الاقتصادي المؤسسة A، لكن ذات هيكل مالي مكون من 70% أموال خاصة و30% ديون، مع معامل مخاطر نظامية $\beta_{A^*} = 1,10$ ، معدل الفائدة خالي المخاطر 6%، والذي يساوي معدل الفائدة على القرض قبل الضريبة، وعلاوة خطر السوق هي 8%، معدل الضريبة على الأرباح 30%. المطلوب: حساب القيمة المتوسطة المرجحة للمؤسسة A.

خلاصة

كخلاصة لما سبق نلاحظ أن هناك جدل حول تأثير هيكل التمويل على تكلفة الأموال. فبينما يعتقد المفكرون التقليديون في وجود هيكل تمويل مثالي، تتخفف عنده تكلفة الأموال وتصل فيه قيمة المؤسسة إلى أقصاها، نجد أن Modigliani و Miller يرفضان هذا الاعتقاد. ذلك أنهما أثبتا أن هيكل التمويل - في ظل عدم وجود ضرائب - لا يمكن أن يكون له تأثير على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة. فتكلفة الأموال وأيضا قيمة المؤسسة لا يتغيران مع تغير هيكل التمويل، وهو ما يتفق مع نظرية صافي ربح الاستغلال ويختلف مع نظرية صافي الربح، وقد دلل Modigliani و Miller على ذلك باستخدام فكرة المراجعة.

أما في ظل وجود ضريبة على ربح الشركات فيعترف Modigliani و Miller بأن قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكل تمويلها ديون، تفوق قيمة مؤسسة مماثلة ولكن يتكون هيكل تمويلها من أموال خاصة فقط، غير أنهما يصران على أن الفرق بين المؤسستين لا ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

خاتمة عامة

يعتبر تحديد التعريف المناسب من أولويات كل باحث يتوجه نحو قطاع المؤسسات مهما كان نوعها، وهو عامل أساسي لوضع سياسات وتشريعات وبرامج وخدمات جيدة لهذا القطاع، كما أنه شرط أساسي لبناء قواعد بيانات متنسقة وموثوق بها ويمكن تحليلها وذلك لمساعدة كل الأطراف المعنية بالمؤسسات في فهم سلوكها وتقييم أثر التغيرات الخاصة ببيئة العمل عليها من خلال إجراء الدراسات ووضع الحلول الملائمة.

خلصت دراسة نماذج التمويل الحديثة إلى :

1. أن معدل الاستدانة المستهدف ليس مهما في حد ذاته ، وهو ما يتم اللجوء إليه في فترات التوسع أو الاستثمار الضروري في المشاريع ذات المردودية العالية، أي التي لها قيمة عالية موجبة، و بالتالي فإن الاحتياجات المالية الخارجية للمؤسسة يجب أن تكون معادلة لفائض الاستثمارات عن التمويل الذاتي، في هذه الحالة فقط يمكن اللجوء إلى الاستدانة كما يمكن اللجوء أيضا إلى إصدار الأسهم الجديدة بالتوجه نحو السوق المالي.
2. يؤثر نشاط سوق التداول في تنشيط سوق الاصدار فعندما يعلم المستثمر انه من السهل عليه عندما يريد نقودا اذا واجه اي امور طارئة ان يتخلص بما لديه من اوراق باسعار معقولة فان هذا يشجعه للجوء لسوق الاصدار ونفس التأثير المتبادل اذا كانت سوق الاصدار نشطة و متنوعة الاوراق فان هذا يساهم في تنشيط سوق التداول ونجد حجما معقولا من عرض الاوراق يساهم في التوازن بين الطلب على الاوراق والمتاح منها في السوق.
3. يعرف التدفق المالي على أنه تغير في قيم احدى عناصر الميزانية خلال فترة زمنية عادة ما تحدد بسنة مالية كما يقيس الجدول المالي العلاقة بين التغير في عناصر الاصول وعناصر الخصوم في المؤسسة خلال فترتين زمنيتين متقاربتين، أي الانتقال من التحليل الستاتيكي الساكن الى التحليل الوظيفي الحركي.

4. في حالة المؤسسات، فإن مشاكل انعدام التماثل في المعلومة، و المخاطر المعنوية، تكون بحجم اكبر مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، ويفسر هذا بانعدام الشفافية المالية و بهيكل الملكية، مما يولد تردد من قبل المدينين فيما يتعلق بالقروض الطويلة الأجل، خاصة مع وجود مخاطر عالية، تتعلق بإحلال الأصول.
5. أمام هذه الصعوبات التمويلية أصبح من الضروري البحث عن بدائل تمويلية خارج القطاع المصرفي التقليدي، وهنا فإن للدولة دور كبير في دعم مستويات التمويل المختلفة وذلك من خلال تفعيل دور الهياكل الموجودة وطرح مصادر أخرى للتمويل، وذلك مثل الائتمان الإيجاري الذي يمكن المؤسسة من مواجهة نقص رؤوس الأموال وبصفة خاصة عجز مصادر التمويل الذاتي وحياسة وسائل الإنتاج الضرورية.

فهرس المحتويات

الدرس الاول: طرق التمويل في المؤسسة

المبحث الاول: ماهية التمويل

المطلب الاول: مفهوم

التمويل

المطلب الثاني: خطوات التمويل

المبحث الثاني: مصادر التمويل التقليدية

المطلب الاول: التمويل الداخلي

المطلب الثاني: التمويل الخارجي

المطلب الثالث: تقييم المصادر التقليدية

المبحث الثالث: مصادر التمويل الحديثة ومساهمة الدولة في التمويل

المطلب الاول: الاعتماد الاجاري

المطلب الثاني: التمويل في البورصة

المطلب الثالث: مساهمة الدولة في التمويل

المبحث الرابع: مصادر تمويل الاسلامي

المطلب الاول: تعريف التمويل

المطلب الثاني: صيغ التمويل الاسلامي

خلاصة الدرس

الدرس الثاني: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية والوظيفة المالية

تمهيد

المبحث الاول: مفاهيم عامة حول المؤسسة

الاقتصادية

المؤسسة

الاول: تعريف

المطلب

المطلب الثاني: خصائص المؤسسة الاقتصادية

المبحث الثاني: أنواع المؤسسات الاقتصادية

المطلب الاول: أنواع المؤسسات تبعا للمعيار القانوني

المطلب الثاني: أنواع المؤسسات تبعا للمعيار الاحجم

المطلب الثالث: أنواع المؤسسات تبعا للمعيار الاقتصادي.....

المبحث الثالث: وظائف وأهداف المؤسسة الاقتصادية:

المطلب الأول: وظائف المؤسسة الاقتصادية

المطلب الثاني: أهداف المؤسسة الاقتصادية

خلاصة الدرس

الدرس الثالث: الإطار النظري للوظيفة المالية

تمهيد

المبحث الأول: مفهوم الوظيفة المالية

المطلب الأول: تعريف الوظيفة المالية.....

المطلب الثاني: أهمية الوظيفة المالية.....

المطلب الثالث: تحديد نطاق الوظيفة المالية.....

المبحث الثاني: أسس الوظيفة المالية

المطلب الأول: التمويل الداخلي.....

المطلب الثاني: التمويل الخارجي.....

المطلب الثالث: تقييم المصادر التقليدية.....

المبحث الثالث: دور وأهداف الوظيفة المالية.

المطلب الأول: دور الوظيفة المالية.....

المطلب الثاني: أهداف الوظيفة المالية.....

خلاصة الدرس

الدرس الرابع: الإحتياجات المالية للمؤسسة ومصادر تمويلها

تمهيد

المبحث الأول: ماهية الإحتياجات المالية للمؤسسة

أولا: مفهوم وظيفة التمويل.....

ثانيا: مفهوم الميزانية الوظيفية.....

ثالثا: بناء الميزانية الوظيفية.....

المبحث الثاني: أدوات التحليل المالي

أولا: شكل الميزانية الوظيفية وحساب رأس المال العامل FRNg.....

ثانياً: الميزانية الاقتصادية وحسب احتياجات رأس مال العامل: BFR

ثالثاً: مستزيات الميزانية وحسابات خزينة المؤسسة: TN

خلاصة الدرس

الدرس السادس: المدخل الكمي للتمويل وفقاً لنموذج جوردن شابيرو

تمهيد

المبحث الأول: مفهوم التحليل الكمي للأوراق المالية:

المطلب الأول: مفهوم وخصائص الأسهم.....

المطلب الثاني: أنواع الأسهم.....

المطلب الثالث: العمليات على الأسهم.....

المطلب الرابع: تقييم الأسهم وفق نموذج جوردن شابيرو

المبحث الثاني: ماهية العمليات السندات.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص السندات.....

المطلب الثاني: أنواع السندات.....

المطلب الرابع: تقييم السندات وفق نموذج جوردن شابيرو

خلاصة الدرس

الدرس السابع: تكلفة الأموال المستخدمة في التمويل في المؤسسة

مقدمة

المبحث الأول مفهوم تكلفة التمويل في المؤسسة

المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال.....

المطلب الثاني: أهمية تكلفة الأموال.....

المطلب الثالث: معايير اتخاذ القرار التمويل وبناء الهيكل التمويلي.

المبحث الثاني: حساب تكلفة مصادر التمويل

المطلب الأول: تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل

المطلب الثاني: تكلفة الأسهم والسندات.....

المطلب الثالث: تكلفة الأسهم والأرباح المحنجة.....

المطلب الرابع: تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل.....

المطلب الخامس: محددات أخرى للهيكل التمويلي في المؤسسة.

خلاصة الدرس

الدرس الثامن: ميكانيزمات الرفع المالي والرفع التشغيلي في المؤسسة

المبحث الأول: أساسيات حول الرفع المالي ودرجة الرفع التشغيلي

المطلب الأول: مفهوم الرفع المالي.....

المطلب الثاني: مزايا الرفع المالي وكيفية حسابه

المطلب الثالث: مفهوم الرفع التشغيلي

المطلب الرابع: قياس درجة الرفع التشغيلي

المبحث الثاني: مخاطر الرفع المالي و الرفع التشغيلي

المطلب الاول: مفهوم الخطر المالي و التشغيلي

المطلب الثاني: انواع المخاطر المالية و التشغيلية

المبحث الثالث: علاقة الرفع المالي بالمردودية

المطلب الاول: مفهوم المرودودية

المطلب الثاني: انواع المرودودية

المطلب الثالث: عتبة المرودودية

المطلب الرابع: اثر الرفع المالية على المرودودية

خلاصة الدرس

الدرس التاسع: التمويل التجاري وكيفية حساب تكلفته وعلاقته بالاقراض

تمهيد

لمبحث الاول: ماهية التمويل التجاري

اولا: مفهوم التمويل التجاري

ثانيا: خصائص رأس التمويل التجاري

ثالثا: انواع التمويل التجاري

المبحث الثاني: اهمية التمويل التجاري وكيفية حساب تكلفته

اولا: اهمية التمويل التجاري في بيئة الأعمال

ثانيا: مراحل سير ملف التمويل التجاري داخل البنك

المبحث الثالث: مزايا وعيوب التمويل التجاري وعلاقته بالاقراض

اولا: مزايا التمويل التجاري بالنسبة للمؤجر والمستأجر

ثانيا: عيوب التمويل التجاري بالنسبة للمؤجر والمستأجر.

ثالثا علاقة التمويل التجاري بالاقراض البنكي.

خلاصة

الدرس العاشر: التمويل عن طريق شركات ارسمال المخاطر

تمهيد

لمبحث الاول: ماهية شركات ارسمال المخاطر

اولا: نشأة شركات رأس مال المخاطر ومفهومها

ثانيا. خصائص رأس المال المخاطر.....

ثالثا. مراحل التمويل لشركات رأس المال المخاطر.....
المبحث الثاني: بيئة الأعمال ومدى توفر التمويل اللازم للمؤسسات الإقتصادية
أولا: مفهوم بيئة الأعمال.....
ثانيا. طرق التمويل الحديثة المتوفرة لتمويل المؤسسات الاقتصادية.....

المبحث الثالث: مقارنة بين التمويل بين شركة SPA MILOK و FINALEP
أولا: تقديم شركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة.

Finalep.....
ثانيا. إجراءات المساهمة في المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة.....

خلاصة

الدرس الحادي عشر: هيكل التمويل المثلى وحساب التكلفة مدخل موديجيالييني ميلر

تمهيد

المبحث الاول: مفاهيم أساسية لهيكل التمويل الأمثل للمؤسسة

أولا: محددات بناء هيكل التمويل الأمثل.....
ثانيا. مفهوم التكلفة الوسطية لرأس المال.....
ثالثا. نظريات الهيكل المالي للمؤسسة.....
المبحث الثاني: النظرية التقليدية لهيكل التمويل الأمثل
أولا: مفهوم النظرية.....
ثانيا. نقد النظرية.....

المبحث الثالث: النظرية الحديثة لهيكل التمويل الأمثل مدخل موديجيالييني ميلر

أولا: نظرية موديجيالييني ميلر في ظل غياب الضريبة وتكلفة الافلاس والوكالة

ثانيا. التفسير عملية المراجعة لتكلفة رأس المال.....
ثالثا. نقد نظرية مودجالياني وميلر الأولى.....
رابعا. نظرية موديجيالييني ميلر الثانية في ظل وجود الضريبة.....
خامسا: هيكل التمويل الأمثل في ظل وجود تكلفة الافلاس.....
سادسا. الهيكل المالي الأمثل ونظرية التسوية (الوفر الضريبي) / تكلفة الإفلاس.....
سابعا. الهيكل المالي الأمثل ونظرية تكاليف الوكالة.....

خلاصة

قائمة المراجع

الكتب:

1. أحمد طرطار، الترشيد الاقتصادي للطاقات الإنتاجية في المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
2. إسماعيل عرابي، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، الطبعة الأولى، 1998.
3. جميل أحمد توفيق وعلي شريف، الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1980.
4. حسين رحيم، "إدارة المنظمات من منظور كلي" دار الحامد للنشر والتوزيع - الأردن - الطبعة الأولى 2003 .
5. خموش زكي المسماس مروان، الرقابة والتخطيط في المشروع، مديرية الكتب والمطبوعات، 1981 .
6. الداوي الشيخ، دروس في مبادئ التسيير، مركز الطباعة الجامعة الجزائر، 2005/2004.
7. زياد سليم رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الرابعة، 1997.
8. عبد الباسط وفا، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، القاهرة: مصر، 2000.
9. عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية بن عكنون، الجزائر، 2000.
10. عبد السلام أبو قحف «اقتصاديات الأعمال و الإستثمار الدولي» دار الجامعة الجديدة - مصر - 2003.

11. عبد الغفار حنفي ، أساسيات الإدارة المالية (دراسات الجدوى، تحليل مالي، هيكل رأس المال، سياسات توزيع الأرباح)،الدار .الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
12. عبد الكريم بويقوب، المحاسبة التحليلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1998 .
13. عدنان تايه النعيمي و راشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار البازوردي للنشر و التوزيع، عمان، 2009.
14. عدنان هاشم رحيم السمرائي، أساسيات في الإدارة المالية، الجامعة المفتوحة، طرابلس، الطبعة الثانية، 1997.
15. عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الرابعة، 2006 .
16. كامل المغربي، أساسيات في الإدارة، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1995.
17. محمد ذياب، دراسات الجدوى الاقتصادية الاجتماعية للمشروع، دار المنهل اللبناني، ط1، بيروت 2007.
18. محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، الادارة المالية، مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
19. مد شفيق، حسن الطيب، محمد إبراهيم عبيدات، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر .والتوزيع، 1997 .
20. مليكة زغيب، أدوات التحليل المالي للمؤسسة العمومية الصناعية، رسالة الماجستير غير منشورة تخصص مالية جامعة قسنطينة ، 1998.
21. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر) المكتب العربي الحديث، مصر، الطبعة الثانية، 1991.
22. ناصر داداي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، الطبعة الأولى، 1998.

أطروحات ورسائل ومجلات ودوريات:

1. الجريدة الرسمية لمداولات المجلس الشعبي الوطني، ديسمبر 2006،
المادة 02
2. السعيد برييش، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة شركة Sofinance، مجلة الباحث، العدد 5، ورقلة، 2007.
3. بلعدي عبد الله، مقالاتي عاشور، المقارنة بين رأس المال المخاطر وحاضنات الأعمال في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع إمكانية التكامل التنموي بينهما، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 6 ديسمبر 2016.
4. بلعابد سيف الإسلام النوي، محاولة إختبار مدى مساهمة شركات رأي المال المخاطر في تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - حالة الجزائر-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، علوم التسيير تخصص إدارة مصرفية، 2017-2018، جامعة الجزائر.
5. بوربيعة غنية، محددات الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية مؤسسات 2012.
6. رقية حساني، مؤسسات رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة (2009-2008).
7. نبيلة قدور، حمزة العرابي، التمويل برأس المال الخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم (الولايات المتحدة-فرنسا-المملكة المتحدة-تونس-

ISSN 2352- (الجزائر)، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، -9962، عدد 7 جوان 2017.

8. سماح طلحي، دور رأس المال المخاطر في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ورقة عمل مقدمة في الملتقى حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتنمية المستدامة: واقع وآفاق، بجامعة أم البواقي، المنعقد يومي 13 و14 نوفمبر 2012.

9. سحنون سمير، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر دراسة حالة تونس-المغرب-الجزائر، جامعة ابي بكر بلقايد تلمسان، اطروحة من متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، علوم إقتصادية تخصص إقتصاد تنمية، 2012-2013.

مواقع الكترونية:

1. موقع - بوابة ليبيا - مفهوم تكلفة الأموال
<https://lovelibya.7olm.org/t556-topic>
2. مدونة ايمن عبد الله محمد ابو بكر: العوامل المؤثرة في تكلفة الاموال.
<https://ay83m.wordpress.com/2013/02/05>
3. <http://www.finalep.com.dz/>, 07/10/2019.
4. <http://accdiscussion.com-jour:07/nov/2018-mn:22:01-9>
5. <http://www.business4lion.com/2018/000003/cost-of-capital.-jour:01> dec 2018 mm :13 :41

كتب ودوريات باللغات الأجنبية:

1. Jean pierre LORRIAUX –Economie de l’entreprise - Fonctions structures -Environnement، Dunda , Paris , 1991.
2. Belmoukadem Mustapha, halima wahiba, le leasing : un outil de finance sous utilisé, financement des siméniar deBiskra, 2006.
3. Paul- Jaques lechman, Le financement de l’économie, Paris Seeuil,1998,