

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد خيضر - بسكرة - الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع:

تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة
الاقتصادية الجزائرية
دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

إشراف الأستاذ الدكتور:

تومي ميلود

إعداد الطالب:

محمد بوشوشة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 26 أكتوبر 2016

لجنة المناقشة

الدكتور: خنشور جمال	أستاذ التعليم العالي	جامعة بسكرة	رئيسا
الدكتور: تومي ميلود	أستاذ التعليم العالي	جامعة بسكرة	مشرفا مقرر
الدكتور: بن الزاوي عبد الرزاق	أستاذ محاضر أ	جامعة بسكرة	ممتحنا
الدكتور: حناشي لعلی	أستاذ محاضر أ	جامعة باتنة	ممتحنا
الدكتور: خلوط علاوة	أستاذ محاضر أ	جامعة باتنة	ممتحنا
الدكتور: بلعجوز حسين	أستاذ التعليم العالي	جامعة مسيلة	ممتحنا

السنة الجامعية: 2015 / 2016

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

"وَعِنْدَهُ مَفَاتِحُ الْغَيْبِ لَا يَعْلَمُهَا إِلَّا هُوَ وَيَعْلَمُ مَا فِي الْبُرِّ وَالْبَحْرِ وَمَا تَسْقُطُ مِنَ
وَرَقَةٍ إِلَّا يَعْلَمُهَا وَلَا حَبَّةٌ فِي ظِلْمَاتِ الْأَرْضِ وَلَا رَطْبٌ وَلَا يَابِسٌ إِلَّا فِي كِتَابٍ

مُبِينٍ"

صَدَقَ اللّٰهُ الْعَظِیْمُ

سورة الأنعام: الآية: "59"

شكر وعرفان

الحمد لله الذي وفقني لإنجاز هذا العمل
جزيل الشكر والامتنان إلى الأستاذ المشرف على صبره
ومجهوداته معي إلى غاية إنجاز البحث
وأقول له جزاك الله خيرا وجعل جهدك في ميزان حسناتك
الشكر لكل اساتذة لجنة المناقشة على جهدهم وصبرهم في قراءة
المذكرة وجزاكم الله كل الخير وأدامكم في خدمة العلم، الجامعة
والجزائر.

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح مختلف سياسات التمويل التي يمكن أن تعتمد عليها المؤسسة الاقتصادية من أجل تمويل نشاطها الاستثماري والاستغلالي، فوظيفة التمويل في المؤسسة هي وظيفة محورية باعتبارها تضمن استمرار وتطور المؤسسة، حيث تتعدد السياسات المتاحة أمام المؤسسة لتمويل نشاطها، إن هذا التعدد في مصادر التمويل يتأتى من تطور المحيط المالي للمؤسسة بما يوفره من تعدد لمصادر تمويل المؤسسة.

إن تعدد مصادر التمويل وتنوعها أمام المؤسسة يؤدي إلى ضرورة اختيار المزيج التمويلي المناسب الذي يحقق أهداف المؤسسة المالية، إن هذا المزيج التمويلي الذي يتم اختياره يشكل ما يسمى بالهيكل المالي للمؤسسة، حيث أن عملية اختيار الهيكل للمؤسسة يعد في الواقع أمر صعب التحقيق وذلك نظرا لتعدد مصادر التمويل واختلاف الشروط الخاصة بكل نوع من مصدر التمويل، وكذلك لتأثير طبيعة الهيكل المالي الذي تم اختياره على الوضع المالي للمؤسسة.

ولقد توصلت الدراسة إلى أن أهم سياسات تمويل المؤسسة تتمثل في: سياسة التمويل الذاتي، سياسة التمويل الخاص، سياسة الاستدانة، حيث تكتسب كل سياسة مجموعة من الإيجابيات والسلبيات، كما أن اختيار سياسة التمويل المثلى كان موضوع جدل واسع بين علماء الإدارة المالية، حيث انصب الاهتمام حول اختيار المزيج التمويلي المناسب الذي يحقق أهداف المؤسسة هذا من جهة، ومن جهة أخرى أثر هذا الاختيار على الوضع المالي للمؤسسة وخاصة القيمة السوقية لها، باعتبار أن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة تعد الهدف الأساسي للإدارة المالية.

Résumé :

Cette étude vise à étudier les différents politiques de financement peuvent adopter par l'entreprise afin de financer son activité d'investissement et de l'exploitation, en effet la fonction de financement constitue la pierre angulaire dans l'activité de l'entreprise, en garantissant la continuité et l'évolution de l'entreprise. Afin de financer son activité l'entreprise est en face à différents type de financement résultants de l'évolution de l'environnement financier qui a garanti à l'entreprise des plusieurs choix de financement.

En effet la variété des choix de financement oblige le choix optimal de la combinaison de financement assurant la concrétisation les objectifs de l'entreprise, cette combinaison constitue ce qu'on appelle la structure financière de l'entreprise, et que le choix de la structure financier est un processus complexe, en vue de la variété des sources de financement d'une coté, et de l'autre côté on trouve l'impact de cette structure sur la situation financière de l'entreprise.

L'étude a abouti que les principales politiques de financements sont : l'autofinancement, les fonds propres, l'endettement, et que chaque politique de financement possède des avantages et de convenants, et que le choix du structure financière optimale constitue un sujet de débat entre les chercheurs dans le domaine de la gestion financière, ou les études ont visé deux points : l'existence de structure optimale, et l'impact de la structure financière sur la situation financière notamment la valeur de l'entreprise.

فهرس البحث

فهرس البحث

تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية " دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية "

الآية 59 من سورة الأنعام

التشكرات

الملخص باللغة العربية

الملخص باللغة الفرنسية

المقدمة..... أ

الفصل الأول: المؤسسة والمحيط المالي

تمهيد:..... 02

المبحث الأول: الإستراتيجية المالية للمؤسسة

المطلب الأول: مفهوم الاستراتيجية المالية..... 03

الفرع الأول: مفهوم إستراتيجية المؤسسة..... 03

الفرع الثاني: تعريف الإستراتيجية المالية..... 03

المطلب الثاني: إعداد الإستراتيجية المالية للمؤسسة..... 04

الفرع الأول: التشخيص المالي للمؤسسة..... 04

الفرع الثاني: مراحل التشخيص المالي..... 06

الفرع الثالث: إعداد سياسة الاستثمار..... 09

الفرع الرابع: إعداد سياسة التمويل..... 11

الفرع الخامس: إعداد مخطط التمويل..... 12

المبحث الثاني: المحيط المالي المحلي للمؤسسة

المطلب الأول: مفهوم المحيط المالي للمؤسسة..... 15

الفرع الأول: تعريف محيط المؤسسة..... 15

الفرع الثاني: تعريف المحيط المالي..... 16

المطلب الثاني: المؤسسات المالية..... 16

الفرع الأول: تعريف البنك والقرض..... 16

الفرع الثاني: حاجة المؤسسة للتمويل البنكي..... 17

الفرع الثالث: تأثير التمويل البنكي على الوضع المالي للمؤسسة..... 19

المطلب الثالث: السوق المالي والمؤسسة..... 23

23	الفرع الأول: مفهوم السوق المالي.....
24	الفرع الثاني: أهمية السوق المالي للمؤسسة.....
26	الفرع الثالث: الأدوات المالية التي يتيحها السوق المالي للمؤسسة.....
30	المطلب الرابع: المؤشرات المالية العامة.....
30	الفرع الأول: أسعار الصرف.....
35	الفرع الثاني: معدلات الفائدة.....
38	الفرع الثالث: معدلات التضخم.....
40	الفرع الرابع: معدلات الاقتطاعات المالية.....
45	المطلب الخامس: الإجراءات القانونية والسياسات الاقتصادية ووسائل الدفع.....
45	الفرع الأول: أهم القوانين التي تؤثر على النشاط المالي للمؤسسة.....
49	الفرع الثاني: السياسات الاقتصادية.....
54	الفرع الثالث: وسائل الدفع.....

المبحث الثالث: تحديات المحيط المالي الدولي للمؤسسة

56	المطلب الأول: العولمة المالية.....
57	الفرع الأول: مفهوم العولمة المالية.....
57	الفرع الثاني: مكونات العولمة المالية.....
58	الفرع الثالث: أسباب العولمة المالية.....
59	الفرع الرابع: آثار العولمة المالية على المؤسسة.....
61	المطلب الثاني: التكتلات الاقتصادية.....
61	الفرع الأول: مفهوم التكتلات الاقتصادية.....
63	الفرع الثاني: شروط نجاح التكتلات الاقتصادية.....
64	الفرع الثالث: تأثير التكتلات الاقتصادية على المؤسسة.....
66	المطلب الثالث: المنظمة العالمية للتجارة.....
66	الفرع الأول: تقديم المنظمة العالمية للتجارة.....
67	الفرع الثاني: تأثير المنظمة العالمية للتجارة على المؤسسة.....
68	المطلب الرابع: الأزمات المالية.....
68	الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية.....
70	الفرع الثاني: مراحل الأزمة المالية.....
73	الفرع الثالث: أسباب الأزمات المالية.....
74	الفرع الرابع: تأثير الأزمات المالية على المؤسسة.....
76	خلاصة الفصل الأول.....

الفصل الثاني: سياسات تمويل المؤسسة

تمهيد..... 78

المبحث الأول: مفهوم سياسة تمويل المؤسسة

المطلب الأول: نشاط تمويل المؤسسة..... 79

الفرع الأول: مفهوم تمويل المؤسسة..... 79

الفرع الثاني: احتياجات التمويل في المؤسسة..... 83

المطلب الثاني: مفهوم السياسة التمويلية..... 86

الفرع الأول: تعريف سياسة التمويل..... 87

الفرع الثاني: أهداف السياسة التمويلية..... 88

الفرع الثالث: السياسة المالية والسياسة التمويلية..... 89

الفرع الرابع: محددات السياسة التمويلية..... 90

الفرع الخامس: أولويات السياسة التمويلية..... 90

المطلب الثالث: مراحل إعداد سياسة التمويل..... 93

الفرع الأول: تحديد احتياجات التمويل..... 93

الفرع الثاني: تحديد أنواع مصادر التمويل الممكنة..... 94

الفرع الثالث: المفاضلة بين مصادر التمويل..... 95

الفرع الرابع: التفاوض مع الجهات الممولة..... 95

الفرع الخامس: اختيار مصادر التمويل والحصول عليها..... 96

المبحث الثاني: سياسة التمويل الذاتي

المطلب الأول: مفهوم التمويل الذاتي..... 96

الفرع الأول: قدرة التمويل الذاتي (الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي)..... 96

الفرع الثاني: التمويل الذاتي..... 99

الفرع الثالث: الأموال الخاصة والتمويل الذاتي..... 98

الفرع الرابع: دور التمويل الذاتي..... 100

المطلب الثاني: مكونات التمويل الذاتي..... 101

الفرع الأول: تكوين التمويل الذاتي..... 101

الفرع الثاني: الاهتلاكات..... 102

الفرع الثالث: المؤونات..... 108

الفرع الرابع: الأرباح الموزعة..... 110

- المطلب الثالث: العناصر المؤثرة على التمويل الذاتي..... 115
- الفرع الأول: معدلات الاقتطاع الضريبي..... 116
- الفرع الثاني: قدرة المؤسسة على تحقيق النتيجة..... 118

المبحث الثالث: سياسة التمويل الخارجي الخاص

- المطلب الأول: أشكال سياسة التمويل الخاص..... 120
- الفرع الأول: مفهوم الأموال الخاصة..... 121
- الفرع الثاني: التمويل من خلال السوق المالي (زيادة رأس المال نقدا) 122
- الفرع الثالث: زيادة رأس المال عينا..... 125
- الفرع الرابع: تحويل الديون..... 126
- الفرع الخامس: شبه الأموال الخاصة:(les titres hybrides) 126
- المطلب الثاني: أهمية بورصة الأموال المنقولة في سياسة التمويل الخاص..... 129
- الفرع الأول: مفهوم البورصة القيم المنقولة..... 129
- الفرع الثاني: دوافع دخول المؤسسة لبورصة القيم المنقولة..... 131
- الفرع الثالث: إجراءات الدخول في البورصة..... 130
- المطلب الثالث: رفع رأس مال المؤسسات الغير مسعرة..... 134
- الفرع الأول: ثروة الملاك..... 134
- الفرع الثاني: رفع رأس المال عينا..... 135
- الفرع الثالث: مؤسسات رأس المال المخاطر..... 135

المبحث الرابع: سياسة الاستدانة

- المطلب الأول: سياسة الاقتراض البنكي..... 137
- الفرع الأول: القروض الطويلة الأجل..... 137
- الفرع الثاني: القروض المتوسطة الأجل..... 138
- الفرع الثالث: القرض الإيجاري..... 140
- الفرع الرابع: القروض القصيرة الأجل..... 141
- الفرع الخامس: قروض تمويل التجارة الخارجية..... 143
- المطلب الثاني: سياسة التمويل السندي..... 145
- الفرع الأول: تعريف التمويل السندي..... 145
- الفرع الثاني: أنواع السندات 146
- الفرع الثالث: خصائص السند..... 147
- المطلب الثالث: مبررات، وسلبيات سياسة التمويل بالاستدانة..... 148
- الفرع الأول: مبررات اللجوء إلى الاستدانة..... 148

149	الفرع الثاني: سلبيات التمويل بالاستدانة.....
153	خلاصة الفصل الثاني.....

الفصل الثالث: الهيكل المالي للمؤسسة

155	تمهيد.....
-----	------------

المبحث الأول: مدخل للهيكل المالي للمؤسسة

156	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي للمؤسسة.....
156	الفرع الأول: تعريف الهيكل المالي.....
157	الفرع الثاني: الهيكل المالي الأمثل.....
159	المطلب الثاني: تكلفة الأموال.....
159	الفرع الأول: تعريف تكلفة الأموال.....
161	الفرع الثاني: حساب تكلفة الأموال.....
165	الفرع الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة.....
166	المطلب الثالث: أثر الرفع المالي.....
166	الفرع الأول: مفهوم أثر الرفع المالي.....
169	الفرع الثاني: حساب أثر الرفع المالي.....
171	الفرع الثالث: آليات أثر الرافعة.....
172	المطلب الرابع: القيمة السوقية للمؤسسة.....
172	الفرع الأول: تعريف القيمة السوقية للمؤسسة.....
173	الفرع الثاني: أهم العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للمؤسسة.....
174	الفرع الثالث: قياس القيمة السوقية للمؤسسة.....

المبحث الثاني: النموذج الكلاسيكي لدراسة الهيكل المالي

181	المطلب الأول: مدخل صافي الربح (Net Income).....
181	الفرع الأول: فرضيات النموذج الكلاسيكي.....
181	الفرع الثاني: محتوى مدخل صافي الربح.....
183	الفرع الثالث: نقد مدخل صافي الربح.....
184	المطلب الثاني: مدخل صافي ربح العمليات (Net operating income).....
184	الفرع الأول: محتوى النموذج.....
185	الفرع الثاني: التدليل على مدخل صافي الربح.....
187	الفرع الثالث: انتقادات مدخل صافي ربح العمليات.....
187	المطلب الثالث: المدخل التقليدي.....

187	الفرع الأول: افتراضات النموذج.....
187	الفرع الثاني: تفسير النموذج.....
190	الفرع الثالث: نقد المدخل التقليدي.....

المبحث الثالث: مدخل موديقلياني وميللر (Modigliani and Miller Approach)

190	المطلب الأول: عدم الأخذ بعين الاعتبار للضرائب.....
190	الفرع الأول: فرضيات مدخل موديقلياني وميللر (MM).....
191	الفرع الثاني: محتوى النموذج.....
192	الفرع الثالث: التدليل على النموذج.....
195	الفرع الرابع: نقد النظرية.....
196	المطلب الثاني: الأخذ بعين الاعتبار الضرائب.....
196	الفرع الأول: دور الضرائب.....
197	الفرع الثاني: محتوى نموذج MM بوجود الضرائب.....
200	الفرع الثالث: تأثير الضرائب على أرباح الأفراد.....

المبحث الرابع: النظريات الحديثة للهيكلة المالي

202	المطلب الأول: نظرية المراجعة (Trade-off).....
202	الفرع الأول: تأثير الاستدانة في ظل تكلفة الإفلاس (Cost of bancruptcy).....
208	الفرع الثاني: نظرية تكلفة الوكالة (cost of agency).....
212	المطلب الثاني: نظرية الإشارة (théorie de signal).....
213	الفرع الأول: سياسة الاستدانة والإشارة.....
214	الفرع الثاني: نموذج سياسة توزيع العائد والإشارة.....
217	الفرع الثالث: حدود نظرية الإشارة.....
217	المطلب: الثالث: نظرية التمويل التدرجي (Théorie de financement hiérarchique).....
217	الفرع الأول: فرضيات النظرية.....
218	الفرع الثاني: النموذج الأولي للتمويل المتسلسل.....
222	الفرع الثالث: النموذج المعدل للتمويل المتدرج.....
224	المطلب: الرابع: نظريات أخرى للهيكلة المالي.....
224	الفرع الأول: نظرية الهيكلة المقارن.....
225	الفرع الثاني: نظرية المراجعة على أساس قيمة التصفية.....
226	الفرع الثالث: تحديد الهيكلة المالي المستهدف.....
231	خلاصة الفصل الثالث.....

الفصل الرابع: محددات الهيكل المالي للمؤسسة

تمهيد..... 233

المبحث الأول: المحددات المتعلقة بالمؤسسة لاختيار الهيكل المالي

المطلب الأول: العوامل المتعلقة بخصائص المؤسسة..... 234

الفرع الأول: حجم المؤسسة..... 234

الفرع الثاني: هيكل الأصول (الضمانات)..... 236

الفرع الثالث: الهيكل المالي ودورة حياة المؤسسة..... 237

الفرع الرابع: طبيعة القطاع..... 238

الفرع الخامس: مكانة المساهمين في المؤسسة..... 239

المطلب الثاني: العوامل المتعلقة بمصادر التمويل..... 240

الفرع الأول: مردودية الأموال..... 240

الفرع الثاني: تكلفة الاستدانة..... 241

الفرع الثالث: الوفورات الضريبية البديلة..... 242

الفرع الرابع: معدل النمو..... 242

المطلب الثالث: اختيار هيكل المديونية في المؤسسة..... 244

الفرع الأول: تكلفة التناظر في المعلومات..... 245

الفرع الثاني: الخطر المعنوي والتحفيز (Aléa moral et incitation)..... 247

الفرع الثالث: خيار الاستدانة خطر الإفلاس وإعادة التفاوض..... 254

الفرع الرابع: نتائج الدراسات الخاصة باختيار هيكل مديونية المؤسسة..... 256

المبحث الثاني: دور المحيط في اختيار وسيلة التمويل

المطلب: دور النظام المالي في اختيار التمويل..... 258

الفرع الأول: تعريف النظام المالي..... 258

الفرع الثاني: أنظمة تمويل الاقتصاد..... 260

الفرع الثالث: تمويل المؤسسة بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية..... 264

المطلب الثاني: السياسات النقدية والمالية..... 265

الفرع الأول: السياسة النقدية..... 266

الفرع الثاني: السياسة المالية..... 269

الفرع الثالث: تأثير المتغير الجبائي في اختيار وسيلة التمويل..... 274

المبحث الثالث العوامل المؤثرة على سياسات تمويل المؤسسة

المطلب الأول: محددات القدرة على الاستدانة في المؤسسة..... 275

276	الفرع الأول: التوازن المالي.....
276	الفرع الثاني: الاستقلالية المالية (الاستدانة القصوى).....
278	الفرع الثالث: القدرة على التسديد.....
279	الفرع الرابع: المخاطرة المالية.....
281	الفرع الخامس: الشكل القانوني للمؤسسة.....
282	المطلب الثاني: صعوبات تحديد الهيكل المالي في المؤسسة.....
282	الفرع الأول: ضعف الرؤية حول تصورات المؤسسة.....
283	الفرع الثاني: غياب إستراتيجية المؤسسة.....
283	الفرع الثالث: المصادقية المحدودة للمعلومات المحاسبية.....
284	الفرع الرابع: المخاطر المحتملة.....
285	الفرع الخامس: غياب أو ضعف السوق المالي.....
285	الفرع السادس: التجارة الإلكترونية.....
287	خلاصة الفصل الرابع.....

الفصل الخامس: سياسات تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية

289	تمهيد.....
-----	------------

المبحث الأول: المؤسسة الاقتصادية الجزائرية

290	المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية.....
290	الفرع الأول: تعريف المؤسسة الاقتصادية.....
291	الفرع الثاني: أهداف المؤسسة الاقتصادية.....
292	المطلب الثاني: مراحل تطور المؤسسة الجزائرية.....
292	الفرع الأول: قبل سنة 1980.....
294	الفرع الثاني: الفترة خلال 1980-1990.....
297	الفرع الثالث: فترة ما بعد 1990.....
301	الفرع الرابع: تقييم برامج الإصلاح وإعادة تأهيل المؤسسة الاقتصادية.....

المبحث الثاني: تطور سياسات تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية

306	المطلب الأول: سياسة تمويل المؤسسة الجزائرية قبل 1990.....
306	الفرع الأول: التنظيم العام لسياسات تمويل المؤسسات في الاقتصاد الاشتراكي.....
308	الفرع الثاني: مصادر تمويل المؤسسة العمومية.....
308	الفرع الثالث: دور القطاع البنكي.....
309	الفرع الرابع: التمويل البنكي.....

311	المطلب الثاني: تمويل المؤسسة بعد 1990.....
311	الفرع الأول: إصلاح النظام البنكي وتحسين العلاقة بين البنك والمؤسسة.....
313	الفرع الثاني: التمويل البنكي.....
315	الفرع الثالث: التطهير المالي للمؤسسات العمومية.....
320	الفرع الرابع: بورصة الجزائر.....

المبحث الثالث: تأثير النظام المالي الجزائري تمويل المؤسسات الجزائرية

32	المطلب الأول: حالة النظام المصرفي الجزائري.....
321	الفرع الأول: هيكل النظام البنكي الجزائري.....
327	الفرع الثاني: مميزات النظام البنكي الجزائري.....
330	المطلب الثاني: وضعية السوق المالية الجزائرية.....
330	الفرع الأول: المؤسسات المنخرطة في بورصة الجزائر.....
336	الفرع الثاني: مميزات السوق المالية الجزائرية.....
347	الفرع الثالث: تقييم بورصة الجزائر.....
353	خلاصة الفصل الخامس.....

الفصل السادس: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية

355	تمهيد.....
-----	------------

المبحث الأول: عموميات حول طريقة إصدار الأوراق المالية في بورصة الجزائر

356	المطلب الأول: إيجابيات وشروط دخول بورصة الجزائر.....
356	الفرع الأول: إيجابيات الإصدار في البورصة للمؤسسة الجزائرية.....
357	الفرع الثاني: شروط الإدراج في بورصة الجزائر.....
358	المطلب الثاني: مراحل الإدراج في بورصة الجزائر.....
358	الفرع الأول: مرحلة ما قبل الإدراج.....
360	الفرع الثاني: مرحلة الإدراج.....
360	الفرع الثالث: مرحلة ما بعد الإدراج.....
360	المطلب الثالث: تكاليف الإصدار والامتيازات الجبائية.....
360	الفرع الأول: تكاليف الإصدار.....
361	الفرع الثاني: الامتيازات الجبائية.....

المبحث الثاني: سياسات تمويل المؤسسات للفترة 2010-2013

362	المطلب: الأول: تقديم مؤسسات الدراسة.....
362	الفرع الأول: صعوبة اختيار مؤسسات الدراسة.....

362.....	الفرع الثاني: اختيار مؤسسات الدراسة
363.....	الفرع الثالث: تقديم المؤسسات
364.....	المطلب الثاني: سياسة التمويل الذاتي للفترة 2010-2013
364.....	الفرع الأول: القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسات الناشطة في قطاع الخدمات
365.....	الفرع الثاني: قدرة التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الاستخراج
367.....	الفرع الثالث: القدرة على التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الأشغال العمومية
367.....	الفرع الرابع: القدرة على التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الصناعة
369.....	المطلب الثالث: إعداد جدول التمويل للمؤسسات للفترة 2010-2013
369.....	الفرع الأول: حساب صافي التمويل الذاتي
372	الفرع الثاني: إعداد جدول التمويل للمؤسسات للفترة 2010-2013

المبحث: الثالث: دراسة الهيكل المالي للمؤسسات للفترة 2010-2013

378.....	المطلب الأول: الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الصناعة
378.....	الفرع الأول: الهيكل المالي لمؤسسة سونالغاز
380.....	الفرع الثاني: الهيكل المالي لمؤسسة صيدال
382.....	الفرع الثالث: الهيكل المالي لمؤسسة سيفيتال
384.....	المطلب الثاني: دراسة الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الخدمات
384.....	الفرع الأول: الهيكل المالي لمؤسسة للخطوط الجوية الجزائرية
386.....	الفرع الثاني: الهيكل المالي لمؤسسة الأوراسي
388.....	المطلب الثالث: الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الأشغال العمومية
388.....	الفرع الأول: الهيكل المالي لمؤسسة حداد
390.....	الفرع الثاني: الهيكل المالي لمؤسسة دحلي
392.....	المطلب الرابع: الهيكل المالي لمؤسسات الاستخراج
392.....	الفرع الأول: الهيكل المالي لمؤسسة سوناطراك
394.....	الفرع الثاني: الهيكل المالي للمؤسسة الوطنية لأشغال الآبار
396.....	الفرع الثالث: الهيكل المالي للمؤسسة الوطنية للحفر
397.....	المطلب الخامس: أثر سياسات التمويل على الهيكل المالي للمؤسسات
397.....	الفرع الأول: تحديد ترتيب المؤسسات حسب نسبة الاستدانة
399.....	الفرع الثاني: تأثير سياسات التمويل على الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الصناعة
400.....	الفرع الثالث: تأثير سياسات التمويل على الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الأشغال العمومية
400.....	الفرع الرابع: تأثير سياسات التمويل على الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الخدمات
401.....	الفرع الخامس: تأثير سياسات التمويل على الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الاستخراج

403.....	المطلب السادس: أهم محددات الهيكل المالي للمؤسسات
403	الفرع الأول: تأثير الحجم في اختيار الهيكل المالي
404.....	الفرع الثاني: تأثير هيكل الأصول (حجم الضمانات)
405.....	الفرع الثالث: أثر الوكالة
406	الفرع الرابع: أثر تكلفة الإفلاس
408.....	خلاصة الفصل السادس

الخاتمة

قائمة المراجع

قائمة الأشكال

قائمة الجداول

المقدمة

أولاً: طبيعة المشكلة

تكتسب مسألة تمويل المؤسسات أهمية كبيرة في مختلف الدراسات المهمة بالتسيير وذلك نظراً للأهمية البالغة لهذا العنصر الحيوي من أجل استمرار المؤسسة وقدرتها على المنافسة ومواجهة تهديدات المحيط الذي أصبح يتسم بمزيد من العدوانية وسرعة التغيير لذلك يسعى المسير دائماً إلى ضمان التمويل اللازم، من خلال تحديد المزيج التمويلي الأمثل الذي يحقق الأهداف المسطرة.

إن عملية اختيار التمويل الأمثل تستوجب تحديد الخيارات المتاحة والتي يمكن تحديدها في اتجاهين: الاتجاه الأول يتمثل في اقتصاد المديونية وهو الاقتصاد القائم على التمويل البنكي وذلك من خلال القروض التي تمنحها أين تحتل البنوك دوراً كبيراً في اقتصاديات المديونية، أما الاتجاه الآخر فهو اقتصاد الأسواق المالية من خلال العديد من مصادر التمويل المتاحة في هذا النوع من الاقتصاديات، فعملية اختيار المزيج التمويلي تشكل ما يسمى بالهيكل المالي.

وبالتالي إن تنوع مصادر التمويل تتنوع معه تكلفة وشروط كل مصدر مما يضع متخذ القرار أمام مسألة المفاضلة بين المصادر التمويلية المتاحة بطريقة تمكن من تحديد المزيج التمويلي الذي يحقق أهداف المؤسسة هذا المزيج يسمى بالهيكل المالي الأمثل، وفي الواقع يدور جدل بين العلماء والممارسين في حقل الإدارة المالية، ما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل من عدمه، وما إذا كان الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة أم لا، ويعتبر هذا الجدل المدخل الطبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، حيث يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن.

وقد تعددت النظريات الخاصة بالهيكل المالي، فظهرت مقاربات تقرر بوجود هيكل مالي أمثل بناءً على عدة فرضيات وتحليلات تصب كلها في خانة تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتخفيض تكلفة التمويل إلى حدها الأدنى، في المقابل تنفي العديد من الدراسات إمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل انطلاقاً كذلك من عدة فرضيات وتفسيرات للسلوكات التمويلية، دون التوصل إلى نظرية أو مقاربة تم الاتفاق عليها سواء بإمكانية تحقيق الهيكل الأمثل أو عدمها.

ومن أجل مواجهة مشكلة التمويل ولطبيعة النظام البنكي القائم فقد وجدت المؤسسات العمومية الجزائرية سهولة كبيرة في الحصول على القروض البنكية، كما سمحت السلطة للمؤسسات الحصول على قروض من البنوك الأجنبية العامة منها والخاصة، هذه السياسة أدت إلى تقاوم المديونية الخارجية منها والداخلية، ومما زاد في تعقيد الأمر لجوء السلطات العمومية إلى إقحام الخزينة في التمويل كلما عانى النظام البنكي من حالات العجز، رغم من كل هذا الدعم عجزت المؤسسات الجزائرية عن الخروج من أزمتها المالية وتسديد ما عليها من قروض نظراً للعديد من المشاكل كتراكم فوائد القروض، وعدم العقلانية في تسيير الموارد المالية، سياسة التخطيط المركزي التي فرضت على المؤسسات توجيه الموارد إلى استثمارات ليست في حاجة إليها أو لا تتماشى مع إستراتيجيتها.

لذلك وسعيا من السلطات تنويع وتطوير طرق تمويل الاقتصاد والمؤسسة قامت بفتح بورصة الجزائر سنة 1998، كمصدر مساعد للنظام البنكي في التمويل وخطوة نحو تخلي الدولة عن التدخل الكبير في الاقتصاد، إلا أن هذه السوق المالية لم تحقق لغاية الآن الهدف الذي أنشئت من أجله وذلك رغم المجهودات المبذولة لإنعاشها، حيث يستمر تدخل الدولة بواسطة الخزينة العمومية في تمويل ودعم المؤسسات.

تبعاً لما سبق تبرز معالم المشكلة التي نعمل على معالجتها من خلال طرح الإشكالية التالية:

ما هي السياسات التمويلية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية؟، وكيف تؤثر هذه السياسات على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؟.

بغية الإجابة عن هذا التساؤل سوف نقوم بطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- 1- ماهي أنواع السياسات التمويلية المتاحة للمؤسسات الاقتصادية لتمويل نشاطها.
- 2- هل يمكن للمؤسسة الاقتصادية أن تحقق هيكل مالي أمثل أم لا.
- 3- كيف تؤثر السياسة التمويلية على الهيكل المالي للمؤسسة.
- 4- ماهي المحددات والعوامل التي تتحكم في اختيار الهيكل المالي الأمثل.
- 5- ماهي أهم محددات سياسات تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

ثانياً: فرضيات البحث

بغية الإجابة عن إشكالية البحث وعلى ضوء العرض والأسئلة الفرعية فإنه تم صياغة الفرضيات التالية:

- 1- توجد سياسة تمويلية بإمكانها تحقيق تمويل شامل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بما يحقق هيكل مالي أمثل.
- 2- تؤثر السياسة التمويلية المعتمدة على الهيكل المالي من خلال تحسين أو الإخلال بأمثلية الهيكل المالي.
- 3- النظام المالي في الجزائر القائم على النظام البنكي، يؤدي إلى سيطرة الديون على الأموال الخاصة في تكوين هيكلها المالي.

ثالثاً: أهداف البحث

نحاول من خلال هذا البحث تحقيق جملة من الأهداف نلخصها في:

- 1- تفسير مختلف سياسات تمويل المؤسسات الاقتصادية وتحليل سلوكها التمويلي من خلال تحديد أهم المعايير المحددة لهياكلها التمويلية.
- 2- محاولة تحديد المعايير العامة لسياسات التمويل التي يمكن أن تعتمد عليها المؤسسات الاقتصادية من أجل تحسين أدائها.
- 3- محاولة استخلاص معايير يمكن أن تمثل حجر الأساس يمكن الاعتماد عليها تهدف إلى تطوير ونمو المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.
- 4- محاولة تقديم نظرة عن الحالة المالية للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية والإشارة لانعكاسات دخولها السوق المالية.

رابعاً: أهمية البحث

تتمثل أهمية الموضوع في:

إظهار مدى أهمية اختيار السياسات التمويلية المثلى من أجل السير الحسن لنشاط المؤسسة الاقتصادية، وكذلك إبراز الطرق المهمة لأي مسير مالي من أجل الاستغلال الجيد للموارد المالية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية، نظراً لصعوبة الحصول على مصادر التمويل المناسبة، وخصوصاً في ظل تزايد حدة المنافسة وسعي الأفراد لاستثمار أموالهم في أكثر المؤسسات نجاحاً، وكذلك في ظل الصعوبات التي أصبحت تفرضها البنوك لمنح القروض، مما يستدعي انتهاج السياسات التمويلية المثلى.

خامساً: دوافع اختيار البحث:

يرجع اختيارنا لموضوع البحث إلى العديد من الأسباب من أهمها:

- 1- المشاكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية على الرغم من الجهود المبذولة من طرف السلطات العمومية من أجل إخراجها حالات العجز المالي.
- 2- الاعتقاد الشخصي بأهمية موضوع سياسات تمويل المؤسسات نظراً لحدائته، كذلك للنقص الملحوظ في هذا المجال بالنسبة لحالة الجزائر.

سادساً: المنهج المستخدم

بغية الإجابة عن الإشكالية المطروحة، والتساؤلات الفرعية وتحليل مختلف أبعاد وجوانب الموضوع نقوم بإتباع المنهج الوصفي التحليلي المتوافق مع الدراسة النظرية، ومنهج دراسة الحالة، حيث نحاول قياس مدى تأثير التغيير في سياسات تمويل المؤسسات الجزائرية على أمثلية الهيكل التمويلي وذلك من خلال جملة من المتغيرات المتمثلة في: حجم المؤسسة، المردودية، مستوى الضمانات، نمو المؤسسة وطبيعة القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة.

سابعاً: الدراسات السابقة

لقد تناولت بعض الدراسات موضوع سياسات التمويل والهيكل التمويلي للمؤسسات، حيث تناولت بعض الجوانب من هذا الموضوع وتوصلت إلى نتائج معينة وذلك حسب خصوصية كل دراسة وطبيعة مشكلة التمويل، ومن بين أهم هذه الدراسات نذكر:

- 1- دراسة العايب ياسين (2011): إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجزائر.

تناول الباحث إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية مع التركيز على المؤسسات الصغيرة، من خلال دراسة لمحددات التمويل في المؤسسة، وطرق وأساليب تمويل المؤسسة الجزائرية، مع تحديد أسباب التدرج في تمويل المؤسسات الاقتصادية وقد توصل الباحث إلى عدة نتائج: أن أسس تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات لا تطبق على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك للاعتبارات المرتبطة بهذا النوع من المؤسسات، وخاصة صغر الحجم الذي لا يوفر الضمانات للبنوك.

2- دراسة رفاع توفيق (2001): محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة دراسة حالة فندق الأوراسي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، الجزائر.

كان هدف الدراسة الخروج بمعايير عامة تمكن من تحقيق هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة حيث حاول الباحث مناقشة طرق تمويل الاقتصاد وطرق تمويل المؤسسة من أجل تحديد تأثيرها على تحقيق هيكل تمويلي أمثل وقد خلص الباحث إلى أن هيكل التمويل الأمثل يتمثل في الهيكل الذي يحقق أعلى مردودية وأقل المخاطر (مثلا الإفلاس)، كذلك تتيح عملية الدخول في البورصة لكل من المؤسسة و المساهمين الاستفادة من مزايا للتسعير من حيث الشهرة و التمويل، و لكن في نفس الوقت تعرضهم لمخاطر إضافية مقارنة بالمؤسسات الكبيرة المسعرة (مثلا خطر فقدان السيطرة على المؤسسة و تعرض لتقلبات السوق) بالإضافة إلى تحمل تكاليف مالية معتبرة و مراقبة صارمة من لجنة البورصة.

3- دراسة يوسف قريشي (2005): سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر - دراسة ميدانية -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.

وقد خاض الباحث في تحليل السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وذلك من خلال دراسة عينة لمجموعة من المؤسسات بالجنوب الجزائري محاولا تحديد المعايير التي تحكم الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وقد توصل الباحث إلى تحديد مجموعة من المعايير التي تحكم سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر متمثلة في: حجم المؤسسة، مردودية المؤسسة، مستوى الضمانات، معدل نمو المؤسسة وطبيعة القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة.

ثامنا: هيكل البحث

تم تقسيم البحث كما يلي:

- المقدمة.

- الفصل الأول: المؤسسة والمحيط والمالي: يدرس هذا الفصل الإستراتيجية المالية للمؤسسة بالإضافة إلى مختلف مكونات المحيط المالي للمؤسسة سواء المحيط الوطني أو المحيط العالمي.

- الفصل الثاني: سياسات تمويل المؤسسة: يتناول هذا الفصل بالدراسة لمفهوم سياسة التمويل، سياسة التمويل الذاتي، سياسة التمويل الخارجي الخاص، وفي الأخير سياسة الاستدانة.

- الفصل الثالث: الهيكل المالي للمؤسسة: يتعمق هذا الفصل في الدراسات والنظريات الخاصة بالهيكل المالي للمؤسسة من خلال دراسة لمدخل الهيكل المالي، النموذج الكلاسيكي للهيكل المالي، مدخل موديقلياني وميللر، والنظريات الحديثة للهيكل المالي.

- الفصل الرابع: محددات الهيكل المالي: وهو يدرس مختلف العناصر التي تتحكم بقرار التمويل في المؤسسة ولقد حاولنا تلخيصها في: تعظيم القيمة السوقية كمحدد للهيكل المالي للمؤسسة، المحددات المتعلقة بالمؤسسة، دور المحيط المالي في اتخاذ وسيلة التمويل، العوامل المؤثرة على سياسة تمويل المؤسسة.

- الفصل الخامس: سياسات تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية: من خلال دراسة لمفهوم المؤسسة ومراحل تطور المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، وطرق التمويل المعتمد عليها في تمويلها، بالإضافة إلى دراسة لأهم مميزات النظام المالي الجزائري باعتباره محدد هام لمصادر تمويل المؤسسة الجزائرية.

- الفصل الخامس: دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية: لمحاولة تقريب الدراسات النظرية من واقع المؤسسة الجزائرية فقد قمنا بدراسة حالة 10 مؤسسات جزائرية قامت بعمليات إصدار على مستوى بورصة الجزائر وذلك خلال الفترة 2010-2013 ب: تحديد سياسات تمويل المؤسسات، دراسة الهيكل المالي

للمؤسسات

- الخاتمة.

الفصل الأول

المؤسسة والمحيط المالي

تمهيد:

إن المؤسسة الاقتصادية نظام مفتوح تتأثر وتتوثر بالمحيط من خلال مختلف مكوناته، ومن أهم هذه المكونات: المحيط المالي الذي يؤثر على المؤسسة وبالتالي فإنه من المبادئ الأساسية لإعداد استراتيجية المؤسسة المالية التشخيص المعمق لهذا المحيط، وتحديد أهم مكوناته من أجل تحديد أهم الفرص التي يتيحها المحيط واستغلالها بشكل أمثل هذا من جهة، ومن جهة أخرى تحديد أهم التهديدات التي تؤثر سلباً على المؤسسة ومحاولة تفاديها أو التقليل من تأثيرها.

إن التطور التكنولوجي وخاصة في مجال تكنولوجيات الإعلام والاتصال، أدى إلى سرعة انتقال المعلومات من مكان لآخر، وبالتالي أصبحت المؤسسات تنشط في محيط دائم التغير والتطور، الأمر الذي جعل تأثيرات هذا المحيط تكون كبيرة على المؤسسات الاقتصادية، هذا التطور لم يستثنى الوسائل والأدوات المالية ذات العلاقة المباشر بالنشاط المالي للمؤسسة بما فيها وظيفة التمويل، التي تتأثر بشكل كبير بتغيرات وتطورات المحيط المالي.

وعليه فإن هذا الفصل يبحث في تحديد مختلف أهم مكونات المحيط المالي للمؤسسة الاقتصادية وتأثير مكوناته على المؤسسة ككل ووظائف المؤسسة المالية من خلال تحديد أهم إيجابيات وسلبيات مكونات المحيط المالي للمؤسسة.

المبحث الأول: الاستراتيجية المالية للمؤسسة

من مقومات التسيير الحديث للمؤسسة الاقتصادية التسيير الاستراتيجي الذي يعمل على تحقيق الأهداف الطويلة المدى، وذلك من خلال اعتماد استراتيجية تناسب وضعية المؤسسة داخليا وخارجيا تأخذ بعين الاعتبار نقاط القوة والضعف من جهة ومن جهة أخرى الفرص والتهديدات.

المطلب الأول: مفهوم الاستراتيجية المالية

إن الإستراتيجية المالية تحاول وضع الخطوط العريضة للتسيير المالي للمؤسسة في المدى الطويل من خلال تحديد لأهداف المؤسسة الإستراتيجية وتعبئة الموارد المالية اللازمة لتحقيق هذه الأهداف.

الفرع الأول: مفهوم إستراتيجية المؤسسة

تعد الإستراتيجية من مهام ووظائف الإدارة العليا للمؤسسة، فهي تخص مجمل وظائف المؤسسة وتتولى بالأساس القرارات الطويلة الأجل التي تهدف إلى التأقلم مع متغيرات المحيط وضمان استمرارية المؤسسة في النشاط حيث يمكن تعريف إستراتيجية المؤسسة: " هي عملية تحديد أهداف المؤسسة في المدى الطويل، من خلال تشخيص خارجي لمحيط المؤسسة من جهة وتشخيص داخلي لوظائف المؤسسة من جهة أخرى، من أجل تحديد فرص وتهديدات المحيط، نقاط قوة وضعف المؤسسة، والتخصيص الأمثل لموارد المؤسسة من أجل تحقيق ميزة تنافسية واحتلال حصة سوقية مهمة".¹

الفرع الثاني: تعريف الاستراتيجية المالية

يمكن تعريف الإستراتيجية المالية للمؤسسة أنها: " مجموعة القرارات المالية الطويلة المدى التي يتم اتخاذها من طرف الإدارة العليا للمؤسسة، حيث تهدف هذه القرارات إلى ضمان تحقيق سيولة المؤسسة في المدى الطويل وتعظيم مرد وديتها".²

الإستراتيجية المالية هي جزء من الإستراتيجية العامة للمؤسسة التي تسعى لضمان بقاء واستمرارية المؤسسة في القطاع الذي تنشط فيه، حيث تساعد الإستراتيجية المالية على تحقيق الميزة التنافسية للمؤسسة، التي يجب عليها السعي كذلك لتحقيق ميزة تنافسية مالية من خلال هذه الإستراتيجية المالية بما يساهم في تحسين أداء بقية وظائف المؤسسة الأخرى.³

إن إعداد الإستراتيجية المالية للمؤسسة يعد أمرا معقدا بالغ الصعوبة تتدخل فيه مجموعة من العوامل الداخلية والخارجية وشخصية متخذ القرار، لأن هذه القرارات سوف تمس بقاء المؤسسة وتطورها في المستقبل في ظل تغيرات المحيط الدائمة والتطورات التكنولوجية التي تفرض نوع من المرونة في اتخاذ القرارات الإستراتيجية حتى يمكنها أن تتأقلم مع متغيرات المحيط الداخلي والخارجي للمؤسسة، ومهما كانت الإستراتيجية المتبعة من طرف المؤسسة فإنه يستوجب أن تأخذ بعين الاعتبار المبدئين الأساسيين التاليين في مجال التسيير المالي:

¹ Frédéric Leroy, *Les stratégies de l'entreprise*, Dunod, Paris, 2001, P 07.

² Jean-Claude Coille, *Applications et cas de gestion financière*, Maxima, Paris, 1997, P 238.

³ Marc Ingham, *Management stratégique et compétitivité*, De Boeck, paris, 1995, P 460.

1- مبدأ السيولة: حيث يقع على عاتق الإدارة المالية في الأجل القصير توفير السيولة الكافية لوفاء المؤسسة بالتزاماتها في موعد استحقاقها لتخفيض المخاطر التي تواجهها المؤسسة و المحافظة على سمعتها الائتمانية.

2- مبدأ الربحية: في الأجل الطويل يجب على الإدارة المالية أن ترتب وتنظم استعمال موارد المؤسسة بحيث تمكنها من تعظيم أرباح المساهمين، على أن لا تقل هذه العائدات عن تلك التي يمكن تحقيقها في الاستثمارات البديلة في نفس ظروف المخاطرة، حيث يمثل العائد على الاستثمار مقياسا عاما لكفاءة المؤسسة في استغلال استثماراتها.

وهنا يمكن القول بأن تحقيق المبدئين السابقين يعتبر صعبا نوعا ما، فعند احتفاظ المؤسسة بسيولة كبيرة لمواجهة التزاماتها فإنه سوف تحافظ بالفعل على قدرة التسديد ولكن في المقابل يمكنها أن تضيع استثمار هذه السيولة في تحقيق فرص استثمارية متاحة ذات مردودية جيدة، أما عند استثمار السيولة في الاستثمارات الطويلة الأجل المربحة فإنه سوف تحقق ربحية ولكن في المدى الطويل حيث يمكن أن تعجز عن الوفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل، وهو ما سيؤثر على سمعتها الائتمانية.

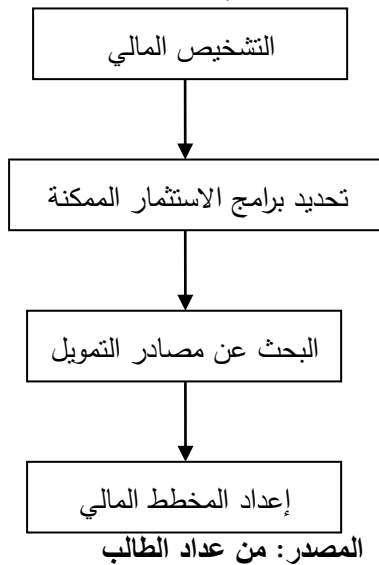
المطلب الثاني: إعداد الإستراتيجية المالية للمؤسسة

قد يسبق التشخيص المالي التشخيص الاستراتيجي لبقية الوظائف لتوفير المعلومات اللازمة حول الإمكانيات المالية للمؤسسة، فيمكن أن يتيح المحيط فرص جيدة لتطور المؤسسة وكسب حصص سوقية أكبر ولكنها قد تصطدم بعدم توفر السيولة المالية الكافية أو توفر السيولة الكافية ولكن وصول مواعيد تسديد الديون المترتبة على المؤسسة.

الفرع الأول: التشخيص المالي للمؤسسة

إن الإستراتيجية المالية يتم إعدادها على أساس الأهداف المطلوب تحقيقها عند صياغة الإستراتيجية العامة للمؤسسة، ويمكن تلخيص مراحل إعداد الاستراتيجية المالية في الشكل التالي:

الشكل (01): مراحل إعداد الإستراتيجية المالية للمؤسسة



تعتبر عملية التشخيص المالي مرحلة مهمة في صياغة الإستراتيجية المالية للمؤسسة من حيث أنها توفر معلومات هامة لمتخذ القرار والتي بواسطتها سوف يتم تحديد المعالم الإستراتيجية للمؤسسة.

يعرف التشخيص المالي بأنه: "دراسة وتحليل الوضعية المالية للمؤسسة من خلال إتباع مجموعة من الطرق، وذلك بهدف إبراز نقاط قوة وضعف المؤسسة من الناحية المالية".¹

فالتشخيص المالي يساعد المسير على اتخاذ قرارات التسيير الإستراتيجية الملائمة والتقييم الجيد للمؤسسة حيث ينصب على تقييم الوضعية المالية الماضية والحالية وذلك بهدف التشخيص الكامل للسياسة المالية المتبعة من طرف المؤسسة في السنوات المالية الأخيرة وبالتالي فهو وسيلة أساسية للمؤسسة وذلك للتداول مع محيطها ماليا.²

ومن وجهة نظر إستراتيجية يهدف التشخيص المالي إلى تحديد الهوامش التي قد تمكن المؤسسة من النمو والتطور وكسب حصة سوقية مهمة، وهو أشمل من التحليل المالي من حيث طرق التحليل التي تقوم على معلومات مالية ومحاسبية واقتصادية ويدمج في منهجية التحليل معطيات ومعلومات اقتصادية، اجتماعية، سياسية، والتي بإمكانها التأثير على نشاط المؤسسة وتطورها في المستقبل.³

حيث يجب أن يحدد التشخيص المالي:⁴

- الكفاءة الاقتصادية للمؤسسة في استغلال الموارد المالية المتاحة وقدرتها على إنشاء القيمة المضافة وتحقيق الأرباح وهو ما يسمى كذلك بالمردودية.

- كفاية مصادر التمويل المستعملة من طرف المؤسسة، وضمان تحقيق التوازنات المالية وعدم وجود اختلالات في الهيكل المالي للمؤسسة.

- قدرة المؤسسة على تحقيق تدفقات نقدية وضمان سيولة كافية في الأجل القصير والمتوسط الأجل.

وعليه فالتشخيص المالي يعتبر تحليلا شاملا وتقييما لفترة زمنية معينة من نشاط المؤسسة، باستعمال أدوات ووسائل تتناسب مع طبيعة الأهداف المراد تحقيقها، مرتكزا على توظيف وسائل خاصة انطلاقا من القوائم المالية، وتعتبر مرحلة التشخيص المالي مرحلة جد هامة في بناء الإستراتيجية المالية للمؤسسة لأنها سوف تقف على جوانب الضعف من أجل تجاوزها وجوانب القوة وتدعيمها بما يوفر معلومات ومعطيات هامة لمتخذ القرار لبناء برامج الاستثمار، وصياغة إستراتيجية مناسبة للمؤسسة.

إن نتائج التشخيص المالي ولكي تكون ذات معنى وذات فائدة للمشخص المالي يجب أن تحلل من خلال ثلاث طرق متاحة، حيث يمكن استعمال أحد هذه الطرق أو كلها حسب وضعية المؤسسة وتتمثل هذه الطرق في:

1- المقارنة بين السنوات: يقوم المشخص بتحليل الوضعيات المالية للمؤسسة لعدة سنوات سابقة على الأقل

03 سنوات، ويكتسي هذا الجانب أهميته من أنه يمكن من:

* معرفة مدى تطور المؤسسة من الناحية المالية.

¹ Akim.A Tairou, **Analyse et décisions financières**, L'Harmattan, Paris, 2007, P 07.

² Depallens G, **La gestion financière de l'entreprise**, Serey, Paris, 1990, P 17.

³ Vincent Plauchu et Autres, **Méthodologie du diagnostic d'entreprise**, L'Harmattan, Paris 2008, P 222.

⁴Ibidem, P 222.

* التطورات التكنولوجية، الطفرات السوقية، سياسات التخصص، تعتبر من الأحداث المهمة في حياة المؤسسة التي تغير رأسا هيكل حسابات المؤسسة.

2- **المقارنة مع المؤسسات الأخرى:** تسمح المقارنة مع المؤسسات الأخرى بمعرفة أداء المؤسسة ووضعها المالي مقارنة مع المؤسسات الأخرى التي تنشط في نفس القطاع، وهو ما يؤدي إلى تحديد نقاط قوة وضعف المؤسسة مع هذه المؤسسات بما يسمح باتخاذ الإجراءات لتعديل مكانة ووضعية المؤسسة وتحسين أدائها المالي.

3- **التشخيص المعياري:** مع تطور تسيير المؤسسات وتوزيع هذه المؤسسات في قطاعات اقتصادية مختلفة وظهر مكاتب الاستشارات المالية والاقتصادية، أدى ذلك إلى ظهور نوع من المؤشرات المالية والاقتصادية التي اكتسبت نوع من الإجماع عليها الخاصة بكل قطاع حيث أصبحت تشكل هذه المؤشرات معلومات مرجعية يتم الاستناد عليها في عملية الحكم وإعطاء الرأي حول الوضعية المالية للمؤسسات الاقتصادية حسب نوع نشاط كل مؤسسة والقطاع الذي تنتمي إليه هذه المؤسسة.¹

الفرع الثاني: مراحل التشخيص المالي

يمكن إيجاز مراحل التشخيص المالي للمؤسسة في:

أولاً: مرحلة تحديد أهداف التشخيص: وتنقسم أهداف التشخيص إلى قسمين الهدف الأول قصير الأجل مثل التمويل القصر الأجل شراء سندات قصيرة الأجل، أما الهدف الثاني الطويل الأجل مثل حيازة استثمارات، شراء مؤسسة أخرى، طرح أسهم أو سندات طويلة الأجل، الاقتراض الطويل والمتوسط الأجل... إلخ وكلا الهدفين ينصبان في تحقيق الهدف الأساسي للمؤسسة المتمثل في تعظيم ثروة المساهمين في المؤسسة وتعظيم قيمة المؤسسة في السوق.

ثانياً: مرحلة التحليل المالي للمؤسسة: وذلك من خلال استعمال طرق التحليل المالي والتمثلة أساساً في الطرق التالية:

أ- **تحليل الميزانية (تحليل التوازنات المالية):** يعد التوازن المالي من المؤشرات الهامة لتقييم الوضع المالي للمؤسسة، ويعرف التوازن المالي بأنه الحالة التي يظل معها رصيد النقدية في كل لحظة موجبا بعد سداد كافة الديون القصيرة الأجل، هذا من ناحية ومن ناحية أخرى يمثل التوازن المالي في لحظة معينة التوازن بين الأصول الثابتة والأموال الدائمة، التي تسمح بالاحتفاظ به عبر الفترة المالية، يستوجب ذلك التعادل بين المدفوعات والمتحصلات أي استخدامات الأموال ومصادرها.²

ب- **تحليل نتائج المؤسسة:** يكون تحليل نتائج المؤسسة من خلال حسابات النتائج يضم مجموعة من المعطيات المالية حيث يبين فيه مختلف الأرباح التي تحققها المؤسسة ومختلف المصاريف التي تتحملها ممثلة بالنواتج والتكاليف حيث يسمح بفهم مختلف مراحل تكون نتيجة المؤسسة.³

¹ Nacer-Edine Sadi, *Analyse Financière d'entreprise*, L'Harmattan, Paris, 2009, P P 89, 90.

² السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، درا المريخ، الرياض، 2000، ص 255.

³ Jean Louis Amelon, *L'essentiel à Connaître en Gestion Financière*, Maxima, Paris, 2002, p 53.

فحساب النتائج يوضح مختلف التدفقات الداخلة والخارجة، فالتدفقات الخارجة هي مختلف التكاليف التي تتحملها المؤسسة خلال مراحل نشاطها مثل شراء المخزونات، دفع مصاريف العمال، المصاريف المالية، وفي المقابل هناك التدفقات النقدية الناتجة عن بيع منتجات المؤسسة ومختلف التدفقات الأخرى الداخلة إلى المؤسسة، والتي تسمح هذه التدفقات باستمرار نشاط المؤسسة وفي ظروف ملائمة.

وقد عرف النظام المحاسبي المالي الصادر في 26 جويلية 2008 الذي يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوفات المالية وعرضها ومدونة الحسابات وقواعد سيرها: " حساب النتائج هو بيان ملخص للأعباء والمنتجات المنجزة من الكيان خلال السنة المالية ولا يأخذ في الحسبان تاريخ التحصيل أو تاريخ السحب ويبرز بالتمييز النتيجة الصافية للسنة المالية الربح/الكسب أو الخسارة"، وذلك من خلال الفرق بين حسابات المجموعة السابعة (النواتج) وحسابات المجموعة السادسة (المصاريف).

ج- تحليل التدفقات المالية: ويتم هذا التحليل من خلال تحليل تدفقات الموارد والاستخدامات (جدول التمويل)، وجدول تدفقات الخزينة.

1- تحليل تدفقات الموارد والاستخدامات: يتم تحليل تدفقات الموارد والاستخدامات بواسطة جدول التمويل الذي يبين ويوضح مجموع الاستخدامات التي قامت بها المؤسسة خلال السنة المالية والموارد المالية التي تم استعمالها لتغطية هذه الاستخدامات، والتي يمكن أن تؤثر هذه الموارد على الذمة المالية للمؤسسة.²

يوضح جدول التمويل الاحتياجات الناشئة خلال الدورة، الموارد المالية التي استعملت لتغطية هذه الاحتياجات، وأيضا التأثيرات المختلفة النهائية على خزينة المؤسسة، حيث يستعمل لتوضيح حالة التوازنات المالية للمؤسسة انطلاقا من رأس المال العامل الإجمالي، احتياجات رأس المال العامل، الخزينة، فجدول التمويل يعطي معلومات مهمة غير موجودة في الميزانية أو حسابات النتائج، وذلك من أنه يظهر الآثار المترتبة عن قيام المؤسسة بنشاطها المالي وعملياتها في ميزانيتها عن طريق الزيادة أو النقصان في العناصر المختلفة للأصول والخصوم، حيث يمكن ملاحظة هذه التغيرات بواسطة مقارنة الميزانيات مع بعضها لعدة سنوات، وهذه الملاحظة تقدم كم مهم من المعلومات التي تكتسب قيمة كبيرة عن استخلاص الرأي فيما يتعلق بتطور المؤسسة وتقدمها.

2- تحليل تدفقات الخزينة: تتعرض هذه التدفقات لدراسة تغيرات الخزينة، من مقبوضات ومدفوعات نقدية، وتعتمد في ذلك على تحليل حساب النقدية، ومختلف أنواع التدفقات المولدة للنتائج، وتلك المتعلقة بالموارد والاستخدامات هذه التدفقات تجمع في جدول تدفقات الخزينة الذي من خلاله يمكن تقييم الفائض النقدي وتفسير التغيرات التي حدثت على حساب النقدية، حيث يترجم جدول تدفقات الخزينة حياة المؤسسة في شكل تدفقات ويحدد مساهمة كل وظيفة في التغير الإجمالي للخزينة، وبالتالي يمكن الاعتماد عليه في التحليل الديناميكي لإعطاء صورة أكبر موضوعية عن تطور منحى النشاط واعتباره أداة تسيير فعالة للمؤسسة، حيث يتم تحليل تدفقات الخزينة بواسطة جدول تدفقات الخزينة الذي يوضح مختلف التدفقات الداخلة والخارجة من وإلى الخزينة،

² Simon Parienté, *Analyse financière et évaluation de l'entreprise*, 2^e édition, Pearson éducation, paris, 2009, P 54.

النتيجة من نشاط المؤسسة الاستغلالي، وحركات الذمة المالية للمؤسسة، حيث يخص هذا الجدول عددا معيناً من السنوات 4 أو 5 سنوات متتالية، فإذا كان جود التمويل يبين تغيرات هيكل التمويل خلال السنة فإن جدول التدفقات الخزينة يوضح أسباب هذه التغيرات.¹

إن عملية التحليل من خلال الخزينة تكتسي أهمية كبيرة لأنها تمكن المسير المالي من معرفة:

- تحليل جيد لسيولة المؤسسة وبالتالي قدرة المؤسسة الائتمانية.
- الفهم الجيد للمعلومات الخاصة بالمقبوضات والمدفوعات.
- تسهيل عملية التخطيط المالي وإعداد جدول التمويل وذلك من خلال معرفة مختلف التدفقات الداخلة والخارجة.
- تقييم سياسات عمل مختلف وظائف المؤسسة: التفريق بين التدفقات على شكل وظائف يسمح بالمعرفة الجيدة لسياسة عمل كل وظيفة (الاستثمار، الاستغلال، التمويل).

ثالثاً: تحديد التساؤلات الرئيسية: وفي هذه المرحلة يتم طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية والتي سوف تضع المؤسسة على منحى معين وتحليل أكثر لأهداف المؤسسة المحددة في مرحلة سابقة من أجل تبسيط أكثر لأهداف المؤسسة في المديين القصير والطويل الأجل كما يلي:

- **القصير الأجل:** يتم طرح مجموعة من الأسئلة الخاصة بأهداف المؤسسة في المدى القصير مثل: ما هي المردودية المتوقعة في الأجل القصير؟، ما مدى السيولة الممكن تحقيقها؟، كيف يمكن تسديد التزامات المؤسسة في المدى القصير؟،

- **الطويل الأجل:** هل يمكن تحقيق مردودية جيدة في الأجل الطويل؟، ما هي معدلات النمو المتوقعة؟، ما هي المخاطر الاقتصادية والمالية المتوقعة؟، ما هي درجة مخاطر القروض؟ ما هو عائد السهم المتوقع؟.

رابعاً: تكوين الفرضيات: بعد طرح مجموعة التساؤلات الرئيسة فإنه سوف يتم الإجابة على هذه التساؤلات وذلك بطرح مجموعة من الفرضيات التي تعتبر بمثابة إجابة أولية على التساؤلات التي تم طرحها في المرحلة السابقة حيث يتم طرح فرضيات للأسئلة المتعلقة بالمدى القصير والطويل الأجل، حيث يتم صياغة فرضيات خاصة ب: التدفقات النقدية المتوقعة، معدل النمو، المردودية، تطور الهيكل المالي، درجة المخاطر الاقتصادية والمالية، قدرة التمويل الذاتي...إلخ.

خامساً: إعداد التقرير: على ضوء المراحل السابقة وبناء على المعلومات المستخرجة يتم إعداد تقرير شامل يمثل نتيجة عملية التشخيص المالي للمؤسسة، يبين فيه مختلف نقاط قوة وضعف المؤسسة من الناحية المالية وكفاءة السياسات المالية المنتهجة من طرف المؤسسة ودرجة تأقلم المؤسسة مع محيطها حيث يشكل هذا التقرير مصدراً مهماً للمعلومات التي يتم الاستناد عليها بدرجة كبيرة في صياغة الإستراتيجية المالية للمؤسسة والإستراتيجية العامة للمؤسسة.

¹ Josette Peyrard, *Analyse Financière*, 8^e édition, Vuibert, Paris, 1999, P 165.

الفرع الثالث: إعداد سياسة الاستثمار: بعد مرحلة التشخيص المالي وتحديد إمكانياتها المالية، وتحديد الأهداف التي سوف تحاول المؤسسة تحقيقها في الأجلين الطويل والقصير، لا بد من حيازة مجموعة من الاستثمارات ذات المردودية المرتفعة، إن السياسة الاستثمارية في المؤسسة تشير إلى اختبار صلاحية وكفاءة المشروعات المختارة من ناحية وإلى القياس النسبي لما تحققه هذه المشروعات من عوائد ومنافع من ناحية أخرى.

أولاً: تعريف الاستثمار: يمكن تعريف الاستثمار من ثلاث جهات نظر كما يلي:

- **التعريف المحاسبي:** لقد عرف النظام المحاسبي المالي الاستثمارات في المجموعة الثانية من حيث سماها: التثبيتات والتي قسمها إلى 03 أقسام:

* **التثبيت العيني (المادي):** هو أصل عيني يحوزه الكيان من أجل الإنتاج، وتقديم الخدمات، والإيجار، والاستعمال لأغراض مادية، والذي يفترض أن تستغرق مدة استعماله إلى ما يعد السنة المالية.

* **التثبيت المعنوي:** هو أصل قابل للتحديد غير نقدي وغير مادي مراقب ومستعمل في إطار أنشطته العادية والمقصود منه مثلاً المحلات التجارية المكتسبة، والعلامات، وبرامج المعلوماتية أو رخص الاستغلال الأخرى، والإعفاءات، ومصاريف تنمية حقل منجمي موجه للاستغلال التجاري.

* **تثبيتات مالية:** لقد حددها النظام المحاسبي في: سندات المساهمة والحسابات الدائنة الملحقة التي يعد امتلاكها الدائم مفيد لنشاط الكيان، السندات المثبتة لنشاط المحفظة الموجهة لكي توفر للكيان على المدى الطويل بقدر أو بأخر مردودية مرضية، السندات المثبتة الأخرى التي تمثل أقساط رأس أو توظيفات ذات أمد طويل التي يمكن للكيان الاحتفاظ بها حتى بلوغ أجل استحقاقها أو ينوي الاحتفاظ بها أو يتعين عليه ذلك، القروض والحسابات الدائنة التي أصدرها الكيان والتي لا ينوي أو يسعه القيام ببيعها في الأجل القصير، الحسابات الدائنة لدى الزبائن وغيرها من الحسابات الدائنة للاستغلال لأكثر من اثني عشر شهراً أو القروض التي تزيد عن اثني عشر شهراً والمقدمة للأطراف الأخرى.

فالاستثمار حسب المفهوم المحاسبي يتمثل في حسابات المجموعة الثانية من جهة الأصول في ميزانية المؤسسة التي تشكل كل مورد يراقبه الكيان بسبب أحداث وقعت وترقب منه جني منافع اقتصادية مستقبلية.

- **التعريف الاقتصادي:** الاستثمار حسب المفهوم الاقتصادي هو: "التضحية بالموارد التي يستخدمها في الحاضر، على أمل الحصول في المستقبل على إيرادات، أو فوائد خلال فترة زمنية معينة حيث أن العائد الكلي يكون أكبر من النفقات الأولية للاستثمار".¹

- **التعريف المالي:** يعرف الاستثمار من المنظور المالي على أنه: "كل النفقات التي تولد مداخلاً جديدة على المدى الطويل، والممول يعرفه كعمل طويل يتطلب تمويل طويل المدى، أو ما يسمى بالأصول الدائمة (الأصول الثابتة + الديون المتوسطة وطويلة الأجل)".²

ثانياً قرار: الاستثمار: يعتبر قرار الاستثمار من أهم وأصعب القرارات التي تتخذها الإدارة المالية في المؤسسة فعلية مبادلة منفعة حالية مؤكدة مقابل منافع مستقبلية قراراً ذو درجة من المخاطر، فالأمل شيء وتحققه شيء

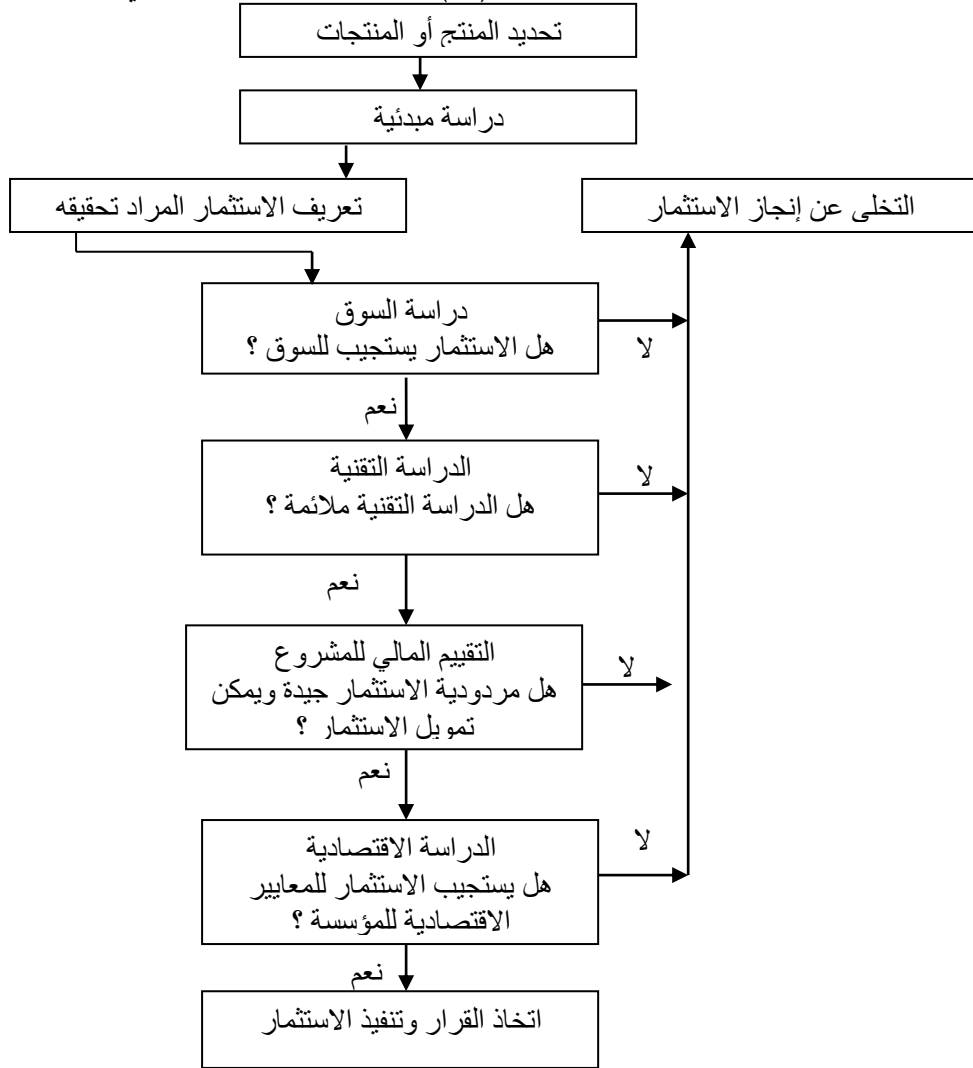
¹ Abdellah Boughaba, **Analyse et évaluation de projets**, Berti, Paris, 1999, P 07.

² Abdellah Boughaba, OP-CIT, P 07.

آخر فالكثير من العناصر تجعل من التوقعات التي تم الانطلاق منها لاتخاذ قرار الاستثمار توقعات مضللة فأي خطأ في تقدير حركة السوق وقوة المنافسة ونوعية المنتجات المراد إنجازها قد يحول النجاح إلى فشل وكثيرا ما تقع المؤسسات في مثل هذه المشاكل وذلك نظرا لطبيعة المحيط الذي يتميز بالتغير الدائم والمستمر.

ثالثا: **صيورة اتخاذ قرار الاستثمار:** اتخاذ قرار اختيار الاستثمار يمر بمجموعة من المراحل كما يلي:

الشكل (02): مسار اتخاذ القرار الاستثماري



Source : Franck-Olivier Meye, Evaluation de la rentabilité des projets d'investissements, L'Harmattan, paris, 2007, P 46.

الفرع الرابع: إعداد سياسة التمويل: بعد اختيار الاستثمارات ذات المردودية الجيدة والتي سوف يتم توظيفها لتحقيق إستراتيجية المؤسسة، يجب البحث عن مصادر لتمويل هذه الاستثمارات، حيث أن عملية اختيار مصدر التمويل المناسب تعد عملية صعبة تتحكم فيها مجموعة من القيود الداخلية والخارجية، حيث تتاح أمام المؤسسة العديد من مصادر التمويل الطويلة، المتوسطة، القصيرة الأجل، وعملية اختيار مصدر التمويل تمر بالعديد من المراحل الخطوات وهو ما يسمى سياسة التمويل.

فسياسة التمويل في المؤسسة هي: "عملية البحث عن مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، بعد تحديد أهداف المؤسسة واحتياجات التمويل اللازمة الخاصة بالاستثمار والاستغلال، ثم المفاضلة بين المصادر

المتاحة، من أجل اختيار أحسنها، مع الأخذ بعين الاعتبار الشروط المالية التي يفرضها محيط المؤسسة ووضعها الداخلي، وتحديد مختلف تأثيرات مصدر التمويل خاصة رأس مالها الاقتصادي، التدفق النقدي، قوة التصويت، التوازن المالي".¹

إن حساب المردودية والتكلفة يعد المرجع الأساسي في عملية اختيار مصدر التمويل، وخاصة مردودية الأموال الخاصة، حيث يتم اختيار هيكل مالي معين من الأموال الخاصة والديون من أجل توظيفها بالشكل المناسب لتحقيق أهداف المؤسسة في ظل ظروف المخاطر المالية المرتبطة بمصادر التمويل.²

الفرع الخامس: إعداد مخطط التمويل

يعتبر كتجسيد للاستراتيجية المالية المصاغة من طرف المؤسسة، حيث يلخص مختلف المعلومات والبيانات التي تم استخلاصها خلال مختلف مراحل إعداد الاستراتيجية المالية للمؤسسة من خلال جدول يسمى بمخطط التمويل.

- يعرف مخطط التمويل بأنه: "التعبير الكمي لمختلف القرارات المالية المتخذة، حيث يوضح الطرق التي سوف تقوم المؤسسة بانتهاجها من أجل ضمان نمو المؤسسة في المدى الطويل وضمان التسيير الأمثل لموارد المؤسسة المالية في المدى الطويل".³

كما يعرف بأنه من أهم الجداول التقديرية للتسيير المالي للمؤسسة حيث يوضح هذا مختلف الاستخدامات التي سيتم تمويلها في المستقبل ومختلف مصادر الأموال التي سيتم بواسطتها تغطية هذه الاستخدامات، ويتم إعداد هذا المخطط لمدة تتراوح بين 03-05 سنوات.⁴

يعتبر التخطيط المالي الذي يتم على مستوى الوظيفة المالية للمؤسسة، قاعدة انطلاق لعملية التخطيط لباقي الوظائف الأخرى في المؤسسة، وذلك نظرا لارتباط جميع الوظائف الأخرى بالوظيفة المالية للمؤسسة، كما أن الوظيفة المالية أصبحت ملزمة بتوفير المعلومات الضرورية للتشخيص الإستراتيجي، وكثيرا ما تتحكم القيود المالية في الخيار الاستراتيجي، مما يجعلنا نقول إن التشخيص المالي غالبا ما يسبق التشخيص الإستراتيجي، خاصة إذا كانت المؤسسة في وضعية مالية صعبة، ويتم إعداد المخطط المالي للمؤسسة كما يلي:

1- تحليل المعطيات الموجودة: و التي تشمل المراحل السبعة التالية:

- التعريف بالاستثمارات الضرورية (ميزانية التقديرية للاستثمار).
- جمع المعلومات التقديرية عن النشاط.
- تحديد احتياجات تمويل الاستغلال المتعلقة بمستوى النشاط (أي اعتبار فقط التغيير الحاصل في احتياجات رأس المال العامل للاستغلال).
- تحديد طاقة التمويل الذاتي التقديري (بالاعتماد على جدول حسابات النتائج التقديرية).
- الأخذ بعين الاعتبار السياسة التقديرية لتوزيع الأرباح.

¹ Jérôme Maati, **Le gouvernement d'entreprise**, De Boeck, Bruxelles, 1999, P 60.

² Robert Houdyer, **Evaluation financière des projets**, Collection technique de gestion, Paris, 2006, P 39.

³ Pierre Conso, Farouk Hemici, **Gestion financière de l'entreprise**, Dunod, Paris, 2002, P 476.

⁴ Patrice Vizzavona, **Pratique de gestion (Analyse Prévisionnelle)**, Tome2, Berti, Tipasa, 1991, p 145.

- اعتبار مخطط الاهتلاك للديون الموجودة في السابق.

- حوصلة كل ذلك في مخطط التمويل الذي يكون غير متوازن، والتي تمكننا من تحديد الاحتياج العام للتمويل.

2- **البحث عن موارد جديدة:** وهي عملية البحث عن موارد أخرى للتمويل، مع الأخذ بعين الاعتبار أثر هذه التمويلات على الموارد و الاستخدامات، سواء تعلق الأمر بالتمويل بواسطة الأموال الخاصة (إعانات زيادة رأس المال، التمويل الذاتي، شبه الأموال الخاصة)، أو التمويل بالاستدانة (التمويل السندي أو الاقتراض البنكي).

3- **إحداث تغييرات على الاستخدامات:** في هذه المرحلة نعمل للبحث عن التوازن العام لمخطط التمويل، و هذا بالبحث عن تحسينات ممكنة عند استخداماته.

4- **محاولة تغطية نقص الظرفي في التمويلات:** و في هذه الحالة يمكن توقع تأجيل توزيع الأرباح أو بعض الاستثمارات أو اللجوء إلى قروض الخزينة لتغطية العجز في موارد التمويل.

يمكن تمثيل مخطط التمويل في الجدول:

الجدول(01): مخطط التمويل

السنة 5	السنة 4	السنة 3	السنة 2	السنة 1	مخطط التمويل
					الاستخدامات الاستثمارات الدائمة الاستثمارات المادية الاستثمارات غير المادية الاستثمارات المالية احتياجات رأس المال العامل ارتفاع الاحتياجات من رأس المال العامل. الاحتياجات المتعلقة بالتمويل تسديد الفوائد المتعلقة بالقروض وأصول القروض العوائد الموزعة على الشركاء
					مجموع الاستخدامات الدائمة A
					الموارد الدائمة الموارد الداخلية قدرة التمويل الذاتي التنازل عن الاستثمارات الموارد الخارجية رفع رأس المال الإعانات الخارجية القروض
					مجموع الموارد الدائمة B
					مدى تغطية الموارد للاستخدامات B-A
					الرصيد المتجمع للموارد الفائضة

Source : Charles Henri d'arcimoles, Jean Yves Saulquin, Finance appliquée, vuibert, Paris, 1995.

المبحث الثاني: المحيط المالي المحلي للمؤسسة

تعتبر المؤسسة نظام مفتوح تتأثر وتتوثر بالمحيط، فأى مؤسسة اقتصادية مهما كان نوعها لا يمكنها النشاط دون أن تأخذ بعين الاعتبار أحداث محيطها، حيث يتيح المحيط مجموعة من الفرص الواجب استغلالها كما قد يشكل مجموعة من التهديدات الواجب التعامل معها.

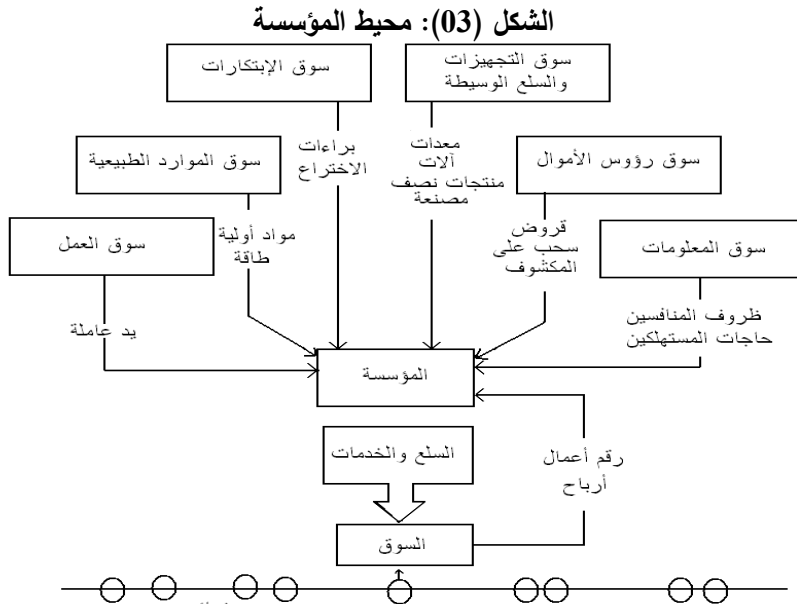
المطلب الأول: مفهوم المحيط المالي للمؤسسة

إن نجاح المؤسسة في تحقيق أهدافها مرهون بمدى قدرتها على مواكبة التغيرات الحاصلة والتكيف معها مما يضمن البقاء والنمو، خاصة في ظل مرحلة تتميز بعدم الاستقرار وانخفاض درجة التأكد، وتزايد تهديدات المحيط بدرجة كبيرة.

الفرع الأول: تعريف محيط المؤسسة:

"محيط المؤسسة هو في نفس الوقت مصدر للتمويل بالموارد ومنفذ للمنتجات ونوع من المصفوفة الاجتماعية والثقافية الاقتصادية... إلخ".¹

فالمؤسسة تعتبر عون اقتصادي مهمته الأساسية إنتاج سلع وخدمات موجهة للتسويق وتتطلب العملية الإنتاجية التوجه إلى المحيط بهدف الحصول على عوامل الإنتاج: اليد العاملة، المواد الأولية، الطاقة، تجهيزات الإنتاج، المعلومات، براءات الاختراع، الموارد المالية...، حيث تتفاعل هذه العوامل فيما بينها من أجل إنتاج منتجات سوف يتم تقديمها إلى المحيط فالمؤسسة تؤثر وتتأثر بالمحيط، ويمكننا تمثيل ذلك في الشكل التالي:



Source : Ahmed Sadou, Comptabilité générale, Berti, Alger, 2002, P 04.

إن محيط المؤسسة هو مجموعة من العناصر مع خصوصياتها بحيث هذه العناصر، لا تنتمي إلى المؤسسة ولكن أي تغير في حالتها يؤدي إلى تغيير في المؤسسة، فمحيط المؤسسة هو الوسط الذي تمارس فيه نشاطها اليومي، حيث يتكون من وحدات منفصلة و لكنها متداخلة تتفاوت درجة وعمق العلاقة مع المؤسسة

¹ محمد بوهزة، مداخلة بعنوان: المؤسسة وتحديات الألفية الثالثة، الملتقى الدولي حول تنافسية المؤسسة الاقتصادية وتحولات المحيط، جامعة بسكرة

بحسب كثافة التبادلات وأهميتها إن هذه التبادلات عبارة عن كل ما يمكن أن ينتقل من المحيط إلى المؤسسة، أو العكس من قيم مادية أو فكرية أو معلوماتية وهذا يعني أن المؤسسة عبارة عن نظام له مصالح يحققها مع محيطه ينتج من هذا التعامل ديناميكية تضمن الاستمرارية بالنسبة للمؤسسة وأن هذا المحيط يؤثر مباشرة في هذا النظام أنه مجموعة من العناصر مع خصوصياتها بحيث هذه العناصر، لا تنتمي إلى النظام، ولكن أي تغيير في حالتها يؤدي إلى تغيير في المؤسسة.

الفرع الثاني: تعريف المحيط المالي

يعرف على أنه: "هي مجموعة العناصر والمؤثرات المالية التي تحيط بالمؤسسة، تلعب هذه العناصر أدوار هامة في حياة المؤسسة، حيث قد تكون السبب في نموها وتطورها كما قد تكون من أسباب تدهورها وزوالها، من أهمها: الأسواق المالية، المؤسسات المصرفية التشريعات والقوانين، المؤشرات المالية، وسائل السداد والتعاملات المالية".¹

فالمؤسسة تسعى لتعظيم أرباحها من خلال تحقيق نتائج موجبة إلا أن هناك عوامل خارجية قد تتدخل وتؤثر بشكل سلبي على نتائج المؤسسة مثل ارتفاع أسعار الفائدة، التضخم، تغيرات أسعار الصرف، انهيار الأسواق المالية، الأزمات البنكية، كل هذه الاعتبارات يجب أخذها بعين الاعتبار من خلال تحديد أهم العوامل التي يمكن أن تؤثر على المؤسسة، ومحاولة التقليل والحد من آثارها المحتملة.

المطلب الثاني: المؤسسات المالية

تشكل البنوك والمؤسسات المصرفية أحد أهم الركائز في التنمية الاقتصادية للدول نظرا لدورها التمويلي من خلال وظيفة الوساطة المالية بين وحدات الفائض والعجز، والمؤسسة كعون اقتصادي تكون في معاملات دائمة مع البنوك وبالتالي فإن هذه المؤسسات لها دور وأثر مهم على المؤسسة.

الفرع الأول: تعريف البنك والقرض: يمكن تعريف البنك والقرض كما يلي:

أولاً: تعريف البنك: يعرف قانون النقد والقرض البنوك التجارية في المادة 114 على أنها أشخاص معنوية مهمتها العادية والرئيسية إجراء العمليات الموصوفة في المواد من 110 إلى 113 من هذا القانون.² وبالرجوع إلى هذه المواد نجد أن البنوك التجارية هي تلك المؤسسات التي تقوم بالعمليات التالية:

- جمع الودائع من الجمهور.
- منح القروض.

- توفير وسائل الدفع اللازمة ووضعها تحت تصرف الزبائن والسهل على إدارتها.

ثانياً: تعريف القرض: تشكل عملية قرض كل عمل لقاء عوض يضع بموجبه شخص ما أو يعد بوضع أموال تحت تصرف شخص آخر، أو يأخذ بموجبه ولمصلحة الشخص الآخر التزام بالتوقيع كالضمان الاحتياطي أو الكفالة أو الضمان.³

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل، عمان، 2006، ص 37.

² الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص 202.

³ المادة 112 من القانون رقم 90-10 الصادر في 14 أبريل 1990 المتعلق بقانون النقد والقرض، الجريدة الرسمية، العدد 16.

ويعرف القرض المصرفي على أنه: " عقد يتم بمقتضاه تزويد الأفراد، المؤسسات والمنشآت في المجتمع بالأموال اللازمة، على أن يتعهد المدين بسداد تلك الأموال في تواريخ محددة، وتدعم تلك العملية بتقديم مجموعة من الضمانات التي تكفل للبنك استرداد أمواله في حالة توقف العميل عن السداد بدون أية خسارة."¹

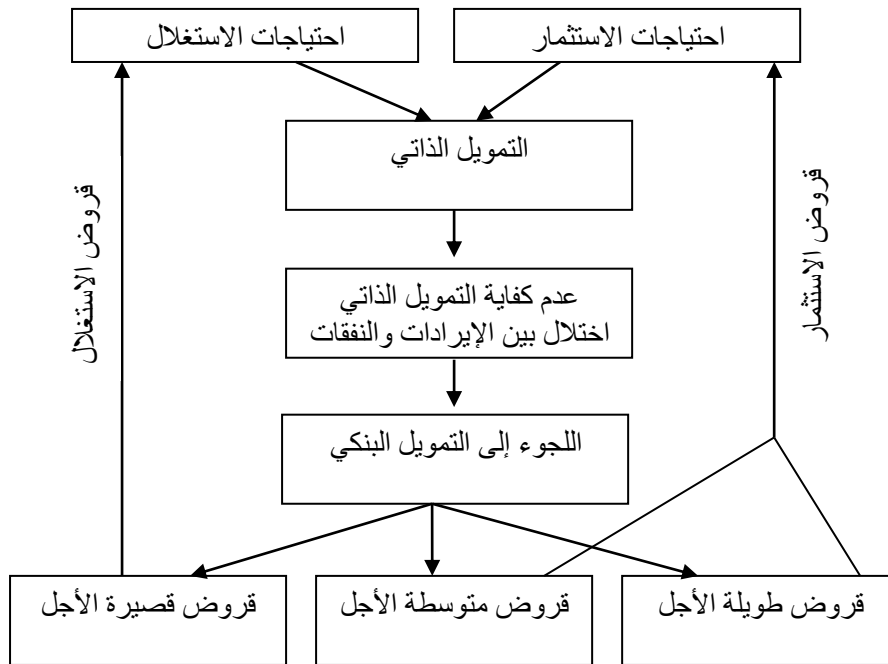
الفرع الثاني: حاجة المؤسسة للتمويل البنكي

يشكل البنك أهم وسيط مالي سواء من حيث حجم الموارد التي يجمعها واتساع أشكال التوظيفات التي يقوم بها، أو العلاقة الخاصة التي يتميز بها في تمويل المؤسسة، فإنشاء المؤسسة وتطورها يستلزم توفر موارد مالية من أجل الحصول على تجهيزات الإنتاج (أراضي، مباني، آلات، معدات...)، ومواكبة التطورات التكنولوجية والصناعية هذا من جهة، من جهة أخرى وخلال تسيير المؤسسة فإنها تقوم بدفع مختلف مصاريف الاستغلال، كما توم المؤسسة بتحصيل الإيرادات من خلال مبيعاتها، حيث تقوم بتغطية الاحتياجات السابقة بواسطة أموالها الخاصة وخاصة عند مرحلة إنشائها، ولكن قد يحدث اختلال بين تحصيل الإيرادات ودفع النفقات كما قد لا تكفي الأموال الخاصة للمؤسسة لتغطية احتياجات الاستثمار وحتى توفي المؤسسة بالتزاماتها فإنها تلجأ إلى طلب القروض من البنوك من أجل تسهيل تسوية التزامات المؤسسة اتجاه دائنيها حيث يمكن أن تتيح البنوك للمؤسسة ثلاث أنواع من القروض حسب الحاجة للتمويل:

- احتياجات دورة الاستثمار: يتم تغطية احتياجات دورة الاستثمار بواسطة القروض الطويلة والمتوسطة الأجل.

- احتياجات دورة الاستغلال: يتم تغطيتها بواسطة القروض القصيرة الأجل.²

الشكل (04): حاجة المؤسسة للتمويل البنكي



المصدر: من إعداد الطالب

¹ عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة، عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 103.

² بخراز يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التمويل المصرفي، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 21.

- إن السؤال الذي يطرح نفسه هنا هو هل بإمكان أي مؤسسة اقتصادية مهما كان نوعها أن تنشط بدون ألا تقوم أي علاقة بينها وبين البنك؟، والإجابة هنا هي لا وذلك نظرا للعديد من العوامل نذكر من أهمها:
- 1- تحتل البنوك مكانة مهمة ضمن النظم الاقتصادية المعاصرة، وفي الواقع فإن الكثير من الخدمات التي تقدمها هي خدمات تجد المؤسسات أنه من الصعب إن لم يكن من المستحيل قيامها بها بنفسها.
 - 2- الكثير من المؤسسات تجد نفسها عاجزة على الحصول مباشرة على المبالغ الكبيرة التي تحتاجها، وللتغلب على تلك الصعوبة تستطيع اللجوء إلى البنوك، التي تتوسط لها لدى الجمهور ولو كانت مساهماتهم قليلة، إلا أنها تستطيع تجميع هذه المساهمات لتؤمن في الأخير المبالغ الكبيرة التي تحتاجها هذه المؤسسات، وهي بهذا تقدم خدمات مختلفة ومفيدة إلى الطرفين.
 - 3- أن المؤسسات ملزمة بالتعامل مع البنوك وذلك في مجال الصفقات العمومية والمشاريع العمومية حيث أن تمويل هذه الصفقات وتسديدها يتم فقط بواسطة البنوك، حيث تحتاج المؤسسات التي ترسو عليها الصفقات العمومية إلى سيولة للانطلاق في تنفيذ المشروع ونظرا للأهمية الاقتصادية والاجتماعية لهذه المشروعات فإنه يتوجب التوجه إلى البنوك للحصول على التمويل للانطلاق في أشغال المشروع.
 - 4- في حالة تعامل المؤسسة مع الأسواق الدولية فإنها ستتوجه إلى البنوك بهدف تمويل عمليات التجارة الخارجية، حيث لا يمكن للمؤسسة القيام بعمليات التسديد وتحصيل مستحقاتها دون المرور عبر البنوك.
 - 5- إن من مبادئ الرقابة الداخلية الجيدة هو عدم ترك سيولة كبيرة في خزانة المؤسسة بل يجب إيداع جزء كبير من هذه السيولة في الحسابات البنكية وذلك بهدف تقليل مخاطر السرقة والاختلاس والتلاعبات كذلك يوفر مؤشر جيد للرقابة الداخلية من خلال الاطلاع على الكشوفات البنكية.
 - 6- إن تسديد مدفوعات المؤسسة ومشترياتها وكذلك تحصيل مداخيلها يجب أن يتم بواسطة البنوك والابتعاد قدر الإمكان عن التسديد بواسطة السيولة لتجنب مخاطر السرقة ومتابعة تطورات خزانة المؤسسة بدقة.
 - 7- الاستقلالية في تسيير المؤسسة لأن البنك لا يمكنه التدخل في تسيير المؤسسة على عكس طرح أسهم جديدة الذي قد يؤدي إلى فقدان السيطرة بدخول مساهمين جدد واشتراكهم في التصويت.
 - 8- أن عدد مهم من المؤسسات يقوم بتسديد أجور عمالها وموظفيها بواسطة الحسابات الجارية البنكية المفتوحة لدى البنوك.
 - 9- أن الدولة قد تفرض على المؤسسات الأجنبية العاملة على أراضيها، تسديد حقوقها بواسطة البنوك حيث لا تسدد مباشرة إلى المؤسسات ولكن تفرض عليها فتح حسابات بنكية ثم تحول هذه المستحقات إلى الحسابات البنكية.

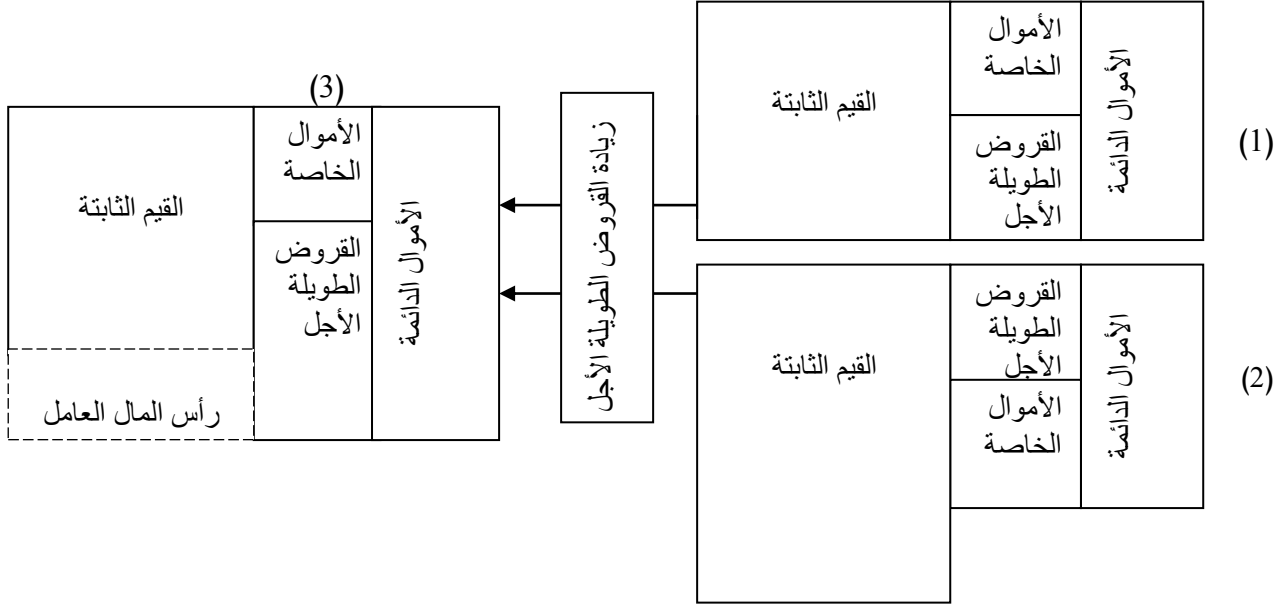
الفرع الثالث: تأثير التمويل البنكي على الوضع المالي للمؤسسة

إن حصول المؤسسة على القروض من البنوك سوف يكون له تأثير على الوضع المالي من خلال العديد من الجوانب من أهمها:

أولا: التأثير على التوازن المالي للمؤسسة: إن حصول المؤسسة على القروض الطويلة والمتوسطة الأجل سوف يساعد المؤسسة على تدعيم التوازن المالي لها وتجاوز اختلال التوازنات المالية من خلال الزيادة في

عنصر الأموال الدائمة، وبالتالي استعمال الفائض من الأموال الدائمة التي تتميز بدرجة استحقاقية طويلة في تمويل الأصول المتداولة (الرأس المال العامل)، التي سوف تتحول إلى سيولة في مدة قصيرة وهو ما يحقق للمؤسسة استثمار السيولة وعدم تجميدها.

الشكل (05): تأثير القروض على التوازن المالي



المصدر: من إعداد الطالب

- **الحالة الأولى:** رأس المال العامل = 0 : الأصول الثابتة = الأصول الأموال الدائمة، في هذه الحالة تغطي الأموال الدائمة الأصول الثابتة، أما الأصول المتداولة فتغطي عن طريق القروض القصيرة الأجل، وهذه الوضعية لا تتيح أي ضمان تمويلي في المستقبل، وتترجم هذه الحالة الوضعية الصعبة للمؤسسة.

- **الحالة الثانية:** رأس المال العامل > 0 : الأموال الدائمة > الأصول الثابتة أي أن الأصول الثابتة مولت بجزء من الأموال الدائمة وجزء آخر القروض القصيرة الأجل ولا تتيح هذه الوضعية أي هامش أمان لمقابلة المصاعب المستقبلية وهو ما يدل على عدم توازن الهيكل المالي للمؤسسة، وبالتالي خطورة الوضع المالي للمؤسسة.

- **الحالة الثالثة:** رأس المال العامل < 0 : الأموال الدائمة < الأصول الثابتة: بعد زيادة القروض ارتفعت الأموال الدائمة حيث تمكنت الأموال الدائمة من تمويل الأصول الثابتة فيتحقق هامش أمان وتوازن في الهيكل المالي للمؤسسة.

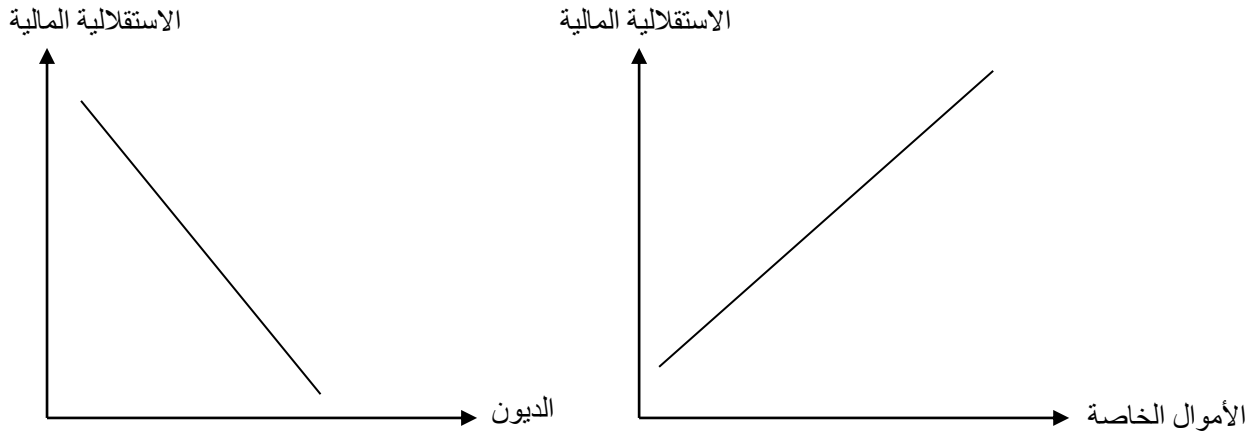
ثانياً: التأثير على درجة الاستقلالية المالية للمؤسسة: درجة الاستقلالية المالية للمؤسسة هي مدى اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة دون اللجوء إلى القروض ويمكننا التعبير عن ذلك من خلال النسبة التالية:

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$$

حيث أن الحجم الكبير للديون ينفص من استقلالية المؤسسة، فكلما كانت النسبة كبيرة استطاعت أن تتعامل مع الدائنين بمرونة في شكل اقتراض وتسديد الديون، أما إذا كانت النسبة صغيرة فهذا يعني أنها في وضعية متقلبة بالديون، وسوف تواجه صعوبات في الحصول على أموال إضافية وذلك من خلال فرض ضمانات قد تكون

مرهقة للمؤسسة مالياً، وبالتالي فإن الزيادة في الاعتماد على القروض البنكية في تمويل نشاط المؤسسة سوف يؤدي إلى التناقص في درجة الاستقلالية المالية للمؤسسة.¹
يمكن التعبير عن ذلك في الشكل التالي:

الشكل (06): علاقة الاستقلالية المالية بالديون



المصدر: من إعداد الطالب

ثالثاً: التأثير على الهيكل المالي (أثر الرافعة): يعرف أثر الرفع المالي بأنه ذلك الأثر الذي تحدثه عملية الاقتراض على مردودية الأموال الخاصة.²

ويقيس أثر الرفع المالي العلاقة بين معدل مردودية الأموال الخاصة ومعدل المردودية الاقتصادية، ويقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط فهي نتاج المرونة المكافئة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة أي الديون، فإذا كانت مردودية أصول المؤسسة تتجاوز التكلفة المالية المدفوعة للمقرضين، يكون هذا في فائدة المساهمين حيث يكون هنا أثر الرافعة إيجابياً، أما في الحالة العكسية إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تتخفف مردودية المساهمين ويصبح أثر الرافعة سلبياً.

إن أثر الرافعة المالية يفسر معدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصول الاقتصادية وتكلفة الدين.³

عندما تقوم المؤسسة بالاقتراض من البنك واستثمار الأموال المقترضة في نشاطها الصناعي والتجاري، فإنها تحصل من خلال ذلك على نتيجة اقتصادية تكون أعلى من التكاليف المالية للمديونية، ففي هذه الحالة تحقق المؤسسة فوائض، تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية والأموال المقترضة هذا الفائض يعود للمساهمين ويرفع بذلك مردودية الأموال الخاصة، فالإقتراض البنكي يمكن له أن يرفع من مردودية الأموال الخاصة، دون أن تغير من المردودية الاقتصادية، لكن الفرضية الأساسية لهذا الميكانيزم تحقق جدلية أن المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاقتراض وفي خلاف ذلك أي عندما تقترض المؤسسة بمعدل فائدة أعلى

¹ Jean Pirre Lahille, **Analyse Financière**, Dalloz, Paris, 2001, p 128.

² Jacques Teulié, Patrick Topscalian, **Finance**, 2^e édition, Vuibert, Paris, 1999, p 348

³ يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر "دراسة ميدانية"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية،

من المردودية التي يمكن أن تحصل عليها من استثمار الموال المقترضة يكون هناك عجز سيحمل على مردودية الأموال الخاصة لأن النتيجة تتخفف وتصبح مردودية الأموال الخاصة أقل من المردودية الاقتصادية.¹

رابعاً: التأثير من خلال الخطر المالي: الخطر المالي هو الخطر الإضافي الذي يتحمله المساهمون والناجح عن استعمال القروض في هيكل تمويل المؤسسة، والمؤشر الأساسي لقياس الخطر المالي هو ربحية السهم.²

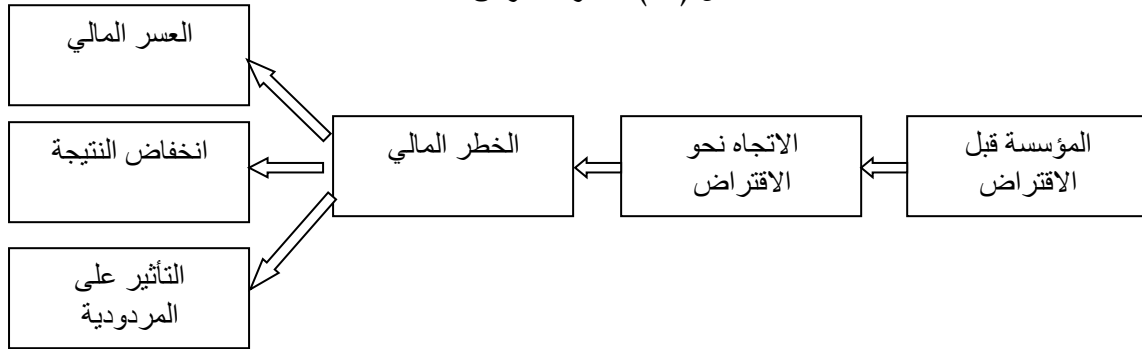
إن المؤسسة تسعى إلى زيادة مردوديتها المالية من خلال زيادة نتيجتها الصافية، وتدخل القروض البنكية من أجل تدعيم هذه المردودية من خلال أثر الرافعة المالية، ولكن هذا قد يؤدي إلى تحقيق خطر مالي عندما لا تتمكن المردودية الاقتصادية من تغطية تكاليف الاقتراض حيث يكون أثر الرافعة سلبي وبالتالي انخفاض مردودية الأموال الخاصة، هذا من جهة ومن جهة أخرى قد تقع المؤسسة في العسر المالي وهي الحالة التي لا تستطيع معها المؤسسة الوفاء بالتزاماتها اتجاه المقرضين، حيث يمكن أن يؤدي الخطر المالي إلى:³

1- العسر المالي: عجز المؤسسة عن سداد التزاماتها القصيرة والطويلة الأجل.

2- انخفاض النتيجة: حيث تدفع المؤسسة أقساط القروض والفوائد المترتبة عن القروض، سواء حققت المؤسسة نتائج إيجابية أم لا وهو ما يؤثر على نتيجة المؤسسة.

3- التأثير على المردودية: انخفاض مردودية الأموال الخاصة، انخفاض طاقة التمويل الذاتي وبالتالي عدم القدرة على التوسع، ضعف ضمانات المؤسسة، التأثير على الاستقلالية المالية للمؤسسة.

الشكل (07): خطر الاقتراض



المصدر: من إعداد الطالب

¹ يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 113.

² محمد أمين عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، 1999، ص 601.

³ السعيد فرحات جمعة، مرجع سابق، ص 318.

المطلب الثالث: السوق المالي والمؤسسة

يقوم سوق المال بدور هام في الحياة المالية للمؤسسة، حيث تنشأ بينهما عدة تعاملات مالية، فسوق المال يعتبر أساسي للرفع في رأس المال ومعيار هام تتحدد من خلاله القيمة السوقية كما يعتبر مصدر هام للمعلومات والمؤشرات المتعلقة بالمحيط الذي تنشط فيه المؤسسة.

الفرع الأول: مفهوم السوق المالي

سوق الأوراق المالية هي: "السوق التي تتم فيها عمليات تبادل القيم المنقولة من أسهم وسندات والأوراق الأخرى، وتجري هذه العمليات في مكان محدد ومعروف وذلك تحت إشراف هيئة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليذ يتقيد بها المتعاملون بالأسهم والسندات للمقبلين على الاستثمار والمضاربيين على تقلبات الأسعار".¹ إن الأسواق المالية تشكل من أحد أساسيات التنمية الاقتصادية لقدرتها على الجمع بين عارضي الأموال وطالبيها، حيث أصبحت تشكل أهم المؤسسات النقدية والمالية والركيزة التي تقوم عليها الاقتصاديات الرأسمالية. تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالي في جذب وتجميع المدخرات من وحدات الفائض المالي وإتاحتها وفقا لعقود معينة إلى جهات العجز المالي، حيث يقصد بوحدات الفائض المالي ثلاث قطاعات في المجتمع: القطاع الحكومي، القطاع العائلي، قطاع الأعمال، بالإضافة إلى الأجانب وذلك إذا كانت هذه القطاعات تملك فوائض مالية تزيد عن نفقاتها الاستهلاكية أو الاستثمارية الحالية، ويقصد بوحدات العجز القطاعات نفسها (العائلي، الحكومي، الأعمال)، إذا كانت في حاجة إلى الأموال لمواجهة نفقاتها الاستثمارية والاستهلاكية الحالية، حيث لا يقصد بالعجز هنا حقيقته المطلقة فقد تفضل بعض المؤسسات اللجوء إلى التمويل مع أنه قد تملك فائض مالي لديها مستثمر في أوراق مالية مصدرة من قبل مؤسسة أخرى أو مودع لدى البنوك في حسابات ادخارية.² إن نشاط السوق المالي المتمثل في الجمع بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي يقوم على مبدئين أساسين:³

أولاً: سعر الفائدة: هذا السعر ينتج عن تبادل التفاصيل الشخصية للسيولة بين الوحدات، حيث يمثل هذا السعر مقابل التخلي الحالي لوحدات الفائض عن السيولة في مقابل عائد في المستقبل، حيث أن وجود السوق المالي يسمح للنشاطات الاقتصادية بالنمو والتطور وذلك من خلال:

- السوق المالي يسمح بتعظيم أرباح الأفراد والمؤسسات حيث أن الطرف الأول غني بالسيولة والطرف الثاني غني بالمشاريع الاستثمارية، حيث بدون التوفيق بين الطرفين فإن أصحاب الفائض قد يمولون مشاريع ذات مردودية ضعيفة في حين يتخلى أصحاب المشاريع ذات المردودية عن مشاريعهم، وبالتالي فإن السوق المالي يسمح بالانتقال من المشاريع الغير مجدية إلى المشاريع المجدية مما ينتج عنه تعظيم الثروة.

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 433.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز إشبيلية، الرياض، 2005، ص 37.

³ Charles Henri d'arcimoles, Jean Yves Saulquin, **Finance appliquée**, Vuibert, Paris, 1995, P 14.

- معدل المردودية الحدي هو العائق الوحيد في النشاط الاقتصادي، حيث يكتسب هذا الجانب أهمية كبيرة لأنه بسيط ويحدد مهام المسؤولين الاقتصاديين حيث أن معدل المردودية الحدي يجب أن يفوق معدل المردودية المطلوب ونجد هنا قاعدة القيمة الحالية لأن سعر الفائدة المطلوب يوافق معدل القيمة الحالية للتدفقات النقدية.

ثانياً: الأخذ بعين الاعتبار المخاطرة: إن التحليل السابق يمكن تطبيقه في حالة المستقبل الأكيد حيث يجب الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المستقبلية، وبالتالي فغنه يجب تحديد سعر الفائدة مضافاً إليه معدل المخاطرة الخاص بالسوق المالي، حيث تم توضيح هذا التحليل بواسطة نموذج توازن الأصول المالية:

(Modèle d'équilibre des actifs financiers).

الفرع الثاني: أهمية السوق المالي للمؤسسة: يلعب السوق المالي دوراً مهماً في حياة المؤسسة وذلك من عدة جوانب أهمها:

أولاً: تخفيض مخاطر الاستثمار وتوفير المعلومات: توفر السوق المالية للمؤسسة فرصاً عديدة لتخفيض المخاطر من خلال إمكانية التنويع التي توفرها الأدوات الاستثمارية المتداولة فيها، حيث تمكن السوق المالية من تكوين محافظ استثمارية تضم أوراقاً مالية لعدة قطاعات، إلى جانب وظيفة تخفيض المخاطر تساهم السوق المالية في توفير المعلومات حول المؤسسات الأخرى الناشطة والمعلومات حول الفرص الاستثمارية المتاحة ومن شأن ذلك أن يساهم في التسعير العادل للأوراق المالية، إذ تلزم قوانين السوق المالية المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها وقوائمها المالية والمعلومات الكاملة عن الأوراق المالية التي ترغب في إصدارها مما يوفر للمؤسسة المعلومات الدقيقة لاتخاذ قرار الاستثمار.¹

ثانياً: مراقبة المؤسسة: تسمح أسواق الأوراق المالية بمراقبة مستوى الأداء التسييري ومختلف القرارات المتخذة من طرف مسيرها، وذلك من خلال قيام المؤسسة بنشر مختلف القوائم المالية الخاصة ومؤشرات أدائها، إن هذا الإفصاح بإمكانه الكشف عن سوء للتسيير في المؤسسة والذي يمكن أن يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسة مما يؤدي إلى فرض رقابة أكبر من المساهمين على المسيرين، وبالتالي فإن الرقابة المتأنتية من طرف سوق الأوراق المالية سوف تجبر مسيري المؤسسة على السعي أكثر لتحسين إدارتهم لمؤسساتهم.²

ثالثاً: رفع رأس مال المؤسسة: تلجأ المؤسسات الكبيرة التي تكتسي صيغة قانونية شركات المساهمة إلى السوق المالي عندما ترغب في رفع رأس مالها أو الحصول على قروض سندية لتمويل استثمارات طويلة الأجل، فرفع رأس المال هي عملية تهدف إلى الرفع من عدد الأسهم سواء الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة وهذه العملية تتم من خلال إصدار الأوراق المالية وطرحها إلى الجمهور والذي بإمكانه التوجه إلى السوق المالي لشراء هذه الأوراق وذلك من خلال عملية الاكتتاب، مما يسمح للمؤسسة بالحصول على موارد مالية إضافية ورفع رأس مالها من خلال زيادة عدد المساهمين وبالتالي زيادة الأموال الخاصة ويحكم عملية طرح أسهم للادخار العمومي

¹ إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة، القاهرة، 2000، ص 89.

² Daniel Goyeau, Amine Tarazi, **A quoi sert la bourse, de la collection : les désordres de la finance**, Office des publications universitaires, Alger, 2006, P 101.

العديد من القوانين والإجراءات الواجب إتباعها والتي تضمن حقوق المساهمين الجدد والمساهمين القدامى، إن عملية طرح أسهم للجمهور هي عملية معقدة وحساسة ولذلك تتدخل البنوك كطرف أساسي في هذه العملية وذلك لتزفرها على شبكات كبيرة وبإمكانها تحمل مخاطر انخفاض التعاملات المالية في نهاية العملية، كذلك يلعب البنك دور المستشار المالي للمؤسسة وبإمكانه في بعض الحالات المشاركة في قرارات المؤسسة فالمؤسسة لا تحوز دائما على المعلومات الكافية حول تطورات السوق المالي وذلك من أجل اختيار الوقت المناسب لطرح الأوراق المالية وذلك حتى تحقق أكبر قدر ممكن من الموارد المالية، وكذلك تحديد شروط الإصدار كالسعر الاسمي، علاوة المساهمة.¹

رابعا: قياس القيمة السوقية للمؤسسة: تتعدد الأسباب الدافعة إلى تقييم المؤسسة و من بينها: اقتناء جزء أو كل رأس مال الشركة، الاندماج، رغبة المسيرين في معرفة نمو قيمة مؤسستهم، قرض معتبر مقدم من البنك و لهذا يتوجب على هذا الأخير تقييم ممتلكات المؤسسة حتى يتمكن من أخذها كرهن، وتتعدد طرق قياس القيمة السوقية للمؤسسة ومن أهمها: التقييم على أساس الذمة، : التقييم على أساس الرسطة، التقييم على أساس قيمة البورصة.

إن تقييم المؤسسة على أساس قيمة البورصة يعتمد على القيمة السوقية للسهم، فهي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية، الذي يخضع لظروف العرض والطلب، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية، السياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة للظروف التبادل الدولية والداخلية، وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية، واختناقات الاقتصاد المحلي، هذا فضلا عن واقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها، وسياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح الخاضعة للتوزيع، والدور الذي تمارسه إدارة السوق المالية في تكريس الاستقرار وتجاوز الاختناقات ونشر المعلومات.²

وفي سوق الأوراق المالية لا تمثل كلا من القيمة الاسمية والقيمة الدفترية التقييم الحقيقي للسهم، ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي والذي سيتم التعامل على أساسها في السوق تتوقف على العائد الذي يتوقع توليده، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر.

فالقيمة السوقية للسهم تمثل محصلة التقاء قوى العرض والطلب، أي من خلالهما يتحقق السعر العادل للسهم الذي يتداول به في سوق أوراق المالية، وتلعب كل من القيمة الدفترية والقيمة الاسمية دورا هاما في تحديد القيمة السوقية التي تباع بها الأسهم في سوق الأوراق المالية.

وقد تكون القيمة السوقية أقل أو أكبر من القيمة الاسمية، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل أو أكبر من القيمة الاسمية، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل من القيمة الاسمية لضمان تصريف تلك الأسهم المصدرة وتحسب بطريقتين:¹

ط1: قيمة البورصة (VB) = تسعيرة البورصة × عدد الأسهم وهي طريقة خاصة فقط بالمؤسسات المسعرة في البورصة.

¹ Pierre Conso, Farouk Hemici, OP-CIT, P 425.

² هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، 2003، ص 92.

¹ F. Rosenfeld, *Analyse des valeurs mobilières, volume 2*, Dunod, Paris, 1999, P 18.

ط2: وهي تقيس تغيرات قيمة البورصة بواسطة استعمال معدل PER (Price earning ration) نسبة الربح المسعر .

حيث: PER = تسعيرة الأسهم (سعر) / نسبة الربح لكل سهم

و عليه: قيمة المؤسسة = PER الخاصة بقطاع نشاط المؤسسة × أرباح المؤسسة المدروسة × عدد الأسهم، إلا أنه يعاب على هذا المقياس أن القيمة في البورصة تتحدد وفق العرض و الطلب في وقت معين و بالتالي قد تحدث تقلبات حادة في هذه الأخيرة دون أن تكون المؤسسة متسببة فيه كما هو الحال في حالة نتيجة غير مرضية أو عدم توزيع للأرباح ..الخ.

الفرع الثالث: الأدوات المالية التي يتيحها السوق المالي للمؤسسة

يتيح السوق المالي العديد من صيغ التمويل حيث تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أصول مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي سندات أو صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معا، بما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها.

أولاً: أدوات الملكية: تمثل أدوات الملكية أوراق مالية محررات كتابية قد تكون حق في ملكية وحصّة في الربح وحصّة في التسيير، حق في ملكية وحصّة في الربح بدون حق في الإدارة.

أ- السهم: هو: "سند ملكية لحامله ويتمتع صاحبه بحق التصويت في الجمعية العمومية، وحق الاطلاع على دفاتر المؤسسة، والمشاركة في الأرباح والخسائر وحق البيع والتداول وتكون مسؤوليته محدودة حسب حصته في رأس المال".²

للسهم قيمة اسمية وهي القيمة المدونة على صك السهم وقيمة الإصدار وهي القيمة التي يتم على أساسها الإصدار فإذا كانت قيمة الإصدار أكبر من القيمة الاسمية تنتج علاوة الإصدار وفي حالة العكس ينتج خصم الإصدار، وقيمة سوقية تتحدد حسب العرض والطلب في السوق المالية وقيمة دفترية تتحدد بقسمة حق الملكية (رأس المال الاجتماعي + احتياطات) على عدد الأسهم، وقيمة التصفية نصيب السهم من موجودات المؤسسة عند تصفيتها، وتقسم الأسهم إلى:

1- السهم العادي: هو: "مستند ملكية، له قيمة إسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، حيث يثبت هذا المستند الحصّة المساهم بها في رأس مال المؤسسة المصدرة لهذه الأسهم، وبهذا يستفيد المستثمر من كل الحقوق وكذلك تحمل كامل المسؤوليات نتيجة امتلاكه".¹

2- الأسهم الممتازة: "تعرف على أنها حصّة في رأس مال المؤسسة لها نسبة أرباح ثابتة ولها الحق قبل الاسهم العادية في الاسترجاع عند التصفية".²

² مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 180.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص 7.

² عدنان هاشم السمراني، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص 284.

تلجأ المؤسسة إلى التمويل بالأسهم الممتازة للعديد من الأسباب:³

- زيادة موارد المؤسسة المالية من خلال ملاءمة هذا النوع من الاستثمار مع المستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر.

- المتاجرة بالملكية (استعمال أموال الآخرين بتكاليف ثابتة).

- استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في التسيير.

- يعتبر إصدار الأسهم الممتازة عملية اقتصادية مريحة، حيث إذا حققت المؤسسة عائداً يفوق العائد المدفوع عن الأسهم الممتازة فإن الفرق يعود لحملة الأسهم العادية.

ثانياً: أدوات الدين: وهي أوراق مالية تعطي لحاملها الحق في الحصول على الفائدة دون الحق في الإدارة وتتمثل هذه الأوراق في السندات.

أ- تعريف السند: هي من الديون الطويلة الأجل، فهي تمثل ورقة مديونية تتضمن التزاماً بالدفع خلال مدة تزيد عن السنة، تصدرها المؤسسات الخاصة أو الهيئات الحكومية، فالسند هو حصة قرض طويل الأجل مدفوع للجهة المصدرة لهذا السند⁴.

ولحامل السند الحق في الحصول على دخل ثابت، يدفع سنوياً بصرف النظر عن الأرباح التي حققتها المؤسسة، ويحصل حامل السند على الفوائد قبل دفع توزيعات للملاك مع الأولوية في الحصول على كافة حقوقه عند تصفية المؤسسة.⁵

ونظراً لأن المستثمر (مشتري السند) عادة ما يكون واحد من آلاف المستثمرين الذين أقبلوا على شراء تلك السندات حيث يمثل نسبة ضئيلة من القيمة الكلية للإصدار، فإنه لا يستطيع عملياً متابعة استيفاء المؤسسة للشروط التي تضمنها العقد لذا تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد يكون بنكا تجارياً، يعمل بمثابة وكيل ينوب عن معاملات المستثمرين.

ب- مبررات إصدار السندات: تقوم المؤسسة بإصدار السندات للعوامل التالية:¹

- الاستفادة من مزايا الرفع المالي (المتاجرة بالملكية).

- محدودية التكلفة.

- الميزة الضريبية.

- استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة.

- إمكانية استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق يؤدي إلى تحقيق مرونة للمؤسسة بتعديل هيكلها المالي.

- تناسب المستثمرين الذين يرغبون بعائد ثابت ولا يرغبون في المخاطرة.

³ عبد الحليم كراجة، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 84.

⁴ عدنان تايه النعيمي، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص 203.

⁵ عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 36.

¹ عدنان هاشم السمرائي، مرجع سابق، ص 291.

ثالثا: المشتقات المالية: نظرا للمخاطر المتزايدة للأسواق المالية منذ سنوات السبعينات، مثل التخلي عن التبادلات الثابتة في سنة 1973، التعديلات في معدلات الفائدة بهدف تعميم السياسات النقدية، التوجهات نحو التحرر الاقتصادي، في مقابل تنامي هذه المخاطر قام المهندسون الماليون بتأسيس وسائل مالية جديدة بإمكانها تغطية المخاطر المحتملة وانهيار الأسواق المالية حيث سميت هذه الوسائل الجديدة بالمشتقات المالية.²

أ- مفهوم المشتقات المالية: تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها: "نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة".³

إن المشتقات المالية بطبيعتها مبادلة صفرية حيث ما يربحه أحد الطرفين يخسره الطرف الآخر كما صرح آلان جرينسبان الرئيس السابق لمجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وأحد المؤيدين للمشتقات بقوله: "المشتقات من حيث العموم لعبة صفرية حيث تعد الخسارة في القيمة السوقية لأحد الطرفين هي الربح السوقي للطرف الآخر"، ولهذا السبب فإن المشتقات لا تعد مبادلة حقيقية لأنه لا يراد بها نقل ملكية الأصل محل الاشتقاق بل يقتصر المر في الغالب على تسوية فروقات الأسعار عند نهاية العقد.⁴

ب- أنواع عقود المشتقات المالية: تصنف عقود المشتقات المالية إلى:

1- عقود المستقبلات: "عقود آجلة نمطية أي ذات مواصفات موحدة وثابتة، يسهل تداولها في الأسواق المالية، العقود الآجلة بدورها تتضمن الاتفاق على تسليم سلعة بمواصفات معينة في تاريخ مستقبلي".¹

ويقتضي التعاقد في العقود المستقبلية مجموعة من الشروط هي:²

- وحدة التعامل: وهي الكمية والوحدة التي بموجبها يتم إبرام العقد.

- شروط التسليم: وتتضمن الأشهر التي يتم فيها التعامل على العقد، والفترة الزمنية خلال الشهر الذي ينبغي أن يتم فيه التسليم والمواصفات الواجب توافرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية والجودة ووسيلة التسليم التي يتم بموجبها تسليم الأصل.

- حدوث تقلبات الأسعار: تعمل أسواق العقود المستقبلية بنظام حدوث التقلبات السعرية، حيث تفرض حدا أدنى وحدا أقصى، وذلك حسب العقد محل التعاقد وذلك كل يوم، وفي اليوم الموالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم المعني، ويستثنى من ذلك نوع واحد من العقود لا يطبق عليه نظام الحدود وهي العقود على مؤشرات السوق.

² Daniel Goyeau, Amine Tarazi, **Les Produits dérivés, de la collection : les désordres de la finance**, Office des publications universitaires, Alger, 2006, P 103.

³ أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص، 211.

⁴ سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2007، ص 30.

¹ سامي بن إبراهيم السويلم، مرجع سابق، ص 31.

² بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة

الجزائر، 2006، ص 67.

- نظام الهوامش: نظرا لما ترتب عليه التعاقدات من مخاطر عدم القدرة على الوفاء، يفرض هامش مبدئي يودعه أطراف التعاقد لدى بيت السمسرة الذي يتعاملون معه، ويكون في صورة نقدية، وفي صورة أدوات الخزنة أو سندات حكومية...الخ.

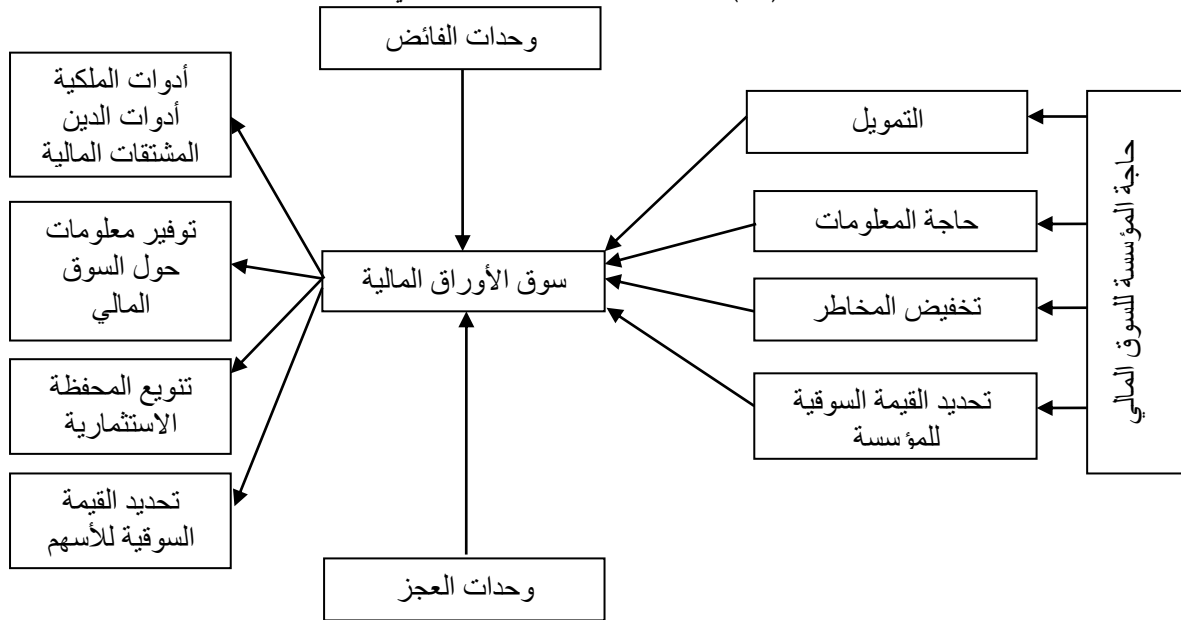
- التسوية السعرية اليومية: تتميز العقود المستقبلية بإجراء تسوية يومية لمراكز أطراف التعاقد مع كل تغير في سعر العقد الجديد، بل أن بيت التسوية نفسه يقوم بإحلال العقد بعقد جديد، وسعر العقد الجديد يتحدد على أساس التسوية والذي ينشر في صحف المال عن العقود المماثلة.

2- عقود الخيارات: هو: " ذلك العقد الذي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري كمية معينة من الأوراق المالية أو غيرها من السلع بسعر محدد سلفا في تاريخ معين أو خلال فترة معينة وله الحق في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء".³

ويضمن عقد الاختيار لحامله حقا وليس التزاما، أي أن حامل عقد الاختيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ، فإن اختيار حامل عقد الاختيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزما.⁴

يمكننا تلخيص مختلف علاقة المؤسسة بالسوق المالي كما يلي:

الشكل (08): علاقة المؤسسة بالسوق المالي



المصدر: من إعداد الطالب.

³ جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء، عمان، 2004، ص 182.

⁴ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 66.

المطلب الرابع: المؤشرات المالية العامة

يتكون المحيط المالي للمؤسسة من عدة متغيرات لها تأثير على النشاط المالي للمؤسسة، وتتميز هذه المتغيرات بدرجة عالية من التغير ومن بين أهم هذه المتغيرات أسعار الفائدة، أسعار الصرف، معدلات التضخم، معدلات الاقتطاعات المالية.

الفرع الأول: أسعار الصرف

إن المؤسسات تنشط اليوم في محيط اقتصادي مفتوح على التعاملات الدولية، ونظرا لأن لكل دولة عملة وطنية خاصة بها هذا الاختلاف في العملة لا يمكنه أن يقف بأي حال في وجه التعاملات المالية الدولية، وذلك نظرا للاتفاق الحاصل حول التبادلات الدولية بواسطة عملة واحدة، بواسطة تقنية سعر الصرف.

إن سمة عدم اليقين الذي يتميز به المحيط الدولي للمؤسسة، والذي من أهم عناصره الغير مستقرة معدلات سعر الصرف التي تفرض على المؤسسة في نشاطها على المستوى الدولي ومن خلال تعاملها بعملات تختلف عن العملة الوطنية اتخاذ الإجراءات الاحترازية لمواجهة التقلبات في معدلات أسعار الصرف وذلك من خلال تغطية المخاطر المتعلقة بهذا العنصر.

أولاً: تعريف سعر الصرف: يعرف بأنه: " عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يتم تبادلها بوحدات من عملة أجنبية".¹

فسعر الصرف هو سعر الحصول على العملات الأجنبية بواسطة دفع وحدات من العملة الوطنية، أو العكس حيث يمكن دفع عدد من العملات الأجنبية مقابل الحصول على وحدات من العملة الوطنية.²

وتتم عملية التبادل في مكان يسمى سوق الصرف، فسوق الصرف هو المكان الذي يلتقي فيه العارضون والطالبون لمختلف العملات، فسوق الصرف ليس كغيره من الأسواق المالية يتواجد في مكان محدد بل يمكن أن يتواجد في أي مكان يتم فيه تبادل العملات فيما بينها، وتأتي على رأسها البنوك التي تقوم بعرض مختلف معدلات سعر الصرف على شاشاتها التي تكون معروضة لعموم الجمهور، مما يتيح للأفراد والمؤسسات اتخاذ قرارات مناسبة حول كل حركة لأسعر الصرف³، وتتمثل وظائف سوق الصرف في:

- تحويل القدرة الشرائية من بلد إلى بلد آخر.

- توفير ومنح الاعتماد الملائمة لتسوية العمليات التجارية.

- تقديم تسهيلات لإمكانية تغطية خطر سعر الصرف.

ثانياً: مخاطر تقلبات سعر الصرف على المؤسسة: إن تقلبات أسعار الصرف على النشاط الاقتصادي للمؤسسة سوف يكون لها العديد من المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة:

أ- خطر الصرف التحويلي: خطر الصرف التحويلي يمس قيمة رأس المال، وكذلك يؤثر على النتيجة في القوائم المالية للمؤسسة بالنسبة للمؤسسات التي تملك فروعاً حيث تقوم هذه الفروع بإعداد قوائمها المالية بالعملة الأجنبية، حيث يمس التأثير العديد من المراكز في الميزانية وذلك في تاريخ تجميع الميزانيات، فخطر سعر

¹ Roger Dehem, **Précis d'économie internationale**, Dunod, Paris, 1982, P 126.

² Richard E. Caves et autres, **Commerce et paiements internationaux**, De Boeck, Bruxelles, 2003, P348.

³ Roger Dehem, OP-CIT, P 126.

الصرف التحويلي يظهر من تغيير الفروقات بين عناصر الصول والخصوم و على العموم المؤسسة تتحمل جزءا من الخسارة عند كل تحرك في معدل سعر الصرف غير مناسب.

ب- خطر الصرف المتعلق الصفقات (الفوترة): هو ذلك الخطر الذي يظهر من قيام المؤسسة بالتزامات تعاقدية ملزمة، تخص تواريخ مستقبلية حيث تتم هذه التعاملات بواسطة عملات أجنبية والتي سوف يتم تحويلها إلى العملة الوطنية، وعلى عكس خطر الصرف التحويلي الذي يظهر عند إعداد القوائم المالية للمؤسسة بواسطة العملة الوطنية من خلال تحويل لقوائم مالية بالعملة الأجنبية فإن خطر صرف الصفقات مرتبط بتدفقات عملات أجنبية التي تم الالتزام بتسديدها في الالتزام التعاقدية، ويؤثر خطر الصرف المتعلق بالصفقات على القوائم المحاسبية وذلك أنه في تاريخ توقيع الصفقة فإن تسجيل فاتورة الصفقة في السجلات سوف يكون بمعدل صرف معين وفي تاريخ التسديد قد يتغير معدل سعر الصرف والذي يجبر على إجراء تسويات محاسبية لازمة من أجل تسوية وتعديل الفرق في سعر الصرف.

ج- خطر الصرف الاقتصادي: خطر الصرف الاقتصادي هي تلك التغيرات في سعر الصرف التي يمكنها التأثير على قيمة المؤسسة، هذه الأخيرة التي يمكن قياسها بواسطة التدفقات النقدية، فأسعار الصرف سوف تؤثر على مختلف نشاطات المؤسسة بالبيع، التموين وكل ما يتعلق بالطلب والعرض الخاص بالمؤسسة، الخطر الاقتصادي يمس المؤسسة نشاط المؤسسة حيث تواجه صعوبة في تحديد هذا الخطر¹، وذلك لأنه² - يصعب قياسه لأنه يرتبط بمجموعة من الآليات والعوامل التي يتعذر على المؤسسة التحكم فيها كالمبيعات المستقبلية، التطورات التكنولوجية، وضعية المنافسة، ومختلف التوجهات التي تسود السوق العالمي. - ينسجم مفهوم الخطر الاقتصادي بالعملة التي يتم على أساسها الفوترة كما هو الحال لبعض المنتجات التي تسعر دائما بعملة واحدة مثل البترول الذي يسعر دائما بالدولار.

في بعض الحالات قد تتمكن المؤسسة من تجاوز خطر الصرف الاقتصادي وذلك من خلال تأقلم المؤسسة مع معدلات الصرف، في بعض الحالات قد تقوم مؤسسة مصدرة بالتخلي عن جزء من السوق نتيجة لمعدلات الصرف الغير مناسبة وتتحمل خسائر في المقابل سوف تستفيد المؤسسة المستوردة حيث يمكنها التوجه لطلب المزيد من موردها.

ثالثا: مجالات ظهور خطر الصرف: يظهر خطر الصرف في العمليتين الأساسيتين للتجارة الدولية: التصدير والاستيراد.

أ- التصدير: تكون الصادرات معنية بخطر الصرف عندما تبرم العقود والصفقات بالعملة الأجنبية، فانخفاض عملة الفوترة بالنسبة للعملة الوطنية للمصدر يعني أنه سوف يتلقى أقل من القيمة المتوقعة من الصفقة، حيث تشكل بالنسبة له خسارة الصرف، وخطر الصرف ينشأ في تاريخ إبرام الصفقة، فقيام المؤسسة بتصدير منتجاتها إلى الخارج يجعلها عرضة لخسائر الصرف.

¹ <http://ethesis.unifr.ch/theses/downloads.php?file=HaeberleR.pdf> , voir le 16/02/2010.

² M. Jura, **Techniques financières internationales**, Dunod, Paris, 1999, P 147.

ب- الاستيراد: المستوردون ملزمون بقبول عملة المصدرين وهذا ما يفسر أن الواردات أكثر عرضة لمخاطر الصرف، مقارنة بالصادرات وهو ما يفرض على المستورد الأخذ بعين الاعتبار مستويات أسعار الصرف. يمكن توضيح مختلف مزايا وسلبات تغيرات أسعار الصرف في الشكل التالي:

الشكل (09): أثار سعر الصرف على المصدر والمستورد

		سوق البيع	
		العملة الوطنية	العملة الأجنبية
سوق الشراء	العملة الوطنية	أثر هامشي	أثر إيجابي
	العملة الأجنبية	أثر سلبي	أثر غير محدد

Source : <http://ethesis.unifr.ch/theses/downloads.php?file=HaeberleR.pdf>, voir le 16/02/2010.

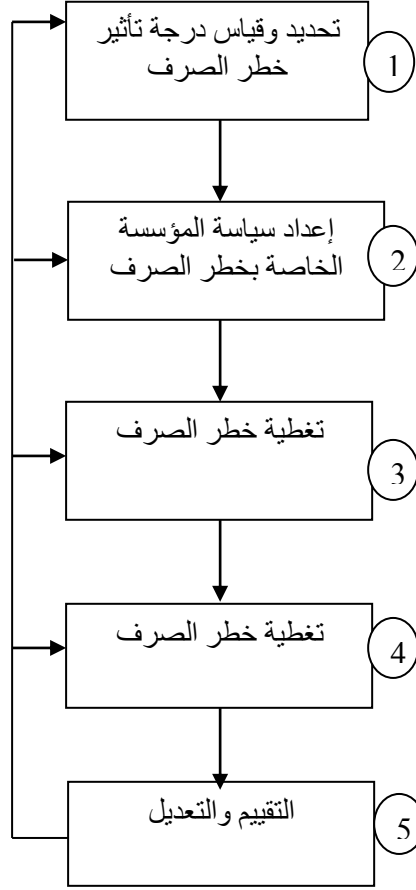
وتتخذ قرارات المصدرين والمستوردين استنادا لتوقعاتهم حول اتجاهات أسعار الصرف وهي ذا طبيعة متعكسة حيث إذا توقع المصدر مستقبلا ارتفاع عملة الفوترة (عملة وطنية) يسعى إلى تأجيل حقوقه للاستفادة من سعر صرف مرتفع، بينما في الحالة العكسية تتجه قرارات المصدر نحو التسريع في تحصيل حقوقه، أما المستورد فقراراته تتجه نحو الإسراع بتسديد قيمة وارداته عندما يتوقع ارتفاع الفوترة أما التوقع العكسي تجعله يترتب في التسوية.

رابعاً: تسيير مخاطر الصرف: إن تسيير مخاطر الصرف يسعى لتخفيف مخاطر تقلبات سعر الصرف، حيث تعتبر عملية تسيير مخاطر الصرف عملية معقدة ومكلفة وتستهلك الكثير من الوقت، ولكنها تعتبر أكثر من ضرورية، حيث تسمح هذه العملية بتحقيق العديد من الأهداف من أهمها:¹

- التقليل من تأثيرات تذبذبات أسعار الصرف على هوامش الربح.
 - توفير معلومات كافية من أجل إعداد جيد لميزانية الخزينة.
 - تسهيل تسعير منتجات المؤسسة التي ترغب المؤسسة في تصديرها إلى الأسواق الخارجية.
 - المساهمة في تدعيم تنافسية المؤسسة في سياق التحديد الجيد لقيمة العملة الوطنية.
- ويمكن تلخيص نظام تسيير خطر الصرف في الشكل التالي:

¹ /www.edcresearchpanel.ca, voir le 16/02/2010.

الشكل (10): مراحل تسيير خطر الصرف في المؤسسة



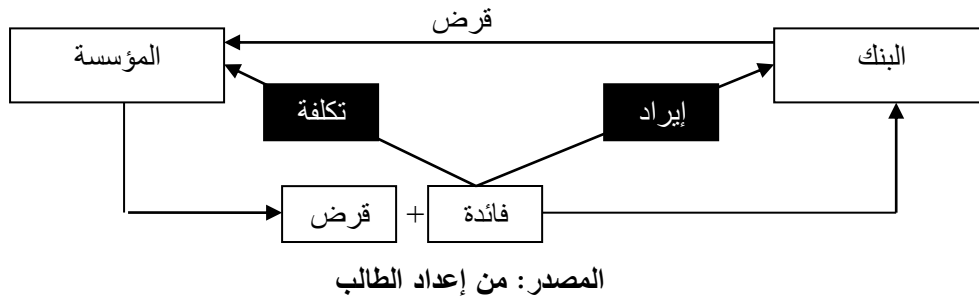
Source <https://www.edcresearchpanel.ca>, voir le 16/02/2010.

- المرحلة الأولى: وهي المرحلة التي يتم فيها تحديد وقياس نوع خطر الصرف التي تغب في التخفيف منه حيث أن اغلب المؤسسات تفضل التعامل مع خطر الصرف الخاص بالصفقات (الفوترة).
- المرحلة الثانية: عندما يتم قياس خطر الصرف يتم إعداد سياسة لتخفيف خطر الصرف حيث يتم إعداد هذه السياسة من طرف الغدارة العليا للمؤسسة، ويتم في هذه المرحلة الإجابة عن الأسئلة التالية:
 - * في أي لحظة يجب تغطية خطر الصرف.
 - * ما هي الأدوات والوسائل الواجب استعمالها وفي أي ظروف.
 - * من هو المسؤول عن إدارة سياسة تسيير خطر الصرف.
 - * كيف يمكن قياس نتائج تغطية خطر الصرف.
 - * ما هي الالتزامات في الخاصة بالمعلومات أثناء عملية التغطية.
- المرحلة الثالثة: وفي هذه المرحلة يتم تنفيذ التغطيات اللازمة المتلائمة مع السياسة المتبعة لتغطية سعر الصرف.

المرحلة الرابعة: وفي هذه المرحلة يتم التقييم الدوري لمختلف السياسات المنتهجة لتسيير مخاطر الصرف حيث يعتبر تحديد الأهداف في مرحلة أولى كمرجع أساسي لعملية التقييم وذلك من خلال المقارنة بين الأهداف المحددة مسبقا والنتائج المحققة.¹

الفرع الثاني: معدلات الفائدة: تشكل معدلات الفائدة المطبقة من طرف البنوك على المؤسسات الراغبة في التمويل البنكي أحد أهم محددات الاقتراض البنكي، حيث أن حصول المؤسسة على أموال من البنك في شكل قروض ليس بالأمر المجاني لأن البنك يعتبر مؤجرا للأموال يهدف إلى تحقيق الربح ولذلك لا بد أن يحصل على مقابل من المؤسسة هذا المقابل يكون بمعدل معين يسمى بمعدل الفائدة.

الشكل (11): منح القرض وتسديه



أولاً: تعريف معدل الفائدة: يعرف معدل الفائدة بأنه: "تكلفة فرصة الحصول على النقود، فالذي يقدم النقود ينتظر أن يتحصل على مردودية تقديم النقود إلى الغير، أي انه ذلك السعر الذي يتم دفعه من أجل الحصول على الكمية المطلوبة من النقود".²

كما تعرف الفائدة بأنها: "جزء الادخار أو ثمن استعمال رأس المال".³

فمعدل الفائدة عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين للمؤسسة لقبول بإقراض المؤسسة، فهي ما تدفعه المؤسسة المقترضة مقابل استخدامها لأموال المقرضين وتعويضاً لهم عن الفرصة البديلة ويعبر عنها بنسبة مئوية من رأس المال.

من خلال ما سبق يمكن تحديد خصائص سعر الفائدة بالنسبة للمؤسسة:

- يشكل سعر الفائدة تكلفة بالنسبة للمؤسسة حيث تؤثر هذه التكلفة على الهيكل العام للتكاليف في المؤسسة الأمر الذي قد يؤثر على نتيجة المؤسسة، حيث حددها النظام المحاسبي المالي في حساب 661 أعباء الفوائد، والذي يسجل في الحساب المدين منه مجموع الفوائد المرتبطة بفترة المحاسبة على الاقتراض، الديون وعمليات التمويل.

- من أحد أهم العوامل المحددة لنوع التمويل في المؤسسة حيث كلما كان سعر الفائدة أقل من تكلفة الأموال الخاصة في حالة إصدار الأسهم الجديدة فإن المؤسسة ستتوجه أكثر للاقتراض.

¹ www.edcresearchpanel.ca, OP-CIT, voir le 16/02/2010

² Gregory N. Mankiw, **Macroéconomie**, 3^e édition, De Boeck, Bruxelles, 2003, P 114.

³ بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، ص 10.

- يعتبر من العوامل الغير متحكم بها من طرف المؤسسة فمعدل الفائدة يمكن أن تتفاوض عليه المؤسسة مع البنك كما قد يتم وضع قيود عليه من طرف السلطات النقدية لتسيير عملية الائتمان والتحكم في الكتلة النقدية في السوق النقدي.

ثانيا: خطر سعر الفائدة: خطر سعر الفائدة هي: "الوضعية التي تواجهها المؤسسة عند التغيرات في أسعار الفائدة".¹

تجري المؤسسة دائما مقارنة بين مردودية مشروعها الاستثماري وتكلفة رأس مالها الضروري لهذا الاستثمار، فكلما كانت التكلفة كبيرة كلما امتنعت عن الاستثمار، ولكن هذا ليس بشكل مطلق لأن هناك عوامل أخرى تؤثر على قرارات المؤسسة منها:

- المؤسسة مجبرة على تحقيق استثمارات التحديث للاحتفاظ بقدرتها على المنافسة.
- يجب أن تحسب مردودية أي مشروع على المدى الطويل لأنه يمكن لمؤسسات أن تقلل التكلفة الوسطية المرجحة لديونها بالاقتراض القصير المدى عندما تكون أسعار الفائدة مرتفعة.
- عندما تقبل المؤسسات دفع أسعار فائدة مرتفعة إذا كان بإمكانها إدراج هذه التكلفة في سعر البيع دون خطر فقدان مكانها في السوق.

فالتضخم والتوقعات التضخمية مع نجاعة سلاح أسعار المؤسسات تتأثر بتغيرات أسعار الفائدة حسب هيكل استدانتها، وبالتالي فإن تغير سعر الفائدة يؤثر على سلوك المؤسسات لأن ديونها اتجاه البنك هي سعر متغير وكذلك التمويل بالسندات يكون بسعر فائدة قابل للمراجعة دوريا (عند وجود بند ينص على ذلك).²

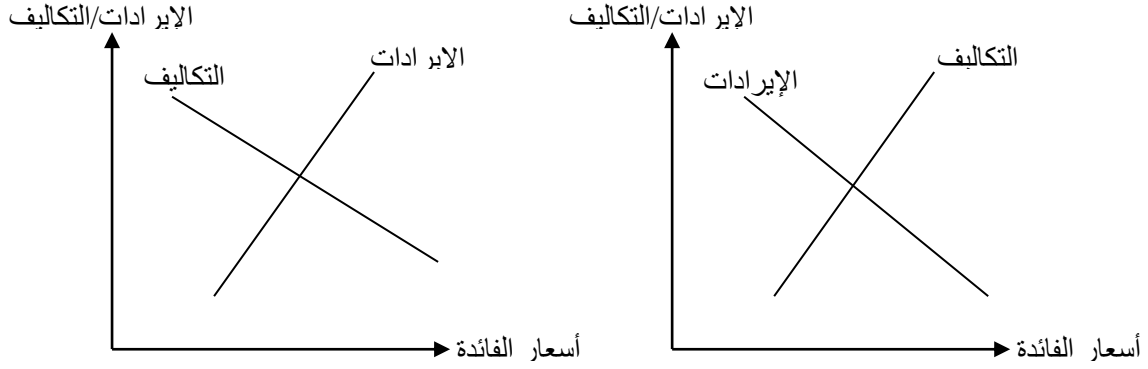
فتغيرات أسعار الفائدة هي عملية ذات وجهين مختلفين بالنسبة للمقرض والمقترض فعند ارتفاع سعر الفائدة فهذا سيشكل عملية مربحة بالنسبة للمقرض الذي سوف يتحصل على إيرادات إضافية، في حين أن ذلك يشكل تكاليف إضافية بالنسبة للمقترض مما سيخفض نتيجة نشاطه وبالتالي انخفاض قدرة التسديد وخاصة إذا كان متعاقدا على قروض مع جهات أخرى، أما في الحالة العكسية وفي حالة انخفاض أسعار الفائدة فإن هذا سيخفض من إيرادات المقرض في حين سوف تتخفض تكاليف المقترض مما يؤدي إلى ارتفاع النتيجة وزيادة القدرة على التسديد، إن التغيرات في أسعار الفائدة تمس أساسا القروض الطويلة الأجل، حيث تأتي هذه التغيرات بسبب العديد من العوامل مثل: التغيرات الاقتصادية، التغيرات المالية، والسياسية، في هذه الحالة سوف تتأثر خزينة المؤسسة وذلك من خلال انخفاض في مردودية التوظيفات المختلفة أو من خلال ارتفاع تكاليف الاقتراض، حيث يمكن أن يتعاطم خطر أسعار الفائدة من خلال التوقعات المتشائمة للأعوان الاقتصاديين، وذلك في مرحلة طويلة لارتفاع أو انخفاض حاد لأسعار الفائدة، فالتوازن بين عرض وطلب الأموال يختل في الوقت الذي يتخذ فيه المستثمرون الاحتياطات عندما يقوم المقرضون بتخفيض أو زيادة أسعار الفائدة، فتقلبات أسعار الفائدة تؤدي إلى وضعيات غير عادية والتي يصعب استيعابها والتحكم فيها.³

1 Mondher Belallah, *Gestion des risques de taux d'intérêt et de change*, De Boeck, Bruxelles, 2005, P 140.

² بخراز يعدل فريدة، مرجع سابق، ص 149.

3 Philippe Kneipe, *OP-CIT*, P 15.

الشكل (12): علاقة سعر الفائدة بالإيرادات والتكاليف



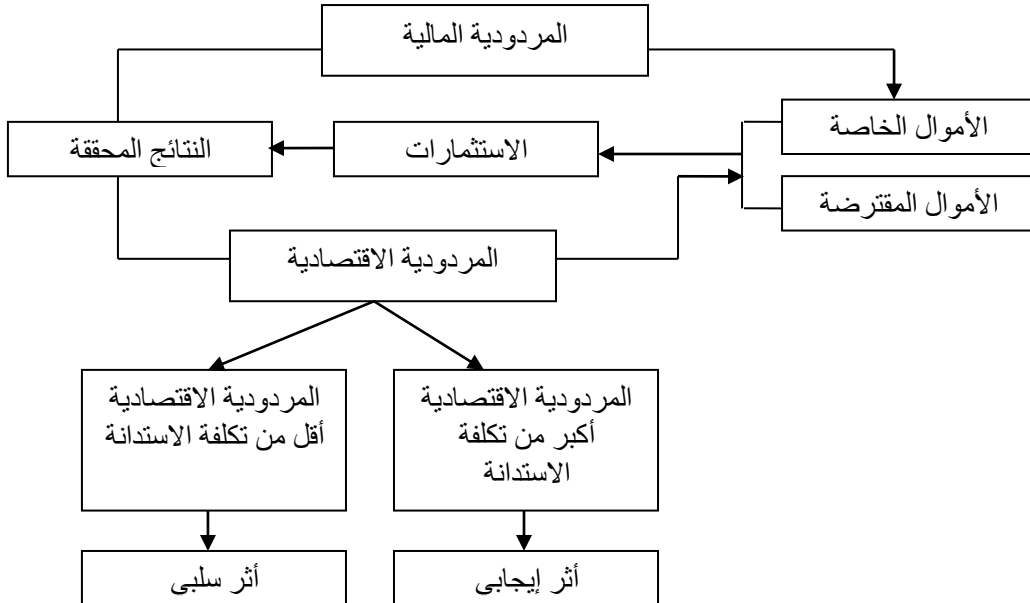
المصدر: من إعداد الطالب

ثالثاً: **سعر الفائدة وأثر الرفع المالي:** إن تكلفة الاقتراض المتمثلة في سعر فائدة القروض يمكن أن يكون لها الأثر الإيجابي بالنسبة للمؤسسة، وذلك من خلال مبدأ أثر الرفع المالي فالاقتراض بمعدل فائدة معين ثم توظيف هذا القرض في حيازة استثمار معين فإذا كانت مردودية هذا الاستثمار أكثر من تكلفة تمويله فإن هذا الفائض سوف يعود لأصحاب الأموال الخاصة.

فمجموع الأموال المقدمة من قبل المقرضين والمساهمين تمويل مجموعة الاستخدامات هذه الاستخدامات تولد نتائج توزع بدورها على التكاليف المالية حيث أن مردودية الأموال الخاصة هي المردودية المالية بينما تنتج مجموعة الأموال المستثمرة (أموال خاصة + قروض) المردودية الاقتصادية، وعندما نقارن بين مردودية الموال الخاصة والمردودية الاقتصادية نجد أن الفرق يعود إلى أثر الرفع المالي.

ولكن قد يحدث العكس فعند مزيد من الاستدانة بمعدل فائدة أعلى من المردودية التي يمكن أن تحصل عليها من استثمار الأموال المقترضة ينتج ذلك عجز سيحمل على مردودية الأموال الخاصة لأن النتيجة تتخض وتصبح مردودية الأموال خاصة أقل من المردودية الاقتصادية، والشكل التالي يوضح العلاقة بين سعر الفائدة وأثر الرفع المالي:

الشكل (13): سعر الفائدة وأثر الرفع المالي



المصدر: من إعداد الطالب

الفرع الثالث: معدلات التضخم

يتمثل المظهر العام للتضخم في الانخفاض المستمر للقيمة الحقيقية لوحدة النقد التي تقاس بالمتوسط العام لمختلف السلع والخدمات الممكن شرائها بهذه الوحدة من النقد.

أولاً: تعريف التضخم: اهتم الاقتصاديون بدراسة التضخم كاصطلاح يعبر عن ظاهرة اقتصادية أو مجموعة من الظواهر الاقتصادية بهدف الوصول إلى تفسير وتحديد دقيق لهذه الظاهرة من حيث المضمون والأبعاد ويمكن تعريف التضخم بأنه: "ازدياد النقد الجاهز دون زيادة في السلع والخدمات، مع زيادة الطلب على العرض الأمر الذي يؤدي إلى الحالة التي تأخذ فيها قيمة النقود بالانخفاض وتأخذ الأسعار في الارتفاع".¹

أهم ما يقال عن التضخم، أنه ظاهرة ناتجة عن عدم التحكم في النشاط الاقتصادي، وهذا لعدة أسباب تختلف من مفكر لآخر باختلاف الزمان والمكان، فظاهرة التضخم متعددة الأبعاد والجوانب وتثير الكثير من القضايا النظرية والتطبيقية، وهذا ما يبين أن تعريف التضخم مهمة صعبة حيث يصطدم بالكثير من المتناقضات من خلال التباعد الفكري بين المدارس والمذاهب الاقتصادية.

كما يمكن أن يطلق مصطلح التضخم على العديد من الظواهر الأخرى:²

- الإفراط في إصدار الأرصدة النقدية وهو التضخم النقدي ويشمل كل زيادة في كمية النقود المتداولة.
- ارتفاع المداخيل النقدية للأفراد بشكل غير عادي وغير مألوف.
- ارتفاع تكاليف عناصر الإنتاج وخصوصاً تكلفة العمل.

ثالثاً: تأثير التضخم على النشاط المالي للمؤسسة: إن لظاهرة التضخم أثر على القوائم المالية، فارتفاع الأسعار يحدث انخفاضاً محسوساً على مستوى القيمة النقدية، الشيء الذي يساهم في الرفع من درجة حساسية المؤسسة اتجاه هذه الظاهرة، حيث يتأثر حساب استغلال المؤسسة وميزانيتها.

أ- تأثير التضخم على الاستثمار: إن نمو المؤسسة يكمن في توسع قدرتها الإنتاجية والتي تتطلب وجود مال ثابت إنتاجي، ولكون ظاهرة التضخم تخفض القيمة النقدية، فبالأكيد نجدها تؤثر على قيمة رأس المال الثابت، فسعر الآلة مثلاً يصبح يتبع المستوى العام للأسعار، فيتعسر على المؤسسة تعويضها بنفس القيمة ونفس الخصائص، بسبب ارتفاع الأسعار والتطور الاقتصادي، لأن مخصصات الاهتلاك - التي تحسب على أساس مبدأى التكلفة التاريخية وثبات الوحدة النقدية - أصبحت غير كافية لتجديد الآلة في فترة التضخم، وهذا النقص في حجم الاهتلاكات يرفع نسبة المردودية الصافية للاستثمار، فتظهر حالة جد سيئة على مستوى توزيع تدفقات التمويل الذاتي.³

وهكذا كلما ارتفع المستوى العام للأسعار، أثر في الموارد الداخلية للمؤسسة فتضطر إلى رفع نسبة مديونيتها، الشيء الذي يفقدها جزءاً من استقلاليتها المالية، وكلما تدهورت قيمة النقد تواجه المؤسسة عقبات

¹ بلعوز بن علي، مرجع سابق، ص 141.

² ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي: قواعد، نظم، نظريات، سياسات، مؤسسات نقدية، دار الفكر، الجزائر، بدون سنة، ص 215.

³ Conseil superieur de l'ordre des experts comptables et comptables agréés, 1976, p 100.

تمويلية صعبة إذا ما قورنت بفترة الاستقرار، ما دامت المؤسسة تعيش ظاهرة التضخم، ما عليها إلا أن تتكيف معها محاولة الاستفادة من هذه الظاهرة أكثر مما تخسره، فترفع نسبة ديونها مثلاً إذا كان معدل الفائدة أقل من معدل التضخم أو تتخذ سياسة مالية تمكنها من رفع نسبة مردوديتها، فتخفض من احتياجاتها التي تتعرض للارتفاع خلال فترة التضخم.

ب- تأثير التضخم على الاستغلال: إن احتياجات دورة الاستغلال تمول برأس المال العامل، لهذا قد تزداد نسبة هذه الاحتياجات فوق مستواها العادي في فترة التضخم، وهذا من جراء ارتفاع القيمة الاسمية للعناصر المكونة لاحتياجات رأس المال كالمخزونات، الحقوق والديون القصيرة.

1- على مستوى المخزونات: في حالة التضخم، يلجأ المسير إلى سياسة التخزين المكثف، فيصبح معدل دوران المخزون بطيئاً فيتعسر على المسير تعويض المخزون لكون قيمته بالتكلفة التاريخية (تكلفة الشراء) تنخفض، وهذا ما يجعله يغير سلوكه ويجبر على متابعة الارتفاع في المستوى العام للأسعار، فكلما حدث ذلك يسارع لرفع أسعار منتوجاته باتباعه لطرق تقدير تنبئه بالارتفاعات المستقبلية لكن رغم هذا لا يصل إلى سعر مطابق لكون الارتفاع يحدث فجأة، إن طريقة تحويل الارتفاع في الأسعار على الزبائن تتسبب في تسارع نسبة التضخم من جهة، وتتطلب اتخاذ إجراءات قد لا تكون في متناول الجميع، كقدرة المنتج على المنافسة، واحتكار السوق، لهذا يستحسن على المسير أن يخلق جواً للمنافسة، فيرفع من نوعية وكمية منتوجاته، ويستخدم تقنيات توزيع حديثة تمكنه من تصريف كل منتوجاته (كالإشهار، خلق منافذ توزيع في مناطق مختلفة) والقيام بمثل هذه العمليات قد تساعده على كسب فائض مالي يوازي على الأقل الارتفاع الموجود على مستوى دورة الاستغلال، أي بمعنى ارتفاع تكاليف مكونات القيمة المضافة كمصاريف المستخدمين، المصاريف المالية، الضرائب والرسوم، فمصاريف المستخدمين غالباً ما تكون مرتفعة جداً وتمثل أكبر نسبة من القيمة المضافة ففي فترة التضخم تصبح تكاليف اليد العاملة تفوق إنتاجية العامل وهذا لأسباب اجتماعية (تحسين القدرة الشرائية) واقتصادية يفسرها التضخم بالتكاليف والتي سبق وأن ذكرناها.

2- على مستوى الحقوق: عندما ترتفع الأسعار، والمؤسسة تبقى محافظة على نفس شروط البيع، تتضرر هذه الأخيرة من جراء ارتفاع القيمة الاسمية لنفس حجم المبيعات، خاصة إذا كانت نسبة أوراق القبض مرتفعة، فالقيمة الاسمية تبقى ثابتة لمدة زمنية معينة مما يتسبب في رفع احتياجات رأس المال العامل.¹

3- الديون القصيرة: في حالة التضخم ترتفع أسعار المشتريات لنفس الحجم ويتخذ المسير سياسة التخزين المكثف، الشيء الذي يؤدي إلى ارتفاع نسبة احتياجات رأس المال العامل أكثر مما هو عليه في فترة الاستقرار.

ج- تأثير التضخم على المردودية: تعتبر مردودية المؤسسة إحدى مؤشرات نجاح نشاطها بحيث تمثل الفرق بين رقم أعمال المؤسسة ومجموع تكاليفها كالمواد الأولية والأجور والمصاريف المالية والمصاريف العامة، أما أثر التضخم على المردودية، فيظهر على مستوى التكاليف حيث يتقل كيانها، ويحدث مشاكل معتبرة يتعرض لها المسير على مستوى العرض والطلب وهنا نطرح السؤال التالي: هل بإمكان المسير أن يعكس هذا الارتفاع في سعر البيع ليحافظ على نسبة الهامش؟.

¹Conseil superieur de l'ordre des experts comptables et comptables agréés, OP-CIT, p 112.

للإجابة على هذا السؤال تظهر فكرتان أساسيتان:¹

- الحفاظ على المردودية بمفهوم القدرة الشرائية الثابتة تتطلب إعادة تقييم كل عناصر التكاليف على أساس ارتفاع المستوى العام للأسعار، فيؤخذ بعين الاعتبار أرباح وخسائر القدرة الشرائية الناتجة عن وجود العناصر النقدية في المؤسسة خلال فترة التضخم.

- الحفاظ على المردودية كعملية تستدعي إدخال تغيرات الأسعار النسبية على مستوى مختلف عناصر التكاليف للحفاظ على استمرارية نشاط المؤسسة في محيط يتميز بحركة الأسعار النسبية.

الفرع الرابع: معدلات الاقتطاعات المالية

إن المؤسسة في علاقتها مع السلطة العامة ستفرض عليها مجموعة من الاقتطاعات، حيث تدفع المؤسسة هذه الاقتطاعات بصفة إجبارية بهدف تدعيم الخزينة العمومية للدولة ولتحقيق أهداف اجتماعية ومن أهم هذه الاقتطاعات نجد الاقتطاعات الضريبية وشبه الضريبية.

أولاً: الاقتطاعات الضريبية:

أ- تعريف الاقتطاع الضريبي: هو: ذلك الاقتطاع المالي والإلزامي والنهائي الذي تحدده السلطة وبدون مقابل حيث يدفع هذا الاقتطاع إلى خزينة الدول بغرض تحقيق أهداف عامة".²
من خلال التعريف السابق فإن الضريبة بالنسبة للمؤسسة تتميز بما يلي:³

- اقتطاع نقدي، حيث يجب دفع الضريبة على شكل نقود ولا يمكن دفعا بأي شكل آخر من الأموال.
- تدفع بصفة إلزامية وإجبارية من طرف المؤسسة ولا تكون للمؤسسة الحرية في دفع الضريبة من عدم دفعها.
- تدفع بصفة إلزامية فهي غير قابلة للاسترداد فهي ليست أمانة أو وديعة تستردها المؤسسة فيما بعد.
- تدفع الضريبة بدون مقابل أي أن المؤسسة لا تعرف مقدار ولا طبيعة المنفعة التي ستعود عليها من خلال النفع العام الذي تحققه الضريبة.
- تجبى الضريبة لتحقيق منفعة عامة فهي لا تحصل لغرض الإنفاق على شيء معين بذاته بل لتغطية نفقات عامة تخص جميع المواطنين والسلطات العامة.

إن الاقتطاع الضريبي في الجزائر على المؤسسات الاقتصادية يسمى بالضريبة على أرباح الشركات حيث جاءت الضريبة على أرباح الشركات لتعويض وتراجع نقائص الضريبة على الأرباح الصناعية والتجارية السابقة، وذلك من خلال أنها:⁴

- تطبق دون استثناء على الأشخاص المعنويين، على عكس الضريبة على الأرباح الصناعية والتجارية التي تفرض على الأشخاص المعنويين في شكل معدل نسبي، وعلى الأشخاص الطبيعيين في شكل معدل تصاعدي.
- تطبق دون التمييز بين المؤسسات الأجنبية والجزائرية.

¹ Ibidem, p 228.

² حميد بوزيدة، جباية المؤسسات، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص 08.

³ حميد بوزيدة، مرجع سابق، ص 08.

⁴ حميد بوزيدة، النظام الضريبي الجزائري وتحديات الإصلاح الاقتصادي في الفترة (1992-2004)، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006، ص 76.

- تطبق وجوبا على الأشخاص الخاضعين لنظام فرض الضريبة حسب الربح الحقيقي مهما كان رقم الأعمال المحقق، وأن هذا الربح يحدد على أساس محاسبة تمسك طبقا للقوانين، والأنظمة المعمول بها، كالقانون التجاري والنظام المحاسبي المالي.

تتميز هذه الضريبة بالخصائص التالية:

- ضريبة وحيدة: لأنها تتعلق بضريبة واحدة تفرض على الأشخاص المعنويين.
- ضريبة عامة: لكونها تفرض على مجمل الأرباح دون تمييز لطبيعتها.
- ضريبة سنوية: إذ أن وعاءها يتضمن ربح سنة واحدة مقفلة.
- ضريبة نسبية: لأن الربح الضريبي يخضع لمعدل واحد وليس إلى جدول تصاعدي.
- ضريبة تعتمد على التصريح الإلزامي للمكلف من خلال إرسال ميزانيته الجبائية لمفتش الضرائب قبل الفتح من أفريل من كل سنة تلي سنة تحقيق الربح.

ب- **معدل الاقتطاع الضريبي:** هو ذلك المعدل الذي بواسطته يتم حساب مبلغ الاقتطاع الذي سوف يقدم إلى خزينة الدولة حيث:

الاقتطاع الضريبي = الربح الإجمالي الخاضع للضريبة x معدل الاقتطاع.

حيث: يتمثل الربح الخاضع للضريبة من الربح الصافي المحدد حسب نتيجة مختلف العمليات مهما كانت طبيعتها، بشرط أن تتجزأ المؤسسة بما في ذلك التنازل عن أي عنصر من عناصر الأصول.

إن الربح الصافي يحدد بالفرق بين قيم الأصول الصافية عند اختتام وافتتاح الفترة التي تستخدم النتائج المحققة فيها كقاعدة للضريبة، مقتطعا منها الزيادات المالية، وتضاف إليها الاقتطاعات التي يقوم بها صاحب الاستغلال، أو الشركاء خلال هذه الفترة.

وكلما كان معدل الاقتطاع كبيرا كلما أدى ذلك إلى زيادة مبلغ الاقتطاع المالي وهو ما يؤدي إلى العديد من التأثيرات على النشاط المالي للمؤسسة.

ج- **تأثير الاقتطاع الضريبي على المؤسسة:** إنه من المفروض وحسب المبدأ الضريبي الذي ينص على أن الضريبة تدفع إلى خزينة الدولة وبدون مقابل وبالتالي فمن النظرة المالية فإنه لا تعتبر الضريبة كتكلفة بالنسبة للمؤسسة بل يجب حسابها بعد حساب جميع الإيرادات ثم طرح جميع التكاليف و لا يمكن بأي حال أن تحسب هذه الضريبة كتكلفة على المؤسسة بل هي حق من حقوق الدولة التي يجب أن تدفعها المؤسسة ولكن إن فرض الضريبة سوف يكون له العديد من الآثار على مختلف الجوانب المالية للمؤسسة نذكر منها:

1- **التأثير على قدرة التمويل الذاتي:** كلما كان معدل الضريبة مرتفعا كلما أدى ذلك على التخفيض في قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي وبالتالي التأثير على قدرة المؤسسة على الزيادة في الاستثمار والتطور والنمو حيث:

النتيجة الصافية = النتيجة الإجمالية - الاقتطاع الضريبي

قدرة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + الاهتلاكات والمؤنات

من خلال العلاقتين السابقتين يمكننا الاستنتاج بأنه كلما كان الاقتطاع الضريبي كبيراً كلما أثر ذلك سلباً على قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي.

2- التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة: تتأثر القيمة السوقية للمؤسسة بالقيمة السوقية لأسهمها في البورصة، وتحدد القيمة السوقية في البورصة من خلال مقدار التوزيعات من الأرباح على الأسهم ويقصد بالأرباح هنا هو النتيجة الصافية للمؤسسة لأن المؤسسة سوف تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين بعد تسديد جميع الديون وحقوق حملة الأسهم الممتازة حيث سوف تتأثر هذه التوزيعات بمقدار الاقتطاع الضريبي فكلما كان الاقتطاع الضريبي كبيراً كلما أثر بالسلب على النتيجة الصافية وبالتالي على التوزيعات وهو ما يؤثر حتماً على القيمة السوقية للمؤسسة.

3- تأثير الضريبة على اختيار الاستثمار: تقييم الاستثمارات على أساس التدفقات النقدية المتأثرة من هذه الاستثمارات ويتم حساب هذه التدفقات النقدية بعد الاقتطاع الضريبي، فكلما كان التدفق المتأثر من هذه الاستثمارات كبيراً كلما أدى ذلك إلى قبول هذه الاستثمارات أما إذا كان الاقتطاع الضريبي سيقوم بامتصاص هذه التدفقات النقدية بشكل كبير كلما أدى ذلك على رفض هذه الاستثمارات.

4- تأثير الضريبة على الاهتلاك: إن الاهتلاك يمثل تكلفة فعلية مقابل انخفاض رأس المال نتيجة استخدام الأصول، وأن توزيع هذا المقابل؛ بمعنى التوزيع الجزئي لرأس المال، هو ما يبرر مقابل الاهتلاك من الربح، انطلاقاً من فكرة أن الأموال المتولدة من المبيعات تفوق المصروفات التي تستخدم أموالاً حاضرة، بالتالي، فإن الاهتلاك يحقق ميزة جبائية، وله تأثير على الفائض النقدي بعد الضريبة، فهو بمثابة قيد محاسبي لتوزيع تكلفة شراء الأصول الثابتة، التي كانت عبارة عن تدفقاً خارجياً في ذلك الوقت. ومن غير الضروري تعديل نسب الاهتلاك للأخذ في الاعتبار مستويات الأسعار لأن الاهتلاك ليس مورداً للأموال، وبدلاً من ذلك والأنسب القيام بتعديل سياسة تسعير المنتجات، وبذلك يمكن أن تتحسن الوضعية المالية للمؤسسة، من خلال زيادة الإيرادات بدلاً من رفع أقساط الاهتلاك.¹

5- تأثير الخطر الجبائي: إن فكرة الخطر الجبائي تتعلق أساساً بتصرفات المؤسسة تجاه الالتزامات التي يحددها القانون الجبائي²، ويعتبر الخطر الجبائي أحد المخاطر المترتبة على مخاطر التسيير المرتبطة مباشرة بتصرفات المؤسسة نتيجة عدم التزامها واحترامها للقواعد الجبائية، وتحدد أساساً في العقوبات والغرامات وتشويه سمعتها لدى إدارة الضرائب، يتم اكتشاف الخطر الجبائي من طرف إدارة الضرائب، من خلال المراقبة التي تقوم بها والمتعلقة بتصريحات وكشوفات المؤسسة، وقد يرجع سبب ذلك إلى سوء فهم وترجمة نصوص القانون الضريبي. كما قد يكون نتيجة محاولة الغش أو التهرب الضريبي، وبالتالي الإخلال باحترام القواعد الجبائية.

6- التأثير على مردودية المؤسسة: يمكن أن يظهر التأثير الضريبي بصورة غير مباشرة على مردودية المؤسسة، من خلال الآثار الإيجابية المتأثرة من قرار الاستثمار والمزايا الضريبية التي يحققها، و من ثم انعكاساته على المردودية المالية للمؤسسة. كما يمكن أن يكون هذا التأثير تبعاً لقرارات التمويل إذ يترتب على

¹ محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية، مدخل لاتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص، 353.

² Cozian. Michel, *Les Grands Principes de Fiscalité de L'Entreprise*, Dunod, Paris, 1986, P 87.

اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة آثار ضريبية على المردودية المالية، وهنا تختلف نتائج هذا التأثير في حالة التمويل بالديون عن التمويل بالأسهم أو عند التمويل الذاتي، من جهة أخرى يمكن ملاحظة مدى تأثير الضريبة على مردودية المؤسسة بصورة مباشرة، من خلال مفهوم المردودية المالية وذلك بالتركيز على عنصر الربح، وهنا يظهر التأثير مباشرة على النتيجة الصافية للمؤسسة¹.

ثانياً: الاقتطاعات الضريبية الأخرى وشبه الضريبة: هناك نوع آخر من الاقتطاعات الضريبية وقد تم تسميتها بالاقتطاعات الشبه الضريبة الأخرى لأنها لا تفرض مباشرة على الربح المحقق من طرف المؤسسة ولكن هذه الاقتطاعات تفرض قبل اقتطاع الضريبة الأساسية وتحسب هذه الاقتطاعات في هيكل التكاليف في المؤسسة، بالإضافة على ذلك توجد الاقتطاعات الاجتماعية وهي تخص بالأساس الخدمات والنشاطات الاجتماعية الخاصة بالعمال والتزامات رب العمل اتجاه صناديق الضمان الاجتماعي وصناديق التقاعد.

أ- الاقتطاعات الضريبية الأخرى: وتحدد هذه الاقتطاعات حسب القوانين المختلفة وهي تمثل مجموعة الضرائب والرسوم الغير مباشرة، والتي تسجل ضمن حسابات التكاليف، وتختلف من مؤسسة لأخرى حسب طبيعة القوانين المطبقة والقطاع الذي تنشط فيه المؤسسة، حيث لا تحسب الضريبة على الأرباح ضمنها.

ب- الاقتطاعات شبه الضريبية: الرسوم شبه الجبائية هي: " كل الحقوق والرسوم والأتاوى المحصلة لفائدة شخص معنوي غير الدولة والجماعات المحلية "².

وتحدد قائمة الرسوم الشبه الجبائية في جدول ملحق بقانون المالية، حيث يمكن تحديد الفرق بين الاقتطاعات الجبائية وشبه الجبائية:³

ج- تأثير الاقتطاعات الضريبية الأخرى وشبه الضريبة: إن هذه الاقتطاعات تشكل تكاليف مالية مرتبطة بنشاط استغلال المؤسسة، وبالتالي فإن تأثير هذه الاقتطاعات سوف يكون على نتيجة المؤسسة فكلما كانت معدلات هذه الاقتطاعات كبيرة كلما أثر ذلك على نتيجة المؤسسة وكلما أثر على سعر منتجاتها وهو سوف يكون له تأثير من خلال:

- الجانب الأول: ارتفاع سعر تكلفة المنتجات وهو ما يعني أن المنتجين سيعملون هذه الزيادة في سعر البيع وبالتالي عدم قدرة المستهلكين على شراء المنتجات وهو ما يؤدي إلى كساد وبالتالي حدوث أزمات وخاصة في حالة التضخم الكبير وارتفاع الأسعار.

- ضعف تنافسية المؤسسة خاصة من ناحية التكلفة فإن زيادة معدلات الاقتطاعات سيؤثر على التكاليف لجميع المؤسسات في نفس الدولة، التي يمكن إن تواجه منافسة من مؤسسات أجنبية يمكن أن تتمتع بإعفاء من هذه الاقتطاعات أو تخفيضات مهمة وهو ما يحدث مشاكل على عدة أصعدة.

¹ Berterandon. Jack et autres, **Gestion Fiscale et Principes de L'Entreprise**, Paris, PUF, 1987, P 78.

² المادة رقم 15 من القانون 84-17 الصادر في 07 جويلية 1984 المتعلق بقوانين المالية، الجريدة الرسمية، العدد 28.

³ حميد بوزيدة، جبابة المؤسسات، مرجع سابق، ص 14.

- إن ارتفاع الاقتطاعات قبل الضريبة مع ارتفاع معدل الاقتطاع الضريبي سيكون له الأثر السلبي على المؤسسة من خلال ارتفاع التكلفة وانخفاض السعر لأن المؤسسة سوف ترغب في المنافسة وبالتالي انخفاض هامش الربح مع ارتفاع معدل الاقتطاع الضريبي سوف يؤثر بشكل كبير على قدرة التمويل الذاتي وعلى مردودية المؤسسة.

المطلب الخامس: الإجراءات القانونية والسياسات الاقتصادية ووسائل الدفع

يخضع النشاط المالي للمؤسسة لإطار قانوني تضطر المؤسسة للتعامل معه حيث يتضمن مختلف الإجراءات التي تضبط التعاملات المالية للمؤسسة مع مختلف الأطراف، كما يفرض المحيط المالي على المؤسسة طرق محددة للتعاملات المالية بين مختلف الوسائط وتتمثل في وسائل الدفع والائتمان.

الفرع الأول: أهم القوانين التي تؤثر على النشاط المالي للمؤسسة

إن نشاط المؤسسة في أي دولة معينة يخضع لمختلف القوانين والتشريعات التي تنظم نشاط المؤسسة وتحدد مختلف حقوق المؤسسة والتزاماتها اتجاه تلك الدولة وتؤثر المؤسسة بمختلف القوانين والتشريعات الصادرة على مستوى العديد من الجوانب المالية ومن بين أهم هذه القوانين يمكن أن نجد:

أولاً: القانون التجاري: هو مجموعة من القواعد القانونية التي تقوم بتنظيم سير المؤسسات من الناحية التجارية ويحدد بالخصوص بالنسبة للمؤسسة العناصر التالية:

- الشكل القانوني للمؤسسة: شركة تضامن، شركة ذات مسؤولية محدودة، شركة مساهمة.
- مختلف إجراءات إنشاء المؤسسة وطرق تأسيسها حسب طبيعة المؤسسة والتسجيل في السجل التجاري وإشهار وجود المؤسسة.

- طرق تعيين مجلس الإدارة أو المديرين وحقوق المدير.

- طرق تحديد رأس المال وتعديله.

- طرق حل المؤسسة وتصفيتها.

- الاندماج وحل الاندماج.

- طرق ووسائل الدفع.

ثانياً: قانون الاستثمار: يحدد قانون الاستثمار النظام الذي يطبق على الاستثمارات الوطنية والأجنبية المنجزة في النشاطات الاقتصادية المنتجة للسلع والخدمات وكذلك الاستثمارات التي تنجز في إطار منح الامتياز و/أو الرخصة.¹

حيث يقصد بالاستثمار في هذا المفهوم:

- اقتناء أصول تدرج في إطار استحداث نشاطات جديدة، أو توسيع قدرات الإنتاج، أو إعادة التأهيل، أو إعادة الهيكلة.

- المساهمة في رأس مال مؤسسة في شكل مساهمات نقدية أو عينية.

¹ المادة رقم 01 من الأمر رقم 03-01 الصادر في 20 أوت 2001 المتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية، العدد 47.

- استعادة النشاطات في إطار حوصصة جزئية أو كلية.
- إن قانون الاستثمار يسعى لدعم إنشاء استثمارات وطنية أو أجنبية تدعما للتنمية الاقتصادية وبالتالي فهو موجه بالخصوص لفائدة المؤسسات الجديدة حيث يتيح هذا القوانين مجموعة من الامتيازات والتي من أهمها:
 - الإعفاء من الرسوم والحقوق الجمركية، فيما يخص السلع غير المستثناة والمستوردة والتي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار.
 - الإعفاءات من الرسم على القيمة المضافة فيما يخص السلع والخدمات غير المستثناة المستوردة أو المقتناة محليا والتي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار.
 - الإعفاء من دفع حق نقل الملكية بعوض عن كل المقتنيات العقارية التي تمت في إطار الاستثمار المعني.
 - الإعفاء من الضريبة على الأرباح والرسم على النشاط المهني.
- كما يحدد قانون الاستثمار شروط الاستفادة من الامتيازات ومختلف الهيآت العمومية المسؤولة عن منح امتيازات الاستثمار.

ثالثا: قانون المالية: لقد اعتمد المشرع الجزائري على في تعريفه لقانون المالية على الأمر رقم 17-84 الصادر في 07 جويلية 1984 في المادة رقم 06 بأن الإيرادات والنفقات النهائية للدولة تحدد سنويا بموجب قانون المالية كما توزع وفق الأحكام التشريعية وهي شكل الموازنة العامة للدولة.

يتضح أن الميزانية تتشكل من الإيرادات والنفقات فهي عبارة عن مجموع حسابات في حين أن قانون المالية يرخص بإنجاز هذه الإيرادات والنفقات فهو الحامل للميزانية فهو ليس مجرد وثيقة حكومية بل هو قانون ملزم التطبيق حيث يمثل الرخصة التشريعية لإنجاز الميزانية، حيث لا يمكن اعتماد أو تنفيذ الميزانية إلا من خلال قوانين المالية، لأن ترخيصها يتم من طرف السلطة التشريعية وتكون على شكل قانون وهذه الرخصة من البرلمان شرع في تطبيقها بداية من سنة 1978 حيث كانت من قبل من صلاحيات مجلس الثورة.¹

لقد تضمن القانون رقم 17-84 في المادة رقم 02 منه مختلف أنواع قانون المالية:

- **قانون المالية السنوي:** حيث يخضع قانون المالية لمبادئ المالية العامة ومن أهمها قانون السنوية حيث إن قانون المالية يرخص للإيرادات والنفقات لمدة السنة الواحدة.
- **قانون المالية التكميلي:** قد تضطر السلطة الحكومة إلى وضع قانون مالية تكميلي يتماشى مع التغيرات الحاصلة سواء في الإيرادات أو النفقات حيث يصادق عليه البرلمان.
- **قانون ضبط الميزانية:** يشكل الوثيقة التي بمقتضاها يتم تنفيذ قانون المالية وعند الاقتضاء قوانين المالية التكميلية، والمعدلة الخاصة بكل سنة مالية الهدف منه ضبط النتائج لكل سنة وإجازة الفروقات بين ما تم تنفيذه فعلا وبين ما هو مخطط حيث يعتبر أداة للرقابة من طرف السلطة التشريعية.
- تؤثر قوانين المالية على المؤسسة من خلال العنصرين الأساسيين للموازنة العامة للدولة كما يلي:

¹ درواسي مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر 1990-2004، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005، ص 380.

1- الإيرادات العامة: تتشكل الإيرادات العامة للموازنة من عدة مصادر ومن بين أهم هذه المصادر نجد الضرائب والرسوم حيث يحدد قانون المالية مختلف معدلات الضرائب والرسوم، حيث قد تلجأ الحكومة إلى فرض ضرائب ورسوم إضافية أو رفع المعدلات القائمة كما يمكنها إلغاء بعض الضرائب أو تخفيض المعدلات القائمة وذلك حسب السياسة الاقتصادية المنتهجة من طرف الحكومة، فقانون المالية يمكن أن يشكل عنصر دعم للمؤسسة كما قد يشكل عنصر تهديد.

2- النفقات العامة: يمكن أن تنص بعض بنود قانون المالية فيما يخص النفقات العامة على منح مساعدات مالية للمؤسسات الوطنية تدعماً لقدراتها التنافسية أو لدعمها ولتخفيف حالات العجز المالي لهذه المؤسسات أو لتأهيلها بهدف خوصصتها، حيث تشكل هذه المساعدات الحكومية من عناصر التي يمكن أن تدعم المؤسسة حيث تتعالى أصوات الداعين على الحرية الاقتصادية بمنع هذه المساعدات والابتعاد التام للسلطة العامة عن النشاط الاقتصادي.

رابعا: قانون الضرائب: يحدد قانون الضرائب بالنسبة للمؤسسة مختلف العناصر المتعلقة بعلاقة المؤسسة مع إدارة الضرائب حيث يحدد بالخصوص:

- وعاء الضريبة وطرق تقديره.
- المعدلات المطبقة.
- التخفيضات الممكنة على المعدلات وعلى وعاء الضريبة.
- طرق تحصيل ودفع الضريبة.
- مختلف تواريخ دفع الأقساط الضريبية.
- العقوبات والغرامات الجبائية في حالات التأخر وحالات التهرب الضريبي.
- مختلف الرسوم والطواع الجبائية التي تدفعها المؤسسة.
- الامتيازات والإعفاءات الممنوحة وكيفية الاستفادة منها.
- كفاءات التصريح والدفع.

إن قانون الضرائب يرتبط بقانون المالية فهو الصفحة الخاصة بإيرادات الموازنة العامة من مصدر الضرائب والرسوم، حيث يتم إنشاء مختلف الضرائب والرسوم الضريبية بواسطة قانون المالية، ففي الجزائر تم إصدار قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة في سنة 1992 وهو يعتبر بمثابة القانون الأساسي للنظام الضريبي الجزائري، ومنذ ذلك الحين شهد العديد من التغييرات في معدلات الضرائب والرسوم حيث تم إنشاء العديد من الرسوم وإلغاء البعض أين تصدر جميع هذه التعديلات في قانون المالية أو بمراسيم إضافية حسب الحالة الاقتصادية للدولة.

خامسا: قانون الجمارك: حسب المادة رقم 04 من القانون رقم 79-07 الصادر في 21 جويلية 1979 المعدل والمتمم بالقانون رقم 98-10 المؤرخ في 22 أوت 1998 المتضمن قانون الجمارك فإنه يطبق التشريع والتنظيم الجمركيين على جميع البضائع المستوردة أو المصدرة وكذا على البضائع ذات المنشأ الجزائري الموضوعة تحت نظام جمركي موقف للحقوق الداخلية للاستهلاك.

حيث تطبق القوانين والأنظمة على كامل الإقليم الجمركي، ويقصد بالإقليم الجمركي الإقليم الوطني والمياه الداخلية والمياه الإقليمية والمنطقة المتاخمة والفضاء الجوي الذي يعلوها.

يحدد قانون الجمارك وينظم عمليات التصدير والأنظمة الخاصة بها حيث يفرض شروط معينة على المؤسسات والسلع المصدرة والمستوردة وكيفية التطبيق كما يحدد بالنسبة للمؤسسة:

- قواعد التعريفات الجمركية.
- حماية الملكية الفكرية.
- تنظيم إدارة الجمارك وسيرها.
- المخازن ومساحات الإيداع المؤقت.
- النظم الجمركية الاقتصادية
- الحقوق والرسوم المختلفة التي تحصلها إدارة الضرائب.
- المنازعات الجمركية.

إن تأثير القوانين والأنظمة الجمركية على المؤسسة سيكون بالأساس من خلال أنظمة التعرف الجمركية وهي مختلف الرسوم الجمركية التي تفرض على السلع المصدرة أو المستوردة، وتخضع هذه الرسوم إلى السياسات التجارية الدولية لمختلف الدول.

سادسا: قانون الصفقات العمومية: حسب المادة رقم 03 من المرسوم الرئاسي رقم 15-247 الصادر في 16 سبتمبر 2015 الذي يتضمن تنظيم الصفقات العمومية فإن الصفقة العمومية هي عقود مكتوبة في مفهوم التشريع المعمول به تبرم وفق الشروط المنصوص عليها قصد إنجاز الأشغال واقتناء المواد والخدمات والدراسات لحساب المصلحة المتعاقدة.

قانون الصفقات العمومية هو القانون الذي يحدد تنظيم الصفقات محل مصاريف الإدارات العمومية، والهيئات الوطنية المستقلة والولايات والبلديات والمؤسسات العمومية ذات الطابع الإداري بالإضافة إلى مراكز البحث والتنمية والمؤسسات العمومية الخصوصية ذات الطابع العلمي والتكنولوجي، والمؤسسات العمومية ذات الطابع العلمي والثقافي والمهني والمؤسسات العمومية ذات الطابع الصناعي والتجاري عندما تكلف هاته الأخيرة بإنجاز

مشاريع استثمارات عمومية بمساهمة نهائية لميزانية الدولة، وتدعى في صلب النص المصلحة المتعاقدة.¹

إن قانون الصفقات العمومية يحدد كيفية وإجراءات برامج الصفقات ما بين المؤسسة والهيئات التابعة للدولة وكيفية تطبيق وحقوق واجبات كل طرف متعاقد على الصفقة كما يحدد كذلك:

- الصفقات والمتعاملون المتعاقدون.
- كيفية إبرام الصفقات العمومية.
- إجراءات إبرام الصفقات.
- كيفية اختيار المتعاقدين.
- أسعار الصفقات.

¹ المادة رقم 02 من المرسوم الرئاسي رقم 15-247 المؤرخ في 16 سبتمبر 2015 الذي يتضمن تنظيم الصفقات العمومية، الجريدة الرسمية، العدد 16.

- كفاءات الدفع.
- الضمانات.
- حالات وكفاءات فسخ العقود.
- تسوية النزاعات.
- الرقابة على الصفقات.

إن قانون الصفقات قد يشكل عائق وخاصة أمام المؤسسات الجديدة وذلك نظرا لاشتراط الخبرة الطويلة في مجال النشاط واشتراط درجات تأهيل كبيرة للظفر بمختلف الصفقات التي تطرحها المؤسسات العمومية، على عكس المؤسسات التي تملك مدة نشاط طويلة وخبرات كبيرة.

الفرع الثاني: السياسات الاقتصادية

تؤثر مختلف السياسات الاقتصادية المنتهجة من طرف الحكومات على المؤسسات من خلال العديد من الجوانب حيث قد تفرض إجراءات اقتصادية حكومية تهدد المؤسسة كما قد تساعد هذه الإجراءات المؤسسة وتدعمها

تعرف السياسة الاقتصادية بأنها: "مجموعة الإجراءات الحكومية التي تحدد معالم البيئة الاقتصادية التي تعمل في ظلها الوحدات الاقتصادية الأخرى".¹

فالسياسة الاقتصادية هي عبارة عن مجموعة الأدوات والأهداف الاقتصادية والعلاقات المتبادلة بينهما والسلطة العامة هي المسؤولة عن تنفيذ وإعداد السياسة الاقتصادية، حيث تقوم الدولة باتخاذ إجراءات وخطوات بهدف تحقيق مجموعة من الغايات الاقتصادية والاجتماعية، وذلك من خلال من محاولة الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة لتحقيق أكبر قدر ممكن من الأهداف أي استخدام أقل قدر ممكن من الموارد لتحقيق أقصى قدر ممكن من الأهداف.

فكلما كانت السياسة الاقتصادية تتصف بالكفاءة والفعالية كلما أمكن تحقيق معدلات نمو عالية، فالسياسة الاقتصادية تسعى إلى إشباع حاجات أفراد المجتمع من مختلف السلع والخدمات وخاصة السلع العامة وتحقيق النمو الاقتصادي وزيادة فرص التوظيف في المجتمع حتى يمكن معالجة مشكلة البطالة بالإضافة إلى تحقيق استقرار في المستوى العام للأسعار بهدف المحافظة على مستوى معيشة المجتمع إلى جانب تحسين وضع ميزان المدفوعات وتقليل حجم الواردات وزيادة حجم الصادرات.²

يمكن تحديد أدوات السياسة الاقتصادية التي تعتمد عليها الدولة لتنظيم الاقتصاد من أهمها:

- السياسة النقدية.
- السياسة المالية.
- السياسة التجارية

¹ نعمت الله نجيب وآخرون، مقدمة في الاقتصاد، الدار الجامعية، بيروت، 1990، ص 441.

² درواسي مسعود، مرجع سابق ص 44.

أولاً: السياسة المالية:

أ- تعريف السياسة المالية: تعرف السياسة المالية للحكومة بأنها: "مجموعة الإجراءات المتخذة من قبل السلطات الحكومية لتعديل حجم النفقات العامة أو الحصيلة الضريبية من أجل خدمة أهداف اقتصادية محددة ولاسيما من أجل معالجة البطالة أو التضخم، ويكون لزيادة النفقات العامة نفس أثر تخفيض الضرائب، كما لتخفيض النفقات العامة نفس أثر زيادة الضرائب".¹

يقصد بالسياسة المالية الطريق التي تنتهجها الدولة لاستخدام الأدوات المالية، الإيرادات العامة والنفقات العامة والموازنة العامة، لمواجهة وعلاج المشاكل الاقتصادية المختلفة، ولتحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية التي تتبعها الدولة.²

فالسياسة المالية تكمن في الدور الذي تقوم به الدولة في فرض الضرائب وتحصيلها للإيرادات، والتي يتم إنفاقها في مجال الخدمات العامة، وهي بذلك تهدف لتحقيق مجموعة من الأهداف:

- الوصول إلى مستوى التشغيل الكامل.

- الوصول إلى معدلات نمو اقتصادية.

- تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار.

- العمل على رفاهية المجتمع وإعادة توزيع الدخل بشكل عادل.

ب- تأثير السياسة المالية على المؤسسة: تؤثر السياسة المالية على نشاط المؤسسة من خلال توجهات الدولة نحو تشجيع قطاعات اقتصادية معينة أو تشجيع مستوى الاستهلاك لدى المجتمع:

1- في حالة الكساد: يظهر الكساد في الاقتصاد حينما يعاني من حالة انخفاض مستوى الطلب الكلي والمقترن بعجز تصريف المنتجات مما يعني وجود بطالة أي نشاط الاقتصادي يمر بحالة تباطؤ وفي هذه الحالة فإن الدولة ستقوم ب:

- زيادة مستوى الإنفاق العام: فإنفاق الدولة هو بمثابة دخول للأفراد وعند زيادة دخولهم يرتفع مستوى الطلب الكلي عندما تلجأ المؤسسات إلى زيادة إنتاجها وبالتالي إلى توظيف عمال جدد، مما يرفع مرة أخرى من دخول الأفراد ويعالج البطالة ويدفع بعجلة الاقتصاد إلى الأمام.

- تخفيض الضرائب أو منح امتيازات ضريبية ففي هذه الحالة سوف تنخفض تكاليف المؤسسات كما تزيد قدرتها على التمويل الذاتي وبالتالي زيادة الاستثمارات وتوظيف عمال جدد وانخفاض الأسعار وتشجيع الاستهلاك أي زيادة الطلب مما يعني دوران عجلة الاقتصاد وحل مشاكل البطالة والتخلص من الكساد.

- استخدام مزيج من الطريقتين السابقتين أي زيادة الإنفاق الحكومي وتخفيض الضرائب.

2- حالة الانكماش: تقوم الدولة بمجموعة من الإجراءات من أهمها:

- تخفيض الإنفاق الحكومي: وبالتالي انخفاض دخول الأفراد في المجتمع وفي هذه الحالة سوف لن تقوم المؤسسات بالإنتاج بكميات كبيرة أو التخفيض من الإنتاج مما يكبح الاستهلاك وتخفض الأسعار.

¹ أحمد الأشقر، الاقتصاد الكلي، الدار العالمية الدولية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص338.

² احمد زهير شامية، النقود والمصاريف، دار زهران للنشر، عمان، 1993، ص،345.

- فرض ضرائب جديدة أو زيادة المعدلات القائمة: وهو ما يعني ارتفاع التكاليف وانخفاض قدرة التمويل الذاتي الذي يصاحبه انخفاض القدرة الشرائية للمستهلكين وهو ما يعني انخفاض نشاط المؤسسة.
- مزيج من السياستين أي خفض الإنفاق وزيادة الضرائب.

ثانيا: السياسة النقدية:

أ- **تعريف السياسة النقدية:** تعرف السياسة النقدية على أنها: "مجموعة الإجراءات التي تتخذها الدولة في إدارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد، فهي مجموعة من القواعد والأحكام التي تتخذها الحكومة أو أجهزتها المختلفة للتأثير في النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في الرصيد النقدي".¹

وتهدف السياسة الاقتصادية إلى تحقيق العديد من الأهداف تمس جوانب مختلفة فمن ناحية تهدف إلى التأثير على عرض النقود لإيجاد التوسع والانكماش في حجم القوة الشرائية للمجتمع فالهدف من زيادة القدرة الشرائية هو تنشيط الطلب الاستهلاكي والاستثماري وزيادة الإنتاج وتخفيض البطالة والعكس يؤدي إلى تخفيض القوة الشرائية والحد من التوسع في الإنتاج.

وبصفة عامة فأهداف السياسة النقدية تتمثل في:²

- تحقيق المعدل المثل للنمو الاقتصادي المصحوب بالعمالة الكاملة.
- العمل على الاستقرار النقدي داخليا وخارجيا.
- إحكام الرقابة على الائتمان بما يتناسب والوضع الاقتصادي القائم.
- تعبئة المدخرات والموارد المالية اللازمة لتمويل البرامج الاستثمارية.
- العمل على التوزيع العادل للثروة.

ثانيا: **تأثير السياسة النقدية على المؤسسة:** لما كان من أهداف السياسة النقدية المحافظة على استقرار الأسعار والتضخم وكمية النقد في الدولة التي تتحكم فيها البنوك بدرجة كبيرة ولأن للبنوك دور في إتاحة التمويل للمؤسسة بواسطة القروض الممنوحة فإن ذلك كله سوف يؤثر على قدرة التمويل للمؤسسة أي قدرتها على الحصول على القروض البنكية حسب الوضعيات الاقتصادية المختلفة حيث ستؤثر السياسة النقدية على قدرة التمويل من خلال أدوات السياسة النقدية:

1- **الأدوات الكمية:** وتتمثل هذه الأدوات في، سياسة معدل إعادة الخصم، سياسة السوق المفتوحة، سياسة معدل الاحتياطي القانوني.

2- **الأدوات الكيفية:** وتتمثل هذه الأدوات في: سياسة تأطير القروض، السياسة الانتقائية للقروض، السقوف التمويلية، الإقناع الأدبي، الرقابة على شروط البيع بالتنسيق.

تتدخل السلطة النقدية ممثلة في البنك المركزي للدولة في الاقتصاد بواسطة الأدوات السابقة للتأثير في الكتلة النقدية حسب توجهات السلة النقدية توسعية أو انكماشية:

¹ بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص 112.

² نفس المرجع، ص 114.

- ففي حالة السياسة التوسعية سوف يعمل البنك المركزي على طرح المزيد من السيولة في الاقتصاد عن طريق الجهاز البنكي وهو ما يمثل فرصة للمؤسسة لأن القروض سوف تكون متاحة ومعدلات الفائدة منخفضة كما قد تستفيد المؤسسة إذا كانت تنتمي لقطاع ترغب الدولة في تشجيعه بواسطة مزيد من التمويل.

- أما في حالة السياسة الانكماشية فإن البنك المركزي سوف يعمل على امتصاص السيولة من الاقتصاد وبالتالي سوف يطبق الطرق السابقة من أجل الحد من منح الائتمان البنكي للمؤسسة وهو ما يشكل عائق أمام المؤسسات لأن أسعار الفائدة سوف تكون مرتفعة وبالتالي ارتفاع تكلفة الاقتراض أو توجه الدولة لتشجيع قطاع آخر غير الذي تنشط فيه المؤسسة، بالإضافة إلى أن السيولة الغير كافية لا تسمح للإفراد بالاستهلاك مما يؤدي إلى تخفيض الطلب على منتجات المؤسسة.

ثالثاً: السياسة الاقتصادية الدولية:

أ- تعريف السياسة الاقتصادية الدولية: يقصد بالسياسة الاقتصادية الدولية توجيه حركات السلع والخدمات ورؤوس الموال والموارد البشرية والمعلومات والصرف الأجنبي فيما بين الدول المختلفة من قبل سلطات بلد ما أو بقرارات معتمدة تشريعياً لمؤسسات دولية أو إقليمية معينة.

وتهدف السياسة الاقتصادية الدولية إلى زيادة ربحية التعاملات الجارية من خلال التبادل الدولي أو إلى رفع المركز التنافسي لمنتجات وموارد الاقتصاد المعني في السواق العالمية.

خلال الفترة ما بين الحربين العالميتين الأولى والثانية سادت سياسة الحماية وازدادت القيود على التبادلات الدولية ومما كرس هذه السياسات تعدد أقطاب ومراكز السيطرة في الاقتصاد الدولي وعدم وجود قاعدة نقدية مستقرة واستمرار الأزمة العالمية وتقلباتها الشديدة، لكن وتجاوزاً لمشكلات الحماية حدث تحول كبير باتجاه سياسة الحرية الاقتصادية بعد الحرب العالمية الثانية وقد بدأ هذا التحول مع اتفاقية Bretton Woods سنة 1944 عندما تم تأسيس المؤسسات المالية: صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير، ومن ثم قامت مسيرة مفاوضات متعددة الأطراف منذ عام 1947 وذلك مع نشوء GATT والتي توجت بتأسيس المنظمة العالمية للتجارة سنة 1994 وخرجت هذه المفاوضات بإزالة القيود وتخفيض التعريفات الجمركية.

ب- تأثير السياسات الاقتصادية الدولية على المؤسسة: تؤثر السياسات الاقتصادية الدولية الخاصة بالحماية والحرية على المؤسسة من خلال:

- سياسة الحماية: ففي حالة المؤسسة الموجودة في الداخل ستستفيد المؤسسة من إبعاد المنافسة للمؤسسات الخارجية المتفوقة عن المؤسسات الوطنية التي تعاني من ضعف في نوعية المنتج أ في التنافس السعري، وهنا ستجد المؤسسة المصدرة أمامها حواجز الدخول إلى الأسواق الأخرى وذلك لاصطدامها بسياسات الحماية وذلك من خلال إجراءات إدارية أو تعريفات جمركية أو إعفاءات ضريبية...إلخ، وهو ما يصعب من درجة المنافسة.

- سياسة الحرية: تنص اتفاقيات التعاون الدولي ما بين مختلف الدول أو قوانين دولية أو قوانين المنظمة العالمية للتجارة وخاصة في ظل التوجه الدولي المتزايد نحو الحرية الاقتصادية الدولية وتحرير التعاملات الدولية وتحرير السواق وإنشاء المناطق الحرة...، كل هذا سوف يكون له الأثر على تنافسية المؤسسات ففي هذه الحالة فإن الحرية سوف تكون سلاح ذو حدين فقد يكون في صالح المؤسسة خاصة إذا كانت تتمتع بالقدرة على التميز

عن باقي المنافسين (السعر، التميز، التطور التكنولوجي...)، فهو سيسمح لها بإخراج باقي المنافسين وفي نفس الوقت قد يكون في غير صالح المؤسسة خاصة إذا كانت تعاني من ضعف قدراتها التنافسية. وتتحكم العديد من العوامل المحددة لدرجة الحماية والحرية من أهمها: النظام الاقتصادي السائد، مرونة الجهاز الإنتاجي والقدرات التنافسية، درجة حساسية الاقتصاد المحلي اتجاه تغيرات القطاع الخارجي، تطور المعلومات ومستوى انتشارها، الأطر التنظيمية للعلاقات الدولية.

ويمكن تمثيل تأثير السياسات الاقتصادية الدولية على المؤسسة في الشكل التالي:

الشكل (14): أثر السياسات الاقتصادية الدولية على المؤسسة

	تصدير	استيراد
حماية	أثر سلبي	أثر إيجابي
حرية	أثر إيجابي	أثر سلبي

المصدر: من إعداد الطالب.

الفرع الثالث: وسائل الدفع:

وهي تلك الوثائق الرسمية التي تثبت الحقوق المالية بين الطرفين، حيث تساعد المؤسسة على إجراء عدة عمليات مالية كالحيازة، التنازل، الاستدانة، التسديد ومن أهم هذه الوسائل يمكن أن نجد:

أولاً: وسائل إنشاء ورفع رأس المال: وتتمثل أساساً في:

1- الأسهم العادية: هي الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأس مال شركة تجارية وتتمتع الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيآت التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها أو قانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون.¹

2- الأسهم الممتازة: وهي تمثل جزء في رأس مال مؤسسة لها حصة ثابتة من الأرباح السنوية المحققة.

3- شهادات الاستثمار: تمثل شهادات الاستثمار التي يجب أن تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية لسهم الشركة المصدرة وهي تمثل حقوقاً مالية وهي قابلة للتداول.²

ثانياً: وسائل الاقتراض: وتتمثل وسائل الاقتراض في:

¹ المادة رقم 715 مكرر 42 من الأمر 75-59 الصادر في 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 77.

² المادة رقم 715 مكرر 62 من نفس الأمر 75-59.

1- القروض: هي تلك العمليات المالية التي تجمع مباشرة بين هيئة مالية سواء كان بنك أو مؤسسة مالية والمقترض فالقرض هو فعل ثقة يضم تبادل خدمتين متباعدتين في الوقت فهو تقديم أموال مقابل وعد بالتسديد مع فائدة معينة تغطي عنصريين أساسيين: الفارق الزمني والخطر.¹

2- السندات: تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.⁴

ثالثا: وسائل التسديد: نجد من أهم هذه الوسائل:

1- الشيك: يعتبر الشيك من وسائل الدفع الأكثر انتشارا إلى جانب النقود القانونية، و يمكن تعريفه بأنه محرر بموجبه يطلب للساحب من المسحوب عليه أن يدفع مبلغا للساحب نفسه أو لطرف ثالث هذا طبعا مع افتراض وجود رصيد موجب للساحب لدى المسحوب عليه يسمح بطلب كهذا.⁵

ويتم تداول الشيك من يد إلى يد، واستعماله في إجراء المعاملات. فإذا كان هذا الشيك محررا باسم معين، فإن تداوله يتم بمجرد انتقاله من يد إلى يد، فهو يسمح بتسوية معاملات دون تحويل للأموال وهو أساس نقود الودائع.

2- السفتجة: هي: "ورقة شكلية يأمر فيها الشخص يسمى الساحب شخصا آخر يسمى المسحوب عليه بأن يدفع مبلغا معيناً من النقود في تاريخ ومكان معينين أو قابلين للتعين إلى شخص ثالث هو المستفيد".⁶

حيث يشترط أن تتوفر في وثيقة السفتجة العناصر التالية: تسمية السفتجة في السند نفسه وبالغة المستعملة في تحريره، أمر غير معلق على قيد أو شرط بدفع مبلغ معين، اسم من يجب عليه الدفع "المسحوب عليه"، تاريخ الاستحقاق، المكان الذي يجب فيه الدفع، اسم من يجب الدفع له أو لأمره، بيان تاريخ إنشاء السفتجة ومكانه، توقيع من أصدر السفتجة "الساحب".¹

3- السند لأمر: السند لأمر هو أصلا ورقة تجارية، تحرر بين شخصين لإثبات ذمة مالية واحدة فهذا السند هو إذا عبارة عن وثيقة يتعهد بواسطتها شخص معين بدفع مبلغ معين إلى شخص آخر في تاريخ لاحق هو تاريخ الاستحقاق، وعلى أساس هذا التعريف، يمكن أن نستنتج أن السند لأمر هو وسيلة قرض حقيقية حيث أن هناك انتظار من جانب الدائن للمدين لكي يسدد ما عليه في تاريخ الاستحقاق الذي يتفق بشأنه.²

¹ بخراز يعدل فريدة، مرجع سابق، ص 109.

⁴ B-laget, *Les nouveaux outils financiers*, Top édition, Paris, 1990 p, 18

⁵ شاكر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992، ص 84.

⁶ مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة، 2001، ص 19.

¹ المادة رقم 390 من الأمر 75-59.

² شاكر القزويني، مرجع سابق، ص 32.

يحتوي السند لأمر على: شروط تسمية السند مكتوبة في نفس النص وبنفس اللغة المستعملة لتحريره، الوعد بلا قيد ولا شرط بأداء مبلغ معين، تعيين تاريخ الاستحقاق، تعيين المكان الذي يجب فيه الأداء، اسم الشخص الذي يجب يتم الأداء له أو لأمره، تعيين المكان والتاريخ اللذين حرر فيهما السند، توقيع من حرر السند.³

4- التحويل: التحويل هو أبسط العمليات التجارية، فالبنك يتوسط من خلال تنفيذها بين طرفين (المحول والمحول إليه) ويقوم بتوصيل مبلغ من المال أودعه شخص في فرع البنك، أو مراسله (أي بنك آخر) في المكان المحول إليه.

يحتوي الأمر بالتحويل على: الأمر الذي يوجهه صاحب الحساب إلى ماسك الحساب لتحويل الأموال أو السندات أو القيم المحددة القيمة، بيان الحساب الذي يتم الخصم منه، بيان الحساب الذي يتم التحويل إليه ولصاحبه، تاريخ التنفيذ، توقيع الأمر بالتحويل.⁴

5- الاقتطاع: يحتوى الأمر بالاقتطاع على: اسم مرسل الإشعار بالاقتطاع وبياناته المصرفية، وكذا رقمه كمرسل، الاسم والبيانات المصرفية للأمر بالاقتطاع، الأمر غير مشروط بتحويل الأموال أو القيم والسندات، قيمة المبلغ المحول، فترات الاقتطاع، توقيع المدين الأمر بالاقتطاع.⁵

6- بطاقات الدفع: تعتبر بطاقة دفع كل بطاقة صادرة عن البنوك والهيئات المالية المؤهلة قانونا وتسمح لصاحبها بسحب أو تحويل الأموال.⁶

ثالثا: وسائل التوظيف: يوجد عدد مهم من التوظيفات منها:¹

1- الودائع لأجل: هي عقد ينص على وضع المؤسسة تحت تصرف البنك مبلغ من المال لمدة زمنية معينة مقابل سعر فائدة محدد مسبقا.

2- سندات الصندوق: لها نفس خصائص الودائع لأجل إلا أن العائد المالي من سند الصندوق يخضع للاقتطاع الضريبي عند المصدر.

3- التوظيفات النقدية لـ SICAV: SICAV هي شركة استثمار ذات رأس مال متغير وهي هيئة قانونية تدير من طرف مؤسسة قرض، قرض التوظيف في SICAV يعطي ميزة السيولة للمبالغ الموظفة حيث يمكن إعادة بيعها في أي وقت ولكن المرود يكون قليلا نظرا لتكاليف التسيير المعتمدة.

³ المادة رقم 465 من الأمر 75-59.

⁴ المادة رقم 543 مكرر 19 من الأمر 75-59.

⁵ المادة رقم 543 مكرر 21 من الأمر 75-59.

⁶ المادة رقم 543 مكرر 23 من الأمر 75-59.

¹ بخراز يعدل فريدة، مرجع سابق، ص 118، 119.

4- **توظيفات التأجيل:** هي عملية من عمليات البورصة يقوم من خلالها مشتري الأسهم بتأجيل لمدة شهر وضعيته كبائع للسندات بالدفع الفوري مع إعادة شرائها عند عملية التصفية المالية، يمكن المؤسسة توظيف أموالها بتمويل هذه العملية بواسطة صياغة الفرق بين سعر الدفع الفوري وسعر الأجل يمثل مردودية التوظيف.

5- **التوظيفات النقدية القابلة للتفاوض:** وهي عامة طويلة الجبل وتتحقق بواسطة أسواق رؤوس الموال منها شهادات الإيداع، ورقة الصندوق، أذونات الخزينة.

6- **التوظيفات المتعلقة بالسندات:** وهي تمثل الاكتتاب في السندات بمختلف أنواعها.

المبحث الثالث: تحديات المحيط المالي الدولي للمؤسسة

لا تنشط المؤسسة في محيط محلي فقط وإنما هناك مجموعة من العوامل والمؤثرات الدولية التي تؤثر على المؤسسة من عدة جوانب كالبشرية، التكنولوجية، والمالية حيث تفرض هذه المتغيرات على المؤسسة مجموعة من القيود التي تعيق نشاط المؤسسة كما قد تتيح مجموعة من الفرص الواجب استغلالها.

المطلب الأول: العولمة المالية

من بين أهم مظاهر تطور تكنولوجيات الإعلام والاتصال العولمة المالية من خلال الحرية الكبيرة لفي تحويل الأموال بين الدول والتي ظهرت أساسا نتيجة لتحرير الأسواق المالية وظهور البنوك الشاملة.

الفرع الأول: مفهوم العولمة المالية

لقد قامت العديد من الدول بإزالة قدر كبير من الحواجز تجاه تنقلات الأموال وتحويلها سواء دخولا للدولة أو خروجها منها، يمكن تعريف العولمة المالية من خلال:

- العولمة المالية هي: "التوسع في التبادلات المالية بين الدول حيث يتمحور موضوع هذه التبادلات في القروض، الأسهم، السندات، المنتجات المشتقة، وتتم هذه التبادلات بسهولة كبيرة ودون وجود حواجز كبيرة بين الدول نتيجة للتطور التكنولوجي".¹

- العولمة المالية هي: "نشوء سوق وحيد للأموال هذا السوق يتميز بأنه سوق كوني، حيث كان نشوء هذا السوق موازيا لعولمة التبادل في السلع والخدمات".²

إن العولمة المالية هي نتيجة حتمية للانفتاح الاقتصادي المتولد عن تحرير التبادلات التجارية الدولية والذي صاحبه تطور كبير في أسواق رؤوس الأموال الدولية وتفكيك الحواجز القانونية والتنظيمية حول حركة التبادلات المالية وما ساعد على عولمة الأسواق المالية التطورات التكنولوجية الكبيرة في تكنولوجيات الإعلام والاتصال والإعلام الآلي الذي مكن من تخصيص رؤوس أموال مهمة للدول التي تستطيع استقطاب رؤوس الأموال وبتكلفة تمويل جد منخفضة من خلال إحلال التمويل الغير مباشر بالتمويل المباشر نتيجة لتخفيض دور الوسيط بشكل كبير.³

¹ Yves Michaud, **Qu'est-ce que la globalisation?**, Odile Jacob, Paris, 2004, P258.

² Laurent Carroué et autres, **La mondialisation**, Bréal, Paris, 2006, P 93.

³ Marc Montoussé, **Analyse économique et historique des sociétés contemporaines**, 2^e édition, Bréal, Paris, 2007, P 156.

لقد أنتجت العولمة المالية أسواق رؤوس أموال أكثر سيولة بالاندماج بين أسواق رؤوس الأموال المحلية والأسواق العالمية وسرعت من التدفقات المالية بين الدول والمناطق وذلك من خلال تطوير التقنيات التكنولوجية وظهور أدوات ووسائل مالية جديدة مما أدى إلى التبادلات في حركة التدفقات المالية بين الدول لدرجة وصلت معها أن العولمة المالية هي السوق الحقيقي الوحيد الذي تم عولمته فعلياً بصورة كاملة.¹

الفرع الثاني: مكونات العولمة المالية

يمكن تلخيص مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية فيما يلي:²

1- الترابط بين البورصات: تحاول البورصات توسيع نطاق التداول وتنويع الأوراق المالية بغرض تخفيض المخاطر عن طريق الربط والتشابك ويتم ربط البورصات ببعضها البعض بأساليب مختلفة منها على سبيل المثال:

- الربط الحاسوبي للبورصات ويقضي ذلك وجود شبكة من الحواسيب الإلكترونية في مختلف الأسواق عن طريق الإنترنت وشبكة الهاتف، وهو ما يلاحظ على أسواق الدول المتقدمة حيز يتطلب الربط وجود خطوط مباشرة بين شبكة نقل المعلومات لكل سوق مع الشبكة العالمية فمثلاً توجد في أمريكا 35 شبكة معلومات، وهناك شبكة تربط بين بورصة لندن وباريس وفرنكفورت من خلال شبكة المعلومات البريطانية.

- الربط بالوسطاء الماليين: وذلك يتواجد عدد من ممثلي البورصات العالمية في مختلف الأسواق والسماح لهم بتسجيل فيها، وهم يلعبون دوراً هاماً في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين أكثر من دولة.

- الربط بين الشركات المالية العالمية: ويكون ذلك بطريقة غير مباشرة عن طريق وجود مكاتب وفروع لهذه الشركات في الدول والمراكز المالية.

- الربط بمحفظة الاستثمار الدولية: من خلال بناء محفظة الاستثمار ذات أوراق مالية متعددة الجنسيات وتغيير مكوناتها لضمان أعلى عائد بأقل مخاطرة مشتركة.

- الربط بالسياسات المالية: بتوحيدها بين مختلف الأسواق من حيث سياسة الإقراض والاقتراض والاستثمار وقوانين شركات المساهمة وشروط التسجيل الأوراق المالية فيها.

- الربط التنظيمي: تقوم بعض البورصات باستخدام هيكل تنظيمية متوافقة مع تلك الهياكل الموجودة بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معها مما يعني أن جميع الأدوات والآليات تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية بين تلك الأسواق.

- الربط المتكامل: تحقق الدول في الاتحاد الأوربي ربطاً للبورصات بأكثر من طريقة وآلية من آليات المذكورة أعلاه حيث ترتبط البورصات الأوروبية بالحاسوب والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح... الخ.

وتستخدم الأرقام الصناعية في الاتصالات واستقبال المعلومات بالإضافة إلى شبكة من المعلومات المعقدة.

2- عولمة الأسهم والسندات: بدأت عولمة أسواق السندات في نهاية السبعينيات وبداية الثمانينيات بإصدار سندات من طرق المقترضين وبمساعدة البنوك آنذاك، وكان الهدف من ذلك البحث عن أفضل تمويل وبأقل تكلفة باختلاف معايير التقييم المحاسبي وتنوع قطاعات الخدمات لكل دولة وتباين معدلات الفائدة وأجال وشروط إصدار السندات كل ذلك خلق فرصاً كبيرة للمؤسسات بإصدار سندات على المستوى الدولي بأحسن الأحوال وأفضل الشروط مقارنة بالمستوى الوطني.

¹ Marc Ingham, OP-CIT, P 46.

² بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 138.

الفرع الثالث: أسباب العولمة المالية

إن من بين أهم الأسباب التي أدت إلى تنامي ظاهرة العولمة المالية يمكن ذكر:

أولاً: نمو الاحتياجات التمويلية للولايات المتحدة الأمريكية: الناتجة عن زيادة العجز المتزايد للميزان التجاري لها وخاصة خلال سنوات التسعينات ومن أجل تغطية هذا العجز قامت بالتوجه إلى الدول التي تتمتع بفوائض في موازنتها وعلى رأسها اليابان وألمانيا، وهو ما شجع على نمو تبادل رؤوس الأموال الدولية.

ثانياً: سيطرة الإستراتيجية النقدية للسوق المفتوحة: ورغبة السلطات العمومية في أوروبا والولايات المتحدة في إنشاء ما يسمى التمويل التنافسي والذي يسعى أساساً إلى توفير الشروط الضرورية لضمان التمويل الكافي، بدون تضخم وبدون وسطاء وأكثر عالمية.

ثالثاً: ديناميكية التكتلات الاقتصادية: والتي نتجت من خلال إنشاء العملة الأوروبية الموحدة (الأورو)، ساهمت كذلك في عولمة التبادلات المالية الدولية وتركيز الأسواق المالية الدولية.¹

رابعاً: تطور سوق العملة الأوروبية الدولية : وتضم سوق اليورودولار، والسوق العملة الأوروبية الدولية وهي سوق للعملة خارج حدودها الوطنية ولا تخضع للقيود والضوابط التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية وقد ساعد على نمو سوق الأورو دولار، عجز الميزان المدفوعات الأمريكي في الستينيات و ما ترتب عليه من خروج الدولار من الولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى اتساع نشاط شركات متعدد الجنسيات، وقد ساعد في إعطاء دفعة قوية لسوق الأورو دولار الارتفاع الشديد في أسعار البترول بعد سنة 1973 وإيداع الدول النفطية لفوائدها في البنوك العالمية في هذا السوق.

خامساً: ثورة المعلومات والتطور التكنولوجي: من شأن ذلك أن يفسر الأثر المتبادل بين التقدم التكنولوجي وتحرر الأسواق المالية فمن جهة يزيد التقدم التكنولوجي من سيولة الأسواق المالية وسهولة تدفق رؤوس الأموال ومن جهة أخرى تؤدي ضغوط المنافسة المتزايدة في مجال الخدمات المالية إلى مزيد من التقدم والإبداع في استخدام الحاسب الآلي لإتمام هذه الخدمات.

سادساً: الابتكارات المالية في الأسواق المالية الكبرى: إذ قام المتخصصون في عالم المال والاستثمار بابتكار الكثير من الأدوات المالية التي تدعم الاتجاه نحو الاندماج فضلاً عن تطوير الأدوات السابقة التي كانت تستخدم عمليات في السوق المالية الأمر الذي سهل التعامل في الأسواق المالية الدولية وأصبح التوقع وتقدير درجة المخاطرة أكثر يسراً كما أن عملية تطوير الأدوات المالية التقليدية وابتكار أدوات مالية جديدة أزلت الكثير من المعوقات أمام المستثمر والمقترض المحليين للتعامل في الأسواق المالية الدولية.²

الفرع الرابع: آثار العولمة المالية على المؤسسة

إن سياسة تحرير الدولي للأموال لديها العيد من الآثار الإيجابية والسلبية على المؤسسة حيث يكمن التأثير الأساسي في مقدرة المؤسسة على الحصول على الموارد المالية الإضافية والكافية لتمويل نشاطها وزيادة استثماراتها ويمكننا تلخيصها كما يلي:

¹ Abdallah Alaoui, Bernard Guilhot, **La compétitivité internationale: stratégies pour les entreprises françaises**, L'Harmattan, Paris, 2005, P31.

² بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 132.

أولاً: الآثار الإيجابية: هناك العديد من الآثار الإيجابية للعولمة المالية على النشاط المالي للمؤسسة وذلك حسب جاذبية الاقتصاد الكلي للدولة ومقدرته على تحفيز الاستثمارات فيه وتشجيعها فكلما كان الاقتصاد قادراً على جذب الاستثمارات المادية والمالية كلما كان ذلك له التأثير الإيجابي على المؤسسة.

أ- سهولة التمويل: إن توفير الأسواق المالية الدولية للتسهيلات للمؤسسات والأفراد يمكن المؤسسات من طرح مزيد من القيم المنقولة في هذه الأسواق بشروط سهلة عكس الأسواق المحلية التي يمكن أن تشترط العديد من الشروط المعقدة وهو ما يسهل على المؤسسة الحصول على الأموال اللازمة لتمويل نشاطها وبسرعة كبيرة، ففي الظروف العادية الأسواق المالية هي أسواق كفأة والتي تميل إلى التوازن تلقائياً في التخصيص الأمثل لرؤوس الأموال حيث يسعى المتعاملون إلى في السوق إلى الحصول على المعلومات الكافية وأن أي خلل في سير السوق المالي يتأتى أساساً من القيود المفروضة على حرية حركة رؤوس الأموال التي قدر تحرم المؤسسات من أموال مهمة.¹

ب- انخفاض التكاليف و القيود المفروضة: إن التطور التكنولوجي الكبير للأسواق الدولية لرؤوس الأموال وإزالة كل الحواجز والقيود يمكن المؤسسة من تخفيض قدر هام من التكاليف كتكاليف الوسطاء ومختلف الضرائب والرسوم والتكاليف الإدارية التي يمكن أن تدفع وزوال القيود القانونية والتشريعية هذا من جهة ومن جهة أخرى فإنه تعمد السلطات النقدية إلى انتهاج العديد من الأدوات من أجل التحكم في الكتلة النقدية والتضخم مثل سياسة تطاير القرض وتحديد أسعار الفائدة وسياسة توجيه القرض وهو ما يؤدي على محدودية التمويل في بعض الحالات ولكن مع تطور العولمة المالية أصبح بالإمكان تجاوز هذه القيود وذلك بالتوجه نحو الأسواق الدولية.²

ج- تنوع المصادر المالية: بإمكان المؤسسة تنوع مختلف القيم المنقولة التي بإمكانها طرحها في السوق المالي وهو ما يمكنها من تنوع مصادر التمويل التي يمكنها الحصول عليها وذلك حسب حاجتها للتمويل، هذا من جهة ومن جهة أخرى بإمكان المؤسسة هي كذلك الاستثمار في هذه القيم المنقولة إذا كانت تتوقع منها مردودية كبيرة كذلك فغن تنوع التوظيفات فإنه سيجنب المؤسسة مخاطر كبيرة وذلك من خلال تنوع وتوزيع المخاطر على الأوراق المالية.

د- سهولة الحصول على المعلومات: حيث المعلومات تتداول بسرعة وبشكل جد مركز حيث أسعار الأصول المالية تشكل الجزء الأهم من المعلومات المتداولة والتي تؤدي إلى كفاءة معلوماتية قائمة على توقعات تعتبر رشيدة بالنسبة للمتعاملين.³

ثانياً: الآثار السلبية: على الرغم من الصورة الوردية التي يرسمها كثير من الخبراء والاقتصاديين عن عولمة الأسواق المالية والنتائج الإيجابية المنتظرة من ورائها، إلا أن تلك الصورة تظل ناقصة بل مشوهة ما لم يستكمل التحليل بإبراز المخاطر والأزمات والمشكلات المحتملة من وراء تلك العولمة، فقد أثبتت التجربة أن العولمة

¹ David Hénaux, **Les mouvements internationaux de capitaux : Comprendre les crises financières**, Educagri, Paris, 2009, P31.

² Michel Cabannes, **Les effets sélectifs de la globalisation sur les politiques publiques**, Revue : Sciences de la société (Mondialisation et stratégies d'entreprise), N 54, presse universitaire du Miral, Toulouse, 2001, P 173.

³ J-L Bailly, et autres, OP-CIT, P 360.

المالية في حالة البلاد النامية كثير ما أدت إلى حدوث الأزمات المالية المكلفة كالمكسيك عام 1994، دولة جنوب شرق آسيا 1997، البرازيل وروسيا 1999... الخ، إن الخطر الذي يمكن أن يصيب المؤسسة يتأتى أساسا من الخطر الذي يمكن أن يصيب النظام المالي والذي يعرف بالخطر النظامي والذي يعرف بأنه: "الاختلال الكبير الذي يمكن أن يمس النظام المالي"¹، ومن بين أهم الآثار السلبية يمكن أن نجد:

أ- **مخاطر هروب رؤوس الأموال:** ففي ظل فتح الدول الأخرى لأسواقها وتوفير مجموعة من التحفيزات والإعفاءات فإن ذلك سيؤدي إلى تحول تلك الأموال التي كان من الممكن أن تستفيد منها اقتصاديات تلك الدول حيث أصبحت أقسام لا بأس بها من هذه المدخرات، في ضوء فتح حساب رأس المال تفضل لأسباب مختلفة الاستثمار خارج بلدها، إذ أنه في الوقت الذي تسارع فيه البلدان النامية لفتح أبواب رأس المال الأجنبي من خلال التسابق على منحه الكثير من المزايا والإعفاءات والحوافز إلا أنها سمحت في ضوء العولمة المالية لأصحاب المدخرات المحلية أن يخرجوا بها للاستثمار في أي بقعة من العالم.

ب- **عدم استقرار أسعار القيم المنقولة:** هناك علاقة جدلية بين العولمة المالية و الاختلالات النقدية، فمن جهة المنتجات المالية المطورة تم إنشائها بهدف حماية المستثمرين من تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف، ومن جهة أخرى فإن هذه المنتجات هي نفسها عرضة للتقلبات والمخاطر، وهو ما ينطبق على منتجات الأوراق المالية المشتقة حيث ومن أجل تغطية مخاطر التذبذبات تقوم المؤسسة بمبادلتها بعقود على أسعار الفائدة أو العملة، وهو ما يثبت أن الأسعار في الأسواق المالية هي كذلك معرضة للتذبذبات وخطر انهيار أسعارها مما يعرض المؤسسات لانخفاض قيمها السوقية وهروب المستثمرين نحو مؤسسات أخرى أو أسواق أخرى.²

ج- **التقلبات الفجائية:** إن استثمار الحافظة المالية يتسم بسرعة النمو وبضخامة الحركة والتنقل من سوق لآخر وبصورة فجائية فهو يدخل إلى سوق ما ويخرج منها في فترة قصيرة وبأحجام ربما تكون كبيرة، وقد أشارت كثير من الكتابات إلى أن درجة تقلب التي تتسم بها حركة الاستثمار في الحافظة المالية هي أعلى بكثير من درجة تقلبات التي تتسم بها حركة الاستثمار الأجنبي المباشر، والواقع أن ارتفاع درجة تقلب الاستثمار في الحافظة المالية بالمقارنة مع الاستثمار الأجنبي المباشر يعود إلى أن النوع الأول من الاستثمار، تحكمه العوامل قصيرة الأجل وسعيه الدؤوب نحو الأرباح السريعة في حين أن النوع الثاني من الاستثمار الذي يأخذ الآن شكل فروع لشركات متعددة الجنسيات عادة ما يهتم بالأرباح على المدى الطويل، وأي كان الأمر فإن قرارات المستثمرين في الحافظة المالية تتسم بدرجة عالية من الحساسية اتجاه الأمور الجارية في الأجل القصير فهم يميلون إلى تصفية استثماراتهم على نحو واسع والخروج بها من البلد حينما تحدث أية أزمة وقد يعودون بكميات كبيرة من استثماراتهم حينما تسترد الأسواق الثقة فيها هذه الحركة الواسعة والمفاجئة لرأس المال الأجنبي دخولا وخروجا عبر الحدود الوطنية للدولة تتسبب في حدوث كثير من الانعكاسات السلبية على الاقتصاد الوطني.

المطلب الثاني: التكتلات الاقتصادية

إن الاتجاهات المتصاعدة للعولمة بمختلف أبعادها السياسية، الاقتصادية، المالية، الثقافية أدت إلى تسارع في التبادلات بين مختلف الدول، في مجالات الاستثمار، التمويل، التكنولوجيا، كل هذه العوامل أدت إلى ظهور مفهوم التكتلات الاقتصادية من أجل التعاون أكثر والتكاتف أكثر بين الدول من أجل حرية التبادل بين الدول من جهة ومن جهة أخرى مواجهة ومنافسة تكتلات اقتصادية لدول أخرى.

¹ Paul De Grauwe, *Économie de l'intégration monétaire*, De Boeck, Bruxelles, 1999, P 71.

² Laurent Carroué et autres, OP-CIT, P 93.

الفرع الأول: مفهوم التكتلات الاقتصادية

يمكن تعريف التكتلات الاقتصادية كما يلي:

- يعرف التكتل الاقتصادي بأنه: "قرار بين دولتين أو أكثر استبعاد الحماية التجارية بينهم وهو ما يؤدي إلى ظهور اقتصاديات فرعية من الاقتصاد العالمي، وهو ما يمكنه تحقيق إيجابيات التبادل الحل بين الدول (تشكيلة أكثر اتساعا من المنتجات على مستوى كل سوق وطني، الدفع لتحسين تكلفة المنتجات، تحفيز الاستثمار...)¹.

- يعرف التكتل الاقتصادي بأنه: "قيام العديد من الدول باتفاق بتخفيض أو إلغاء الحواجز التجارية بينها وهو ما يشكل عنصر تمييز بالنسبة لبقية الدول الغير موقعة على الاتفاق، حيث يمثل ذلك الطيف الذي ينطلق من المعاملة التجارية التفضيلية إلى غاية الاتحاد الاقتصادي مروراً بالمناطق الحرة، الاتحاد الجمركي، والأسواق المشتركة"².
لقد حدد 05 B. Bassala أشكالاً للتكامل الاقتصادي بين الدول كما يلي:³

1- **منطقة التبادل الحر**: المتميزة بالتخفيض المتزايد للحواجز والعوائق المتعلقة بالرسوم والحصص المحددة، بين الدول الأعضاء، هذه الإجراءات تحافظ على حرية التبادل وذلك عند تحديدها لسياستها الاقتصادية الداخلية وعند تحديدها لسياستها الجمركية مقابل الدول الخارجية.

2- **الإتحاد الجمركي**: وهي منطقة تبادل حر مع سعر خارجي مشترك حيث القوانين الجمركية الوطنية متجانسة.

3- **السوق المشتركة**: تشكل اتحاد جمركي الذي يضمن حرية تبادل السلع والخدمات وكذلك حرية تنقل وسائل الإنتاج (رأس مال، عمل).

4- **الاتحاد الاقتصادي**: والذي يسعى للتعاون والتنسيق والتكامل بين السياسات الاقتصادية للدول الأعضاء.

5- **الإتحاد النقدي**: يمتلك منطقة تبادل مستقرة وعملة نقية للتبادل موحدة وبالتالي يسير بواسطة سلطة نقدية فوق وطنية (supranational) حيث لا تتحكم السلطات النقدية لأي دولة بالسياسة النقدية لها ولكنه مسيرة من طرف السلطة النقدية للاتحاد ككل.

إن التكتل الاقتصادي هو المسار الذي يؤدي بعدة بلدان إلى توحيد كافة السياسات الاقتصادية، وإيجاد سلطة إقليمية عليا، وعملة موحدة تتداول بين الدول الأعضاء وجهاز إداري موحد لتنفيذ هذه السياسات وبالمقابل تتفق كل دولة عضو على تقليص سلطاتها التنفيذية الذاتية وهذا يعني أن التكتل الاقتصادي لا يحتاج إلى إلا لخطوات محدودة للوصول إلى وحدة سياسية فعلية.⁴

إن التكتلات الاقتصادية قائمة على مبدأ الكل للفرد والفرد للكل ولقد كان قيام التكتلات الاقتصادية في الأساس مواجهة للتوجه المتزايد للسيطرة الأمريكية على العالم نظراً بوصفها قوة عظمى في العالم تحاول بسط سيطرتها ونفوذها ونشر ثقافتها بثتى الوسائل الإعلامية، العسكرية، الثقافية لدرجة وصلت معها أن كل العالم تقريباً أصبح مرتبطاً بالاقتصاد الأمريكي حيث من السهل ملاحظة أن الاقتصاد العالمي يصاب بالزكام كلما

¹ François Gauthier, **Relations économiques internationales**, 2^e édition, Presse de l'université Laval, 1992, P 189.

² Dominick Salvatore, **Économie internationale**, De Boeck, Bruxelles, 2008, P366.

³ André Dumas, **L'économie mondiale: commerce, monnaie, finance**, 2^e édition, De Boeck, 2006, P 17.

⁴ سليمان ناصر، التكتلات الاقتصادية الإقليمية كاستراتيجية لمواجهة تحديات الانضمام للمنظمة العالمية للتجارة، مجلة الباحث، العدد 01، جامعة ورقلة، 2002، ص 87.

عطس الاقتصاد الأمريكي ونتيجة لذلك بدأت توجهات الدول نحو التكتل بالشكل الذي يحمي مصالحها الاقتصادية والاستراتيجية ضد الهيمنة الأمريكية.

الفرع الثاني: شروط نجاح التكتلات الاقتصادية

هناك العديد من الشروط الواجب توفرها وذلك لنجاح التكتلات الاقتصادية من أهمها:

أولاً: الشروط الاقتصادية: تتطلب التكتلات الاقتصادية مجموعة من الشروط الاقتصادية وذلك لتحقيقها من أهمها يمكن أن نجد:

1- التخصص وتقسيم العمل: إن تخصص كل دولة في إنتاج يزيد من اعتماد الدول على بعضها البعض حيث تتوفر بعض الدول على إمكانيات مادية وبشرية تمكنها من التحكم في إنتاج منتج معين أو تقديم خدمة ما حيث نجد بعض الدول تتمتع بإمكانيات سياحية طبيعية وتاريخية تجعلها وجهة للسواح في حين تتمتع بعض الدول بطبيعة مناخ معين يكون مفضلاً لسياح آخرين، كل هذا يمكن كل دولة من التحكم في تكلفة منتجاتها وهو ما يحقق ميزة نسبية لكل دولة تنشأ من التخصص وتقسيم العمل.¹

2- انسجام السياسات الاقتصادية: وذلك من خلال التنسيق في السياسات الجمركية، النقدية، والضريبية كما تته يجب تنسيق سياسات الاستثمار والتنمية من أجل ضمان تقدم متناسق لجميع الأعضاء حيث يجب التوفيق بين الصالح الوطنية والمصالح الإقليمية للدول.

3- توزيع منافع التكتل: حيث يجب إعداد سياسة مشتركة بهدف اتخاذ الإجراءات التصحيحية لتفادي سحب عوامل الإنتاج ملحقاً بذلك الأضرار بالدول التي هي في حاجة للاستثمارات ولا بد من اتخاذ إجراءات مشتركة حول هياكل الإنتاج الصناعي والزراعي بهدف تفادي حدوث الاختلالات الاقتصادية وتوقف عملية الإنتاج كما تتخذ إجراءات كذلك لحماية الدول الأكثر ضعفاً في التكتل.

4- انخفاض تكاليف النقل: فالمسافات بين الدول المتكتلة هي مسافات قصيرة وهو ما يعني كذلك انخفاض تكاليف النقل وكذلك إمكانية المتعاملين الاقتصاديين من الالتقاء ببعضهم البعض بسهولة.

5- تجانس أذواق الأفراد: تفضيلات المستهلكين في الدول المتكتلة هي متجانسة في الدول المتكتلة وقنوات التوزيع تكون سهلة الإنجاز فالدول الأعضاء في التكتل أغلبها تمتلك نفس معدلات النمو وخاصة دول أوروبا الغربية التي تتميز بمستوى استهلاك متزايد.²

ثانياً: الشروط السياسية: إن الدول الأعضاء في التكتل الاقتصادي تتقاسم تاريخ مشترك وسمات ثقافية وهو ما يشجعها على التكامل فيما بينها ومن أهم الشروط السياسية لقيام التكتلات الاقتصادية يمكن أن نجد:³

1- توفر الرغبة لدى القادة السياسيين: لكي تتوافر هذه الرغبة يجب أن تكون هناك منافع مرتقبة بالنسبة للقادة السياسيين والتي تتمثل في الاحتفاظ بالقوة السياسية وزيادة فرص الانتخاب التي تزيد عن التكاليف المتوقعة نتيجة لقيام هذا التكامل، حيث سيسعى السياسيون إلى تشجيع وتنفيذ هذا التكامل إذا ما رأوا أنه سوف يعزز من شرعية وجودهم دون أن يكون ذلك مصحوباً بفقدان جانب كبير من أوضاعهم السياسية.

¹ Daniel Lebègue, *L'intégration régionale : une nouvelle voie pour l'organisation mondiale ?*, De Boeck, Bruxelles, 2001, P 79

² Jean-Paul Rodrigue, *L'espace économique mondial : les économies avancées et la mondialisation*, Presse de l'université de Québec, Québec, 2000, P 172.

³ علاوي محمد لحسن، الإقليمية الجديدة: المنهج المعاصر للتكامل الاقتصادي الإقليمي، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010/2009، ص

2- قدرة القادة السياسيين على إنشاء الأطر المؤسسية ذات الكفاءة: ويتحقق هذا الشرط عندما يتمكن القادة من إرساء القواعد والسياسات والمنظمات الإقليمية الفوق وطنية والتي تتكفل بصياغة السياسات ومتابعتها علاوة على حل المنازعات حيث تسعى المؤسسات والمنظمات الإقليمية العمل على تحقيق التكامل والحصول على مساندة الدول المختلفة من أجل تنفيذ مختلف قراراتها.

3- قبول القادة السياسيين لقيادة واحدة: غالبا ما تظهر مشكلات نتيجة للتكامل إذا ما تباينت مصالح ووجهات نظر الدول في مجال مسارات وخطط العمل ومن أفضل الوسائل لتغلب على هذه المشاكل هو الاتفاق على اختيار دولة أو أكثر لتلعب دورا القيادة في التكتل على أن يكون معيار اختيار الدولة هو أهميتها وذلك ضمنا لاستمرارية التكتل وتمثل هذه الدولة نقطة الارتكاز في مجال تنسيق القواعد واللوائح كما يكون من شأنها العمل على حل مجالات الخلاف بقضايا توزيع منافع التكتل من خلال تقديم بعض التعويضات المادية.

الفرع الثالث: تأثير التكتلات الاقتصادية على المؤسسة

إن التكتلات الاقتصادية هي في الأساس تهدف لحماية اقتصاديات الدول الأعضاء في مواجهة الدول الغير أعضاء حيث نجدهم رحما بينهم ولكن أشداء على غيرهم ونتيجة لذلك يمكننا أن نستنتج بعض أهم تأثيرات هذه التكتلات على المؤسسة الاقتصادية.

أولا: الآثار الإيجابية: هناك العديد من الآثار الإيجابية للتكتلات الاقتصادية على المؤسسة من أهمها:

1- تسويق منتجات المؤسسة: إن من أهم إيجابيات الاندماجات الاقتصادية هو التخصص وتقسيم العمل وذلك من أجل السعي نحو إقامة التبادلات بين الدول وبالتالي فإنه نظريا سوف يقوم التبادل التجاري بين مختلف الدول الأعضاء في التكتل الاقتصادي مما يسمح بتسويق منتجات المؤسسات وذلك نظرا للتسهيلات المقدمة لهذه المؤسسات وكذلك مواجهة منافسة المؤسسات الأخرى للدول الغير الأعضاء باعتبار أنها لا تتمتع بحرية الدخول وذلك من خلال سلاح التعريفات الجمركية المفروضة على منتجاتها.

2- تسهيل الحصول على التمويل واليد العاملة: إن إقامة التكتل الاقتصادي من شأنه أن يسمح للمؤسسة بالسهولة في الحصول على مصادر التمويل وذلك لأن النظام المالي لدول التكتل يكون نظاما موحدًا حيث يسمح للمؤسسة بالتوجه نحو السوق المالي أو أي بنك من بنوك الدول الأعضاء باعتبار أن السياسات الاقتصادية والنقدية والجمركية تكون موحدة ومتحكم بها من طرف سلطات عليا وهو ما يساعد المؤسسة ويعطيها مرونة أكبر في التمويل، كذلك فإن حرية حركة اليد العاملة ورؤوس الأموال سوف يسمح للمؤسسة بالاستفادة منها إذا تمكنت من تقديم الحوافز الكافية للمستثمرين واليد العاملة المؤهلة.

3- توفير مساعدات في حالات العجز: فمن مبادئ التكتلات هو مساعدة الدول حتى تصبح منافسة وقوية اقتصاديا و بما أن المؤسسة الاقتصادية هي الخلية الأساسية لاقتصاد أي دولة فإنه سوف يتم مساعدة تلك الدول من خلال تقديم مساعدات مالية ومادية وتكنولوجية لهذه المؤسسات وذلك بهدف لإبقائها منافسة ومنتجة وهو ما يضمن القوة الاقتصادية للدول والقوة الاقتصادية للتكتل ككل.

4- زيادة تنافسية المؤسسة: إن إزالة الحواجز حول حرية التبادلات التجارية فإن المؤسسات في كل بلد مجبرة على أن تكون تنافسية أكثر، وهو ما يؤدي بالمؤسسة إلى زيادة استعمال التكنولوجيات المتطورة أكثر وهو ما يسمح بتخفيض التكاليف الذي سينعكس إيجابيا على المستهلك.

5- تحقيق اقتصاديات الحجم: والذي ينتج من توسع السوق فالمؤسسة التي كانت تبيع منتجاتها على المستوى المحلي فقط يصير بإمكانها تسويق منتجاتها إلى أسواق أخرى نتيجة لزوال عوائق الدخول وهو ما يتيح لها من زيادة عائداتها وزيادة استثماراتها وتوسيع نشاطها وبالتالي تحقيق لاقتصاديات الحجم وتخفيض التكاليف وتحكم أكثر في الوقت بسبب اكتساب الخبرة الكافية في نشاطها الإنتاجي.

6- تحفيز الاستثمار: إن التكتل الاقتصادي سوف يحفز المؤسسة على زيادة استثماراتها وذلك بسبب توسع حجم السوق والرغبة في مواجهة المنافسة وكذلك فإن تشكيل التكتل الاقتصادي سيدفع بالمؤسسة بدون شك إلى إقامة وحدات إنتاجية جديدة وذلك من أجل تفادي الحواجز التجارية التمييزية ضد المنتجات القادمة من الدول الغير أعضاء في التكتل.

ثانيا: الآثار السلبية: إن الآثار السلبية التي يمكن أن تفرضها التكتلات الاقتصادية تكمن في أنها قد تضع قواعد جديدة مغايرة لأحكام التجارة الدولية أو عناصر تمييزية جديدة مما يثير المخاوف من إقامة حصن تجاري إقليمي ومن بين أهم الآثار السلبية للتكتلات على المؤسسة يمكن أن نجد:

1- صعوبة المنافسة: حيث يصبح من الصعب منافسة مؤسسات تنتمي إلى التكتلات وذلك لفرض حواجز تتمثل أساسا في تعريفات جمركية مرتفعة، اشتراط بعض المواصفات والمعايير في المنتجات، إعطاء أولوية لمنتجات الدول الأعضاء كل هذه العوائق ستصعب بالتأكيد من مهمة أي مؤسسة في الدخول واختراق هذه الأسواق.

2- تحمل تكلفة الفرصة البديلة: إن العديد من الدول المتشابهة اقتصاديا والمشاركة تاريخيا وثقافيا ودينيا لا تزال ليومنا هذا تراوح مكانها وبدون إنجاز أي خطوات تذكر نحو التكتل مع بعضها رغم امتلاكها لإمكانات مادية وبشرية ومالية مهمة وذلك بسبب خلافات بينها حيث تلي أي خطوة نحو الأمام عدة خطوات نحو الخلف كل هذا أثر سلبيا على المؤسسات الاقتصادية والتي مازالت تدفع تعريفات جمركية كبيرة وهو ما يمكن تجنبه في حالة الإسراع في إقامة التكتلات بين هذه الدول.

3- عدم التوزيع الأمثل للاستثمارات: إن توفر امتيازات داخل التكتلات الاقتصادية تكون عنصر جذب للاستثمارات الخارجية وهو ما يعد عنصر دعم للمؤسسة ولكن في المقابل فإن ذلك سوف يحرم المؤسسات الأخرى للدول الغير الأعضاء من فرص استثمار مهمة من أجل تدعيم نموها وزيادة استثماراتها.

4- زيادة المنافسة أمام المؤسسة: إن إزالة الحواجز قد يعرض المؤسسة لمنافسة شديدة وقوية وخاصة إذا كانت غير مستعدة تكنولوجيا ولذلك فهي تواجه خطرا وتهديدا حقيقيا قد يؤدي بها إلى الخروج من القطاع أو التحويل نحو قطاع آخر أقل منافسة وأقل تهديدا.

5- خطر هروب اليد العاملة ورؤوس الأموال: بزيادة حرية تنقل الأشخاص ورؤوس الأموال بين الدول الأعضاء فإن ذلك يمكن أن يؤدي إلى هجران الكفاءات من مؤسسة نحو المؤسسات الأخرى التي يمكن أن تقدم تحفيزات أكثر لتلك الكفاءات، فالعصر الحالي ورغم أن حرية تنقل الأشخاص مازالت ضعيفة إلا أنه نلاحظ هجران للكفاءات والأدمغة نحو بلدان أخرى وذلك رغم أن الدولة الأصلية هي التي تكفلت بتكوينه كذلك احتمال سحب المستثمرين لأموالهم الموظفة في مؤسسات معينة وتوجيهها نحو جهات أخرى وهو ما يترك المؤسسة في حالة عجز وفي بعض الحالات حدوث أزمات مالية كبيرة على مستوى الاقتصاد الكلي للدولة.

المطلب الثالث: المنظمة العالمية للتجارة

لقد أصبحت المنظمة العالمية للتجارة عنصرا هاما ومؤثرا على مختلف اقتصاديات الدول، وذلك من خلال مختلف القوانين واللوائح التي أصبحت تفرضها على التبادلات الدولية، في محيط عالمي يتميز بالتوجه أكثر نحو الحرية في جميع المجالات، كما كان من نتيجة العولمة النمو المتسارع للشركات المتعددة الجنسيات التي أصبحت عنصرا فعالا وهاما في الاقتصاد الدولي.

الفرع الأول: المبادئ التي تقوم عليها المنظمة العالمية للتجارة

تقوم المنظمة العالمية للتجارة على مجموعة من المبادئ أهمها:¹

1- استخدام القواعد المتعددة الأطراف عوض القواعد الفردية: أي قيام نظام تجاري متعدد الأطراف تشارك في وضعه مجموعة من الدول و لا تتفرد كل دولة بوضع نظام تجاري خاص بها.

2- اقتصار الحماية على استخدام نظام التعرفة الجمركية فقط: حيث يتم استخدام التعرفة الجمركية فقط دون استعمال نظام حماية آخر واستبعاد كل وسائل الحضر والتقييد سواء نظام الحصص والتراخيص والقيود الإدارية الأخرى.

3- مبدأ عدم التمييز: تلتزم الدول الموقعة على الاتفاقية بعدم التمييز بين الشركاء التجاريين وتمنحهم جميعا حقوقا متساوية في إطار تطبيق مبدأ الدولة الأولى بالرعاية، والذي ينص على أن أي ميزة، أو امتياز أو حصانة تمنحها دولة عضو لطرف آخر أو منتج تابع لهذا الطرف يجب أن تسري فوراً وبدون شروط على أي منتج مماثل لباقي الدول الأعضاء.

4- قاعدة المعاملة الوطنية: تلتزم الأطراف المتعاقدة بمعاملة المنتجات الأجنبية نفس المعاملة التي تمنحها للسلع المحلية وذلك بخصوص الضرائب المحلية.

5- المعاملة الخاصة للدول النامية والدول الأقل نموا: أي حق الدول النامية والأقل نمو في معاملة خاصة وأكثر تميزا سواء من ناحية التعرفة الجمركية أو بدرجة التزامها بالقواعد أو بتوقيت تنفيذها لإتاحة درجة من المرونة ومنح فترات انتقالية تقوم من خلالها بملاءمة أوضاعها مع الأوضاع الجديدة.

الفرع الثاني: تأثير المنظمة العالمية للتجارة على المؤسسة

إن الانضمام له إيجابيات وسلبيات على حد سواء، فبالنسبة للدول المتقدمة والتي صارت على إنجاز هذه المنظمة، سوف تحقق نتائج جيدة ينعكس على اقتصادها لأنها تمتلك مقومات هذا النجاح بسبب تحرير التجارة العالمية، وجودة منتجاتها وقابليتها للمنافسة العالمية، وبالمقابل ربما يكون أثر الانضمام على الدول النامية وخاصة الجزائر سلبيا مع معطياتها الحالية من ضعف البنية الاقتصادية، مما يجعلها غير قادرة على الصمود في وجه المنافسة العالمية، مما ينجم عنه ضعف قدرتها في الدفاع على مصالحها الاقتصادية.

أولا: الجوانب الإيجابية: إن الانضمام للمنظمة العالمية للتجارة قد يحقق للمؤسسة العديد من الإيجابيات من أهمها:

¹ Emmanuel Nyahoho, Pierre-Paul Proulx, **Le commerce international: théories, politiques et perspectives industrielles**, 2^e édition, Presse de l'université Québec, Québec, 2006, P 296.

1- **تأهيل المؤسسة لتصبح منافسة:** فاحتمال الاندماج في المنظمة العالمية للتجارة سوف يجبر السلطات العمومية على تأهيل اقتصادها ليصبح منافسا أكثر، ونتيجة لذلك يصبح من الضروري تأهيل المؤسسات وتهيئتها من أجل مواجهة المنافسة المحتملة نتيجة لزيادة الحرية في التبادلات التجارية.

2- **تحسين كفاءة وفعالية المؤسسة:** إن توقع الانضمام إلى المنظمة سيوجب المؤسسات على السعي نحو رفع كفاءتها وتحسين فعاليتها من خلال اتخاذ مختلف الإجراءات كالشراكة والاندماج والتخفيض من التكاليف مما يسمح لها بأن تكون أكثر تنافسية.

3- **فرصة النفاذ إلى الأسواق الخارجية:** وذلك من خلال الاستفادة من زوال الحواجز وكذلك توفر مناخ تنافسي مهم من خلال عدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وإلغاء المساعدات الحكومية المقدم للمؤسسات وخاصة إذا كانت المؤسسة تتميز بتطور منتجها وقدرته على المنافسة أمام المؤسسات الأخرى.

4- **مكافحة سياسة الإغراق:** بعض المؤسسات تمارس سياسة الإغراق من أجل الهيمنة على أسواق الدول النامية وذلك نتيجة لضعف تنافسيتها، حيث تعمل المنظمة العالمية حيث وضعت المادة الخامسة الخاصة باتفاقية الإغراق في الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة (الجات 1994) معنى محدد للإغراق، حيث يقصد به بيع سلعة ما في سوق دولة أخرى بأقل من قيمتها الأصلية أي الحقيقية وقد تم في هذه الاتفاقية منع بيع السلع في سوق الدول المستوردة بسعر أقل من سعرها في الدول المصدرة، أي أدنى من أثمان السلع المشابهة في هذه الدولة، حيث تعمل المنظمة العالمية للتجارة كأمانة للجنة مكافحة الإغراق التي تتكون بدورها من محلفين لكل الأعضاء، هؤلاء ينتخبون رئيسا لهم، وتعقد اجتماعاتها كل ستة أشهر على الأقل، وقد تجتمع بطلب من أحد الأعضاء. وتتخذ اللجنة من التشاور والبحث شعارا لها.

5- **توفر خدمات أكثر:** إن السماح للشركات الأجنبية بإقامة فروع لها ومكاتب في الدول سيشجع المؤسسة لتوفر خدمات متنوعة مثل التأمين، التمويل، وسائل الدفع، الاتصالات وبأسعار مناسبة نظرا لوجود منافسة مع المؤسسات الوطنية التي قد تتميز بضعف خدماتها وارتفاع أسعارها.

ثانيا: الآثار السلبية: من بين أهم الآثار السلبية على المؤسسة الناتج عن الانضمام للمنظمة العالمية للتجارة يمكن أن نجد:

1- **ارتفاع التكاليف:** يحتمل أن ترتفع تكاليف المؤسسة فإذا كانت المؤسسة مستوردة للمادة الأولية فإن تكلفتها سترتفع وذلك نتيجة لإلغاء الدعم الحكومي للاقتصاد في الدول المصدرة أما إذا كانت المؤسسة مصدرة فإن قوانين المنظمة العالمية للتجارة تمنع كذلك السلطات من تقديم إعانات التصدير، أو ارتفاع تكلفة الحصول على التكنولوجيا بسبب ارتفاع تكلفة الحصول على براءات الاختراع أو حقوق التصنيع المحلي.

2- **شدة المنافسة:** مثلما يكون تحرير التجارة إيجابيا بالنسبة للمؤسسة إلا أنه قد يكون سلبيا ويؤثر على تنافسيتها وخاصة إذا كانت تعاني من مشاكل مالية، تسويقية، بشرية، وفتح المجال لاستثمارات الأجنبية أكثر وهو ما قد يضعف المؤسسة سواء من حيث السعر أو من حيث جودة السلعة وهو ما يهدد وجود المؤسسة ويفرض عليها تحديات كبيرة.

3- تزايد احتمال الإفلاس المرتبط بالنظام المالي: إن توجهات المنظمة العالمية للتجارة هي نحو اندماج الاقتصاديات مع بعضها وزوال الحواجز والعوائق، ونتيجة لذلك تنامت ظاهرة العولمة المالية وأصبحت الاقتصاديات مرتبطة ببعضها من خلال هذا النظام المالي العالمي الذي في كل مرة يصاب بهزات عنيفة تتعكس أثارها على جميع المتعاملين الاقتصاديين حيث تشكل المؤسسات جزءا من هذا النظام وكثيرا ما أفلست المؤسسات نتيجة للاختلالات في النظام المالي سواء المحلي أو العالمي.

المطلب الرابع: الأزمات المالية

لقد شكلت الأزمات المالية والاقتصادية تحديات كبيرة على المؤسسات الاقتصادية وعلى الاقتصاديات، حيث كان لهذه الأزمات نتائج كارثية اقتصادية واجتماعية على الدول النامية والمتقدمة في نفس الوقت حيث أدت في كثير من الأحيان إلى إفلاس عدة مؤسسات واقتصاديات.

الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية

يمكن تعريف الأزمة المالية من خلال التعاريف التالية:

- الأزمة المالية هي: "اضطراب في السوق المالي المرتبطة عادة بانخفاض في أسعار الأصول وحالة العسر المالي بين المدينين والوسطاء والذي يتفرع من خلال النظام المالي والذي يقوم بتعطيل الأسواق في تخصيص الأموال داخل الاقتصاد، والأزمة المالية العالمية هي الاضطراب الذي يصيب الأسواق الدولية والذي يتعدى حدود الدولة والذي يؤدي إلى تعطيل الأسواق في تخصيص رؤوس الأموال دوليا".¹

- الأزمة المالية: "تحدث الأزمة المالية عندما بسبب الاضطراب في الأسواق المالية والذي ينتج عن التوقعات السلبية المتشائمة للمتعاملين بحيث لا يمكن تحقيق كفاءة لمدة أطول للسوق المالي مما يؤدي إلى عدم توجيه الأموال نحو الفرص الاستثمارية المنتجة".²

ولفهم الأزمة المالية أكثر يمكننا الانطلاق من مفهوم الاستقرار المالي والذي يعني تلك الوضعية التي يتمكن من خلالها المؤسسات والأسواق المالية الكفأة من تعبئة الادخار الكافي وتخصيص تلك الادخارات في تمويل الاستثمارات المنتجة وذات المردودية³ وبالتالي فالأزمة المالية تعني في الأساس اختلال في النظام المالي للدولة بحيث يعجز هذا النظام عن أداء دوره بكفاءة في تعبئة الادخار من تخصيص رؤوس الأموال في الاستثمارات المنتجة وبالتالي فإنه سوف تعاني الدولة لمدة من الزمن من عدم الاستقرار المالي.

من خلال ما سبق يمكن الخروج بتعريف شامل للأزمة المالية بأنها اضطراب يصيب النظام المالي سواء السوق المالي، المؤسسات التمويلية (البنوك أساسا) والذي يؤدي إلى ظهور بوادر القلق والشعور بالخطر لدى المستثمرين مما يؤدي إلى سرعة في سحب أموالهم والتنازل عن أصولهم المالية التي تتميز بانخفاض شديد

¹ Richard Portes, Alexander K. Swoboda, **Threats to international financial stability**, Cambridge university press, New York, 1987, P 10.

² Steven Brakman and other, **Nations and firms in the global economy**, Cambridge university press, New York, 2006, P 243.

³ Ashish K. Vaidya, **Globalization: encyclopedia of trade, labor, and politics, Volume 1**, ABC-CLIO, California, 2006, P 25.

في أسعارها مما يؤدي إلى إفلاس الوسطاء والمستثمرين وعدم قدرة النظام المالي على تعبئة الادخارات وبالتالي عدم قدرته على تمويل الاقتصاد وهو ما يؤدي إلى نتائج سلبية.

نظرا لتزايد العولمة المالية والتحرير المالي واندماج العالم فإنه يمكن أن تكون الأزمة المالية عالمية بحيث يمكن أن يؤدي اضطراب مالي في دولة معينة إلى انتقال هذه الأزمة إلى باقي دول العالم. يمكن أن نبرز أهم مظاهر الأزمة المالية في الجدول التالي:

الجدول(02): مظاهر الأزمة المالية

نوع الأزمة	التعريف
الصدمة البورصية	انهيار أسعار البورصة متبوع بحالة هلع للمتعاملين التي تخثم على بيع أوراقهم المالية على نطاق واسع
أزمة بنكية	عدم ثقة عامة في البنوك يؤدي إلى سحب واسع للزبائن لمدخراتهم يؤدي إلى عسر البنوك وتصفيتها.
أزمة الصرف	انخفاض كبير في سعر صرف العملة متبوع بهجمات وعمليات مضاربة واسعة

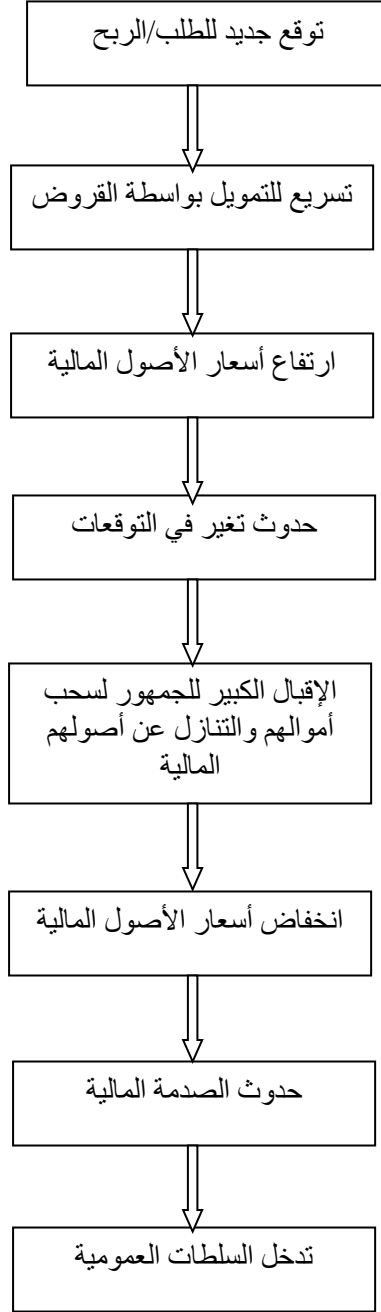
Source : David Hénaux, OP-CIT, P 106.

فإذا راود المستثمرين شكوك حول قيمة الأسهم والسندات (سعر الأسهم والسندات) فإنهم يلجئون لتحويل هذه الأصول التي يمتلكونها وجعلها على شكل ودائع بنكية، أما إذا كان الثقة في ملاءة هذه البنوك هي محل الشكوك، فسيلجؤون لتحويل ودائعهم البنكية إلى سيولة (أي تحول طبيعة أصولهم من ودائع إلى سيولة)، وفي حالة ما فقدت العملة الوطنية مصداقيتها (أي الثقة في قيمتها) فسيميل المستثمرون لاستبدال ممتلكاتهم بهذه العملة مقابل العملة الأجنبية، وفي الأخير إذا كانت قيمة النقود الائتمانية بشكل عام هي محل الشكوك فستبادر للمستثمرين استبدالها مقابل الذهب أو أي عملة-سلعة (أي يتحول الطلب على النقود نحو الذهب أو أي عملة-سلعة)، يخضع الاقتصاد الرأسمالي لما يعرف بالدورة الاقتصادية وهو الشكل العادي لوجوده فهو ينتقل من الانتعاش إلى الركود عبر الأزمة ثم يعود لينتعث من جديد

الفرع الثاني: مراحل الأزمة المالية

يمكننا تمثيل مراحل الأزمة المالية من خلال الشكل التالي:

الشكل (15): مراحل الأزمة المالية



Source : David Hénaux, OP-CIT, P 110.

- 1- المرحلة الأولى (توقع طلب جديد): في هذه المرحلة فإنه لا تكون هناك بوادر للأزمة حيث يلجأ المستثمرون إلى النظام المالي من أجل توظيف أموالهم والحصول على عائد من هذه التوظيفات حيث كلما كان توقع الحصول على مردودية أكبر من تكلفة الحصول على التمويل فإن أصحاب الاحتياج سوف يزيدون من الطلب على الأموال التي يضمنها النظام المالي (البنوك، السوق المالي).
- 2- المرحلة الثانية: (تسريع منح القروض): حيث يفرض النظام البنكي في منح القروض لتمويل الطلب المتزايد من طرف الأفراد والمؤسسات والذي يكون بعيداً عن المعايير العلمية لمنح الائتمان وعدم الاعتماد على الضمانات الكافية أو سوء تقدير لتلك الضمانات وهو ما يهدد ملاءة البنوك في الوفاء بالتزاماتها.

3- المرحلة الثالثة (ارتفاع أسعار الأصول المالية): نظرا لجاذبية الأصول المالية وتوفر الكفاءة في النظام المالي الذي بإمكانه تعبئة الادخار العام لتمويل الطلب المتزايد للطالبيين للأموال فإنه سوف ترتفع أسعار الأصول المالية وذلك نظرا للطلب المتزايد عليها والجاذبية التي تتمتع بها نظرا لتوفر الاستقرار المالي الذي يكون محفزا على الاستثمار في الأصول المالية.

4- المرحلة الرابعة (حدوث تغير في التوقعات): حيث يحدث تغير في توقعات المتعاملين الاقتصاديين والذي يكون مربوطا بصفة عامة بحدوث تغيرات في الوضع الاقتصادي وهو ما يعني ظهور بوادر الخطر والخوف من تحقيق خسائر أو عدم تحصيل أموالهم أو عدم قدرة النظام المالي على تسديد حقوق الدائنين.

5- المرحلة الخامسة (الإقبال الكبير للجمهور لسحب أموالهم): يتولد عن حالة الإحساس بالخطر ظهور إقبال كبير وسريع أو اندفاع المودعين نحو البنوك كذلك فالإقبال الكبير والسريع للمودعين نحو بنوك معينة قد يؤدي إلى ظهور هلع بنكي معمم *panique bancaire généralisée* فالمودعون بشكل عام، يتخوفون من تكبد خسائر معتبرة في ودائعهم البنكية لاسيما في حالة إفلاس البنوك. فمن ثم، فهم يحاولون تحويل وداائعهم إلى نقود قانونية.

6- المرحلة السادسة (انخفاض أسعار الأصول المالية): نظرا للإقبال الكبير للجمهور على سحب وداائعهم البنكية فإنه تكون البنوك معرضة لحالة الإفلاس وذلك نظرا لعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها وهو ما ينتج كذلك الضغط على المؤسسات من طرف البنوك لتسديد التزاماتها مما يولد شعورا للمستثمرين بحدوث مشاكل في المؤسسات وهو ما يدفع بهم إلى التخلص من أصولهم المالية والتي نظرا للوضع الصعب لا تكون ذات جاذبية وهو ما يؤدي إلى انخفاض أسعارها السوقية حيث يحقق المستثمرون والمؤسسات خسائر كبيرة.

7- المرحلة السابعة (حدوث الصدمة المالية): تؤدي حالة الهلع البنكي إلى سحب المدخرات من البنوك وفي نفس الوقت تقليص البنوك من منح الائتمان كذلك سحب المستثمرين لاستثماراتهم من البورصة والتنازل عنها بأسعار منخفضة للاقتصاد مما يؤدي سحب وتقليص النقد من الاقتصاد وهو ما يؤدي إلى عدم توفر السيولة لتمويل الاقتصاد مما ينجر عنه ركود النشاط الاقتصادي الحقيقي (الإنتاج) نفس الشيء يقال عن الإستثمار والمستوى العام للأسعار وذلك من جراء انخفاض عرض النقود كذلك انخفاض مستوى الأرباح وقيم صافي الأصول، والذي يتزامن مع ارتفاع عدد حالات الإفلاس و ظهور أزمة مديونية *Crise d'endettement* ناتجة عن انخفاض أسعار الأصول أثناء عمليات التصفية من جهة، وانخفاض المستوى العام للأسعار من جهة أخرى.

8- المرحلة الثامنة: تدخل السلطات العمومية: وفي هذه المرحلة تستدعي ضرورة تدخل السلطات العمومية وذلك بواسطة السلطة النقدية والمالية من أجل تصحيح الاختلالات وإعادة التوازن والثقة للنشاط الاقتصادي وذلك من خلال دعم البنوك ومنحها قروض من أجل إعادة إنعاشها أو من خلال تخفيض سعر العملة أو من خلال التقنينين معا وإذا لزم الأمر لا بد من تدخل الدولة وذلك بضخ أموال إضافية للنظام المالي من أجل تجاوز أزمة السيولة.

تختلف مراحل الأزمات المالية من دولة إلى دولة ومن زمن إلى آخر إلا أنه يتفق على أن الأزمات المالية لديها آثار مدمرة على الاقتصاد سواء على الأفراد أو المؤسسات حيث تكتسب هذه الأزمات مجموعة من الخصائص المشتركة من أهمها:¹

- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة أو المعارضة لها.
- المفاجأة واستحواذها على بؤرة الاهتمام لدى المؤسسات والأفراد.
- نقص المعلومات وعدم دقتها.
- إن مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يمثل نقطة تحول أساسية في أحداث متشابكة ومتصارعة.
- إنها تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من التوتر، مما يضعف إمكانيات الفعل المؤثر والسريع لمجابهتها.
- إن تصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة نظرا لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عال، وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها.
- بما أن الأزمة تمثل تهديدا لحياة الفرد وممتلكاته ومقومات بيئته فإن مجابهتها تعد واجبا مصيريا.
- إن مواجهتها تستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة واحتكار النظم أو نشاطات تمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية.
- إن مواجهة الأزمات تستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانيات وحسن توظيفها في إطار مناخ تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة.

الفرع الثالث: أسباب الأزمات المالية

هناك العديد من أسباب الأزمات المالية من أهمها:

- 1- **عدم تناظر المعلومات:** وهي تمثل حالة أين يكون أحد المتعاملين يملك معلومات أكثر من المتعامل الآخر الذي لا يمكنه تقييم المخاطر بشكل كافي مما يؤدي به إلى اتخاذ قرارات خاطئة وتزايد المخاطر المعنوية.²
- 2- **التوسع الكبير في الإقراض وانهيار أسعار الأصول:** حيث أن التزايد الكبير في عمليات الإقراض وانهيار أسعار الأصول المالية كانت دائما سببا في حدوث الأزمات المالية.
- 3- **اضطرابات القطاع المالي:** شكل انهيار سوق الأوراق المالية والتوسع في منح القروض وتدفقات رؤوس الأموال القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية حيث شهد القطاع المالي تطورا وافتتاحا كبيرا بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبح المالي وعانت معظم الدول من عدم التهيئة الكافية للقطاع المالي وضعف واضح في الأطر المؤسسية والتنظيمية وأدى التوسع في منح القروض إلى التركيز في قطاع معين (القروض الاستهلاكية: القروض العقارية، الاستهلاكية)، ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية حصول انتعاش كبير في منح القروض.

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 173

2 Ricardo N. Bebczuk, **Asymmetric information in financial markets: introduction and applications**, Cambridge university press, New York, 2003, P 03.

4- **عدم التلاؤم بين أصول وخصوم البنوك:** يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والتوافق بين أصول وخصوم البنوك خاصة من جانب عد الاحتفاظ بالسيولة لتغطية الالتزامات القصيرة الأجل التي تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية وسعر الصرف ثابتا مما يغري المصارف المحلية بالافتراض من الخارج ويتعرض زبائن البنك كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية والأمر نفسه بالنسبة لفترات الاستحقاق.

5- **التحرير المالي:** إن التحرير المالي المتسارع غير الوقائي بعد فترة من الانغلاق والتقييد يؤدي إلى حدوث الأزمة المالي خصوصا في حالة ضعف في الأطر المؤسسة والقوانين التي لا تتحكم جيدا في حركة الأموال دخولا وخروجا وهو ما قد يسهل نزيف رؤوس الأموال خارج الوطن.

7- **سياسات سعر الصرف:** يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، ففي ظل مثل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الحل الأخير للاقتراض بالعملة الأجنبية، حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي، وحدث أزمة العملة، مثال حالة المكسيك والأرجنتين، وقد تمخض عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية، مما يزيد من الضغوط تفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي، وفي المقابل، وعند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن، فإن حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فورا إلى تخفيض قيمة العملة، والى زيادة في الأسعار المحلية، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقا مع متطلبات الأمان المصرفي.

الفرع الرابع: تأثير الأزمات المالية على المؤسسة

إن خطر الأزمات المالية يكمن في أنه من صادر من تهديد خارجي و لا يتعلق بجودة وكفاءة التسيير في المؤسسة بحيث لا يمكن توقعه في بعض الأحيان كذلك قد تقف المؤسسة في بعض الحالات عاجزة عن إيجاد حلول لتجاوز هذه الأزمة وهو ما أدى إلى حالات إفلاس كثيرة في العالم أو التقليل من النشاط و تصفية العديد من فروع المؤسسات وتسريح العاملين بها، كذلك فإن الأزمة المالية تتميز بأنها تأثيرها شامل بحيث تمس جميع قطاعات النشاط الاقتصادي دون استثناء كذلك تكون أزمة عالمية بحيث تبدأ في منطقة معينة ليتمد تأثيرها إلى باقي مناطق العالم بحث تختلف درجة تأثيرها حسب درجة اندماج الدولة في الاقتصاد والسوق المالي العالمي، ويمكننا تحديد بعض تأثيرات الأزمات المالية على المؤسسة كما يلي:

أولا: ركود منتجات المؤسسة: إن الأزمات المالية تؤثر على الاقتصاد ككل ومن بين التأثيرات السلبية قيام حالة من الركود الاقتصادي الناتج عن انخفاض مداخيل الأفراد الناتج عن إفلاس المؤسسات ونتيجة لهذا لن يتمكن الأفراد من التوسع في استهلاكهم وهو ما يعني كساد منتجات المؤسسات وعدم تسويقها وبالتالي انخفاض نتائج المؤسسة أو تحقيق نتائج سلبية يؤدي إلى عدم قدرتها على تسديد التزاماتها اتجاه الدائنين كالبنوك والدولة مما يجبرها على التوقف عن النشاط وتصفيته من أجل تسديد التزامات الدائنين فالخطر هنا هو خطر خارجي وغير متحكم فيه، فكثير من المؤسسات تتميز بتطور منتجاتها وانخفاض تكاليفها وقدرة منتجاتها على المنافسة لكن الأزمة المالية سوف تشكل خطر حقيقي عليها رغم إمكانياتها التكنولوجية والتسييرية.

ثانياً: انهيار قيمة المؤسسة: الأزمة المالية بالتعريف هي انهيار أسعار الأصول المالية مثل الأسهم والسندات أو عقود المشتقات المالية في السوق المالي فإذا انهارت قيمة الأصول المالية فإن ذلك يعني انهيار القيمة السوقية للمؤسسة، وتصبح مؤسسة غير جاذبة للاستثمارات ومؤسسة ضعيفة التفاوض أمام المتعاملين معها وخاصة الممولين الذين سوف يرفضون التعامل معها نتيجة لاهتزاز مركزها التفاوضي والانخفاض الكبير في القيمة السوقية لها.

ثالثاً: انخفاض قيمة الصادرات: ويكون ذلك بالنسبة للمؤسسات المصدرة للمواد الأولية وخاصة بالنسبة للدول النامية التي تعتمد في صادراتها على المواد الأولية وذلك أنه نتيجة لحالات الإفلاس في الدول المتقدمة وانخفاض الطلب العالمي وتباطؤ النمو العالمي فإنه سوف تتخفف الطلبات على المواد الأولية مما يؤدي إلى انخفاض في أسعارها وانخفاض في الكميات المطلوبة منها.

رابعاً: قيام حالة الاحتكار: الركود الاقتصادي سيؤدي إلى إفلاس العديد من المؤسسات عبر العالم وبقاء المؤسسات والشركات الكبرى وهو ما يؤدي إلى احتكار السوق العالمية وصعوبة المنافسة أمام المؤسسات الأخرى أو المؤسسات التي ترغب في الدخول إلى قطاع النشاط وهو ما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار مجدداً.

خامساً: صعوبة التمويل: ففي وسط أزمة مالية تتميز بانهيار أسعار الأصول المالية وانهيار الأسواق، وحالات إفلاس للبنوك والمؤسسات التمويلية يختل النظام المالي للدولة ويصاب باضطرابات مالية كبيرة تؤدي إلى تحويل رؤوس الأموال و نقص التحويلات الأجنبية والاستثمارات الأجنبية والتشدد في التسهيلات الائتمانية الممنوحة وذلك بهدف ضمان السيولة البنكية وسلامة الميزانية البنكية والتقليل من المخاطر المحتملة، كل هذه العوامل سوف تخفف من إمكانيات التمويل التي يمكن أن تتاح للمؤسسة التي تعاني أصلاً من صعوبات من جراء هذه الأزمة المالية وهنا يجب على السلطات العمومية أن تتدخل من أجل محاولة وجود حلول لهذه الأزمات المالية والتي تكون في الغالب بسخ مزيد من الأموال في الاقتصاد من أجل إعادة بعث وإنعاش الاقتصاد والنهوض به مجدداً.

سادساً: قيام إجراءات الحماية: إن الدول التي ضربها الركود الاقتصادي مصحوباً بمعدلات بطالة عالية لجأت إلى تطبيق إجراءات حماية لقطاعاتها الإنتاجية للحد من الإفلاس وتسريح العمال مثل فرض التعريفات الجمركية والمعوقات غير التعريفية كالدعم والإجراءات الإدارية المعقدة للاستيراد وغيرها من القيود التي تعيق انسياب التجارة وهو ما يهدد قدرة المؤسسات على اختراق الأسواق وزيادة مداخيلها وبالتالي وجود عوائق أما تنافسية المؤسسة.

خلاصة الفصل الأول

يؤثر المحيط المالي على النشاط المالي للمؤسسة وعلى باقي الوظائف الأخرى وذلك من خلال الفرص التي يمكن أن يتيحها والتهديدات التي يمكن أن يشكلها هذا المحيط ومن أهم عناصر المحيط التي يمكن أن تؤثر على المؤسسة ماليا نجد المؤسسات المالية والتي من أهمها البنوك والسوق المالي، كما شهدت وسائل الدفع تطورات كبيرة حيث سهلت على المؤسسات القيام بالعديد من العمليات المالية مع المتعاملين الاقتصاديين، كذلك يتأثر النشاط المالي للمؤسسة بالمؤشرات الاقتصادية العامة كالتضخم، سعر الصرف، سعر الفائدة التي يمكن أن تشكل تكاليف إضافية تتحملها المؤسسة مما يؤثر على تنافسيتها، كل ذلك يتم في إطار مجموعة من القوانين والتشريعات التي تنظم نشاط المؤسسة حيث قد تصعب أو تحد هذه القوانين من نشاط المؤسسة مثل: القانون التجاري، قوانين المالية، السياسات النقدية، قوانين العمل قوانين الصفقات....

نظرا للتطور التكنولوجي وخاصة تكنولوجيات الإعلام والاتصال تسارعت وتيرة الانفتاح الاقتصادي والمنافسة الدولية وزوال الحواجز بين الدول ظهرت العولمة المالية من خلال الأسواق المالية الدولية والتحرير المالي، وكذلك التوجه نحو الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة التي تفرض مجموعة من الشروط والتي تقوم أساسا على تدعيم الحرية وتقليص دور الدولة، لكن هذه العولمة والتحرر كان لها الأثر السلبي كذلك من خلال ظهور الأزمات المالية حيث كانت في أغلبها عالمية أثرت على أغلب دول العالم حيث نجد العامل المشترك فيها هو وجود الولايات المتحدة الأمريكية حيث كان لهذه الأزمات العديد من الآثار السلبية على الاقتصاد العالمي وزوال أو تخفيض نشاط الكثير من المؤسسات مما انجر عنه نتائج اجتماعية سلبية من خلال تسريع العمال.

الفصل الثاني

سياسات تمويل المؤسسة

تمهيد:

تتاح أمام المؤسسات الاقتصادية العديد من السياسات التمويلية التي تفاضل بينها من أجل اعتماد سياسة معينة أو مجموعة من السياسات بما يحقق أهداف المؤسسة، وتختلف هذه السياسات من حيث أن لكل سياسة إيجابيات وسلبيات، وكذلك حسب وضعية المؤسسة وإمكانياتها وطبيعة المحيط المالي السائد ودرجة تطور وقدرة النظام المالي ومرونته على توفير وسائل تمويلية متعددة أمام الأعوان الاقتصاديين.

ولذلك فإن التطورات في الأنظمة المالية أصبح يوفر أمام المؤسسات الاقتصادية العديد من طرق التمويل، وتختلف سياسات التمويل التي يمكن اعتمادها حسب عدة ظروف وعوامل، والتي يمكن أن تتحكم فيها المؤسسة، كما أن هناك محددات خارجية لسياسة التمويل التي لا يمكن التحكم فيها باعتبارها من عناصر المحيط المالي، ويأتي هذا الفصل لتحديد مفهوم ومكونات السياسة التمويلية، وكذلك مختلف السياسات التمويلية المتاحة والتي يمكن اعتمادها لتمويل نشاط المؤسسة الاستثماري والاستغلالي، بالاعتماد على إيجابيات وسلبيات كل سياسة تمويلية.

المبحث الأول: مفهوم سياسة تمويل المؤسسة

تحتل سياسة التمويل مكانة مهمة في صياغة الاستراتيجية المالية للمؤسسة، فهي تبين مختلف المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة لتنفيذ الإستراتيجية، وتبين مدى ملاءمة هذه المصادر لوضعية المؤسسة المالية ومختلف تأثيرات سياسات التمويل المعتمدة على وضعيتها المالية.

المطلب الأول: نشاط تمويل المؤسسة

يكتسب نشاط التمويل في المؤسسة أهمية بالغة لما له من دور في تغطية مختلف احتياجات المؤسسة الاستثمارية والاستغلالية بما يضمن تحقيق أهدافها، كما يسمح لها بمواجهة الظروف الطارئة وتجاوزها بأقل الأضرار الممكنة.

الفرع الأول: مفهوم تمويل المؤسسة

أولاً: المؤسسة من المنظور المالي: إن أي مؤسسة اقتصادية مهما كان حجمها أو نشاطها تسعى لتحقيق الربح، ولتحقيق هذا الهدف الأساسي وجب حيازة الاستثمارات المنتجة ومن أجل الحصول على وسائل النشاط لا بد من توفر عنصر ضروري والمتمثل في عنصر التمويل، ومن هنا تظهر أهمية نشاط التمويل في المؤسسة فهو يسعى إلى تغطية احتياجات المؤسسة الضرورية لاستمرارها في النشاط دون أي مشاكل فحدوث أي مشكل في نشاط التمويل سيؤدي حتما في حدوث مشاكل وعوائق على نشاط المؤسسة.

فنشاط المؤسسة الاقتصادية من المنظور المالي يمكن تلخيصه في ثلاث مراحل كما يلي:¹

- **الاستثمار:** أي أن المؤسسة تحاول استثمار الموارد المالية المتاحة في حيازة الاستثمارات التي تكون مردوديتها أكبر من تكلفة الحصول على هذه الاستثمارات وذلك من خلال تحديد المعدل الأدنى الواجب تحقيقه على هذا الاستثمار وبالتالي يجب التحديد وبدقة تكلفة مصدر التمويل الذي سوف يوظف من أجل حيازة الاستثمار المعني.

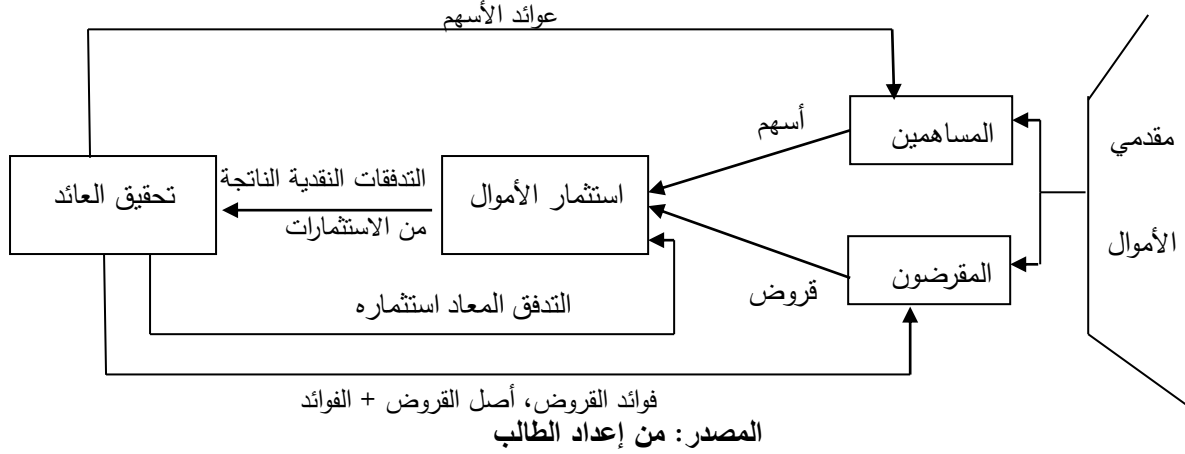
- **التمويل:** بعد اختيار الاستثمار الملائم الذي سوف تقوم المؤسسة بحيازته، يجب تحديد المزيج التمويلي المناسب الذي سوف يقوم بتغطية احتياجات الاستثمار في المؤسسة ويجب أن تكون عملية اختيار مصادر التمويل دقيقة وقائمة على معايير واضحة بما يسمح للمؤسسة تعظيم الاستفادة من الاستثمار المعني حيث يجب أن يفوق معدل مردودية الاستثمار معدل تكلفة الحصول على مصادر التمويل.

- **التصرف في العائد:** إن الهدف الأساسي من استثمار الموارد المالية هو تحقيق النتائج الإيجابية، وإلا ما هي الفائدة من استثمار هذه الأموال وفي هذه المرحلة فإن مقدمي الأموال يجب أن يحصلوا على مقابل توظيفهم لأموالهم في المؤسسة، حيث وبعد تسديد مستحقات الدائنين (القروض) يبقى أمام المؤسسة سياستين من أجل التصرف في العائد: سياسة توزيع الأرباح أو سياسة احتجاز الأرباح من أجل إعادة تمويل نشاطها والرفع منه وتتحكم العديد من العوامل الداخلية والخارجية في سياسات توزيع الأرباح.

ويمكن تمثيل نشاط المؤسسة من المنظور المالي كما يلي:

¹ Aswath Damodran, **Finance d'entreprise**, De Boeck, Bruxelles, 2004, p 31.

الشكل (16): نشاط المؤسسة من المنظور المالي



ثانياً: تعريف تمويل المؤسسة: يكتسب نشاط التمويل في المؤسسة أهمية كبرى ويعتبر من بين العناصر المتحكمة في نشاط المؤسسة ومحدد من محددات التوجهات الاستراتيجية، فكثيراً ما تتحكم القيود التمويلية في الخيار الاستراتيجي للمؤسسة ولذلك قد يسبق التشخيص المالي التشخيص الاستراتيجي في العديد من الحالات خاصة عندما تعاني المؤسسة من صعوبات مالية وخاصة صعوبة في الحصول على الأموال اللازمة لتنفيذ الخيار الاستراتيجي لها، ويمكن تعرف نشاط التمويل في المؤسسة كما يلي:

التمويل هو: " البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال والاختيار وتقييم تلك الطرق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المؤسسة المالية " ¹. كما يمكن تعريف التمويل بأنه: " تلك المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة " ².

مما سبق يمكن القول إن نشاط تمويل المؤسسة هو نشاط حيوي واستراتيجي يساهم في بناء الإستراتيجية المالية والاستراتيجية العامة للمؤسسة، حيث يسعى إلى البحث عن مصادر التمويل اللازمة والحصول عليها وقبل ذلك القيام بعملية المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة من خلال العديد من المعايير، وتوظيف الموارد المالية المتحصل عليها في حيازة مختلف أنواع الاستثمارات ذات المردودية المرتفعة بما يضمن للمؤسسة تحقيق أهدافها الاستراتيجية، وتتفق معظم تعاريف التمويل على:

- البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال.
- تقييم البدائل المتوفرة.
- اختيار البديل الأمثل على أساس العائد، التكلفة، المخاطرة... الخ.
- التنفيذ والمتابعة.

¹ هيثم محمد الزغبي، مرجع سابق، ص 77.

² حمزة الشخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 20.

ثالثاً: هدف التمويل في المؤسسة: يوجد رأيين حول الهدف الأساسي لنشاط تمويل المؤسسة:

- الرأي الأول يرى أن هدف التمويل يتمثل في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا الهدف يجب أن يكون مرتبطاً بالنشاطات الثلاثة الأساسية للمؤسسة المتمثلة في الاستثمار، التمويل، التصرف في العائد المحقق.¹

- أما الرأي الثاني فيعتبر أن الهدف الأساسي لنشاط التمويل يتمثل في تعظيم الثروة للمساهمين والحصول على أكبر عائد ممكن من أجل إرضاء المساهمين في المؤسسة وذلك من خلال توزيع العوائد على الأسهم، مع الأخذ في الاعتبار العلاقة المتمثلة: المردودية-المخاطرة، حيث قد يفضل البعض استثمار أموالهم في استثمارات ذات مردودية مرتفعة ولكن في نفس الوقت تكون درجة المخاطرة كبيرة أما البعض الآخر يفضل استثمار أمواله في استثمارات ذات مردودية منخفضة ذات المخاطرة المنخفضة.² ويعتبر هذا الهدف أوسع وأشمل من تعظيم قيمة المؤسسة وذلك نظراً للأسباب التالية:

* سعر السهم هو الوسيلة الأكثر سهولة من أجل تقييم أداء وكفاءة المؤسسات التي تلجأ إلى الادخار العمومي (طرح الأسهم للجمهور للاكتتاب).

* يعتبر سعر السهم هو المقياس لثروة المساهمين في المؤسسة لأن المساهم بإمكانه بيع السهم الذي بحوزته ويتحصل على مقابل هذا السهم.

إن هذين الهدفين هما وجهين لعملة واحدة وذلك نظراً لأن تعظيم ثروة المساهمين سوف ينتج عنه تعظيم قيمة المؤسسة، فقيمة المؤسسة هي القيمة السوقية للمؤسسة أي ما تساويه هذه المؤسسة عند بيعها في السوق وهي تساوي إلى القيمة السوقية لمجموع أصولها وبالتالي:³

القيمة السوقية للمؤسسة = مجموع القيمة السوقية للأصول = مجموع القيمة السوقية للخصوم

مجموع القيمة السوقية للخصوم = القيمة السوقية للأموال الخاصة + الديون

= القيمة السوقية للأسهم + الديون

ولدينا القيمة السوقية للأسهم = العوائد الموزعة/عدد الأسهم

وبالتالي فإن تعظيم القيمة السوقية للأسهم يتم من خلال تعظيم العوائد الموزعة على الأسهم، وبالتالي فإن تعظيم قيمة الأسهم من خلال تعظيم العوائد الموزعة سيزترتب عليه تعظيم القيمة السوقية للخصوم وهو ما يعني تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة

فتمول المؤسسة يهتم بكل القرارات ذات الطابع المالي في المؤسسة: القرارات الإستراتيجية، قرارات التسويق، الموارد البشرية...إلخ، وكل هذه القرارات تصب في تحقيق هدف واحد المتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة، ومن أجل تحقيق هذا الهدف لا بد من احترام المبادئ الأساسية الثلاثة:

- الاستثمار: حيث يجب استثمار المواد المالية في الاستثمارات ذات العائد الأدنى الواجب تحقيقه من خلال المزيج التمويلي الذي بواسطته سوف يتم تمويل هذا الاستثمار.

¹ Aswath Damodran, OP-CIT, P 36.

² Faouzi Rassi, **Gestion financière à long terme : Investissements et financement**, Presse de l'université de Québec, Québec, 2007, P 10.

³ Aswath Damodran, OP-CIT, P 37.

- التمويل: حيث يجب على المؤسسة اختيار المزيج التمويلي المناسب من الأموال الخاصة والقروض الذي سوف يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة.
- توزيع العائد: ففي حالة عدم رغبة المؤسسة في إعادة استثمار الإرباح المحققة في حيازة استثمارات ذات المردودية المرتفعة فإن يجب عليها توزيع هذه العوائد على حملة الأسهم.
- **رابعاً: مبادئ التمويل:** يقوم نشاط التمويل في المؤسسة على مجموعة من المبادئ التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند القيام بهذا النشاط ومن أهم هذه المبادئ نجد:¹
- **الاستحقاق:** يعني أن الأموال المتحصل عليها لها تاريخ استحقاق معين يجب تسديدها فيه عند بلوغ تاريخ الاستحقاق، وحتى بالنسبة للأموال الخاصة في المؤسسات الفردية التي لا يكون فيها عدد المساهمين كبيراً.
- **الحق في الدخل:** يعني أن مصادر التمويل لها الأولوية في الحصول على جزء من النتائج التي تحقّقها المؤسسة، حيث الأولوية لأصحاب الديون ثم أصحاب الأموال الخاصة.
- **الحق في الأصول:** ففي حالة عجز المؤسسة عن تسديد التزاماتها اتجاه مصادر التمويل فإنه لهذه المصادر الحق في الحصول على مقابل التنازل عن هذه الحصول حسب الأولوية.
- **الملاءمة:** أن تتنوع مصادر التمويل وتعددتها يعطي للمؤسسة فرصة من أجل اختيار مصدر التمويل الملائم الذي يناسب المؤسسة من حيث التوقيت والشروط والحجم.
- **ضرورة الموازنة بين المخاطرة والعائد:** حيث لا يجب السعي إلى المبادرة بمخاطر مالية جديدة ما لم يكن هناك عائد إضافي متوقع من هذه العملية.
- **الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود:** من المبادئ الأساسية للتمويل أن النقود لها قيمة زمنية مصاحبة لها، فالدينار الذي يمكن الحصول عليه الآن أعلى قيمة من نفس الدينار الذي يمكن الحصول عليه العام القادم، ولذلك القاعدة تنص على أنه من الأفضل السعي للحصول على الأموال مبكراً كلما كان ذلك ممكناً.
- **كفاءة أسواق رأس المال:** بما أن هدف التمويل هو تعظيم ثروة الملاك أو حملة الأسهم حيث لا يمكن قياس هذه الثروة إلا من خلال كفاءة الأسواق المالية والسوق الكفاء هو ذلك السوق الذي تعكس فيه قيم الأصول والسندات في أي لحظة مقدار المعلومات المتاحة لدى الجمهور.
- **الأخذ بعين الاعتبار التأثيرات الضريبية:** عند اتخاذ أي قرار تمويلي يجب على المسير المالي أخذ بعين الاعتبار تأثيرات الضريبة على هذا القرار ومعنى ذلك أن جميع التدفقات النقدية يجب أن تحسب بعد خصم الضرائب.
- **إشكالية الوكالة:** وتتشأ إشكالية الوكالة من مبدأ فصل الملكية عن التسيير، ونظراً لهذا الفصل فإن المسيرين قد يتخذون قرارات لا تتفق مع أهداف الملاك في تعظيم قيمة الأسهم على الأقل في الأجل القصير، كذلك فإنهم يحاولون تعظيم منافعهم الخاصة من حيث المرتبات والحوافز، وذلك على حساب الملاك، كما قد يتجنبون الدخول في مشروعات ذات مخاطر مرتفعة على الرغم من ارتفاع العائد لأنها قد تكلفهم فقدان مناصبهم.

¹ هيثم محمد الزعبي، مرجع سابق، ص 78.

الفرع الثاني: احتياجات التمويل في المؤسسة

إن احتياج التمويل في المؤسسة ينقسم إلى قسمين تمويل الاستثمار (دورة الاستثمار) وتمويل الاستغلال (دورة الاستغلال)، وهما يمثلان النشاط العادي للمؤسسة، كما قد تأتي ظروف غير عادية واستثنائية تفرض على المؤسسة اللجوء إلى زيادة الحاجة في التمويل.

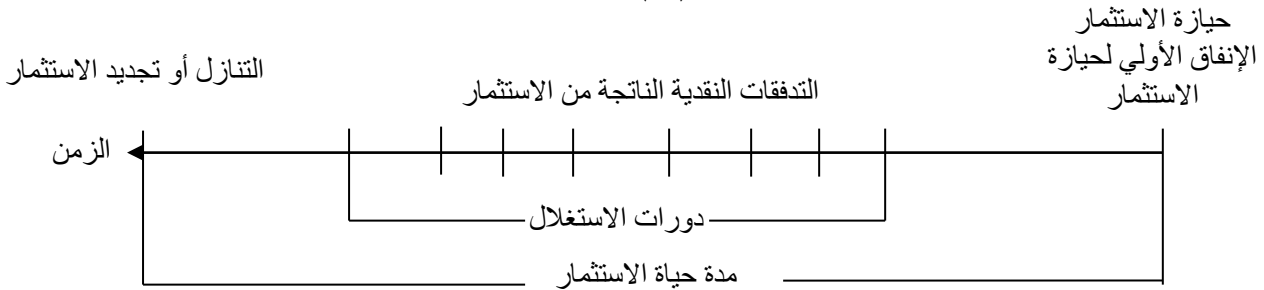
أولاً: تمويل النشاط العادي للمؤسسة: وينقسم إلى قسمين: تمويل دورة الاستثمار وتمويل دورة الاستغلال كما يلي:

أ- **دورة الاستثمار:** يعرف الاستثمار بأنه: "تعبئة رأس المال على شكل حيازة وسائل إنتاج متنوعة (أراضي، مباني، تجهيزات إنتاج...)"، تكون مدتها طويلة على أمل استرجاع رأس المال بواسطة التدفقات المالية التي تنتجها وسائل الإنتاج المحازة، من خلال إنتاج سلع أو خدمات على عدة دورات إنتاجية¹. وتعرف دورة الاستثمار بأنها: "التخلي عن نقود متوفرة حالياً على أمل زيادتها في المستقبل أو بتعبير آخر تحويل طبيعة الملكية النقدية للأموال إلى ملكية أصول من طبيعة متميزة، مخصصة لاستعمالها في عدة دورات إنتاج، تتمثل هذه الأصول المتميزة في الاستثمارات المادية (الأراضي والمباني، الآلات... الخ) وهي أصول ثابتة ثم حيازتها، إقامتها وتركيبها، ضبطها ثم تشغيلها، وذلك لأجل استعمالها في دورة الاستغلال لعدة سنوات ليتم في نهاية حياتها التنازل عنها أو التخلي عنها"².

وبالتالي تخص دورة الاستثمار اقتناء واستعمال الأصول الثابتة التي تشمل وسائل العمل للمؤسسة (الآلات، الشاحنات... الخ)، فهي دورة طويلة الأجل (تدوم عدة سنوات)، تبدأ دورة الاستثمار عند إنشاء المؤسسة، باقتناء الوسائل الضرورية لنشاطها من محلات وأراضي... الخ و تزداد (تنمو) مع نمو المؤسسة بإعادة استثمار الاهتلاكات المجمعة و تحسين الطاقة الإنتاجية، و تنتهي بنصفية المؤسسة سواء بالإفلاس أو تغيير النشاط أو الامتصاص، وهي قرارات استثنائية غير متكررة مرتبطة بإستراتيجية المؤسسة ينتج عنها عدة تدفقات دورية التي تشكل دورات الاستغلال.

ويمكن تمثيل دورة الاستغلال من خلال الشكل التالي:

الشكل: (17): دورة الاستثمار



المصدر: من إعداد الطالب

¹ Frank Olivier Meye, Evaluation de la rentabilité des projets des investissements, L'harmattan, Paris, 2007, P 28.

² Stephane Griffiths, Gestion financière, Chihab, Alger, 1996, P 12.

من خلال الشكل السابق فإن دورة الاستثمار تبدأ بحيازة أو إنجاز أو تجديد استثمار معين ولأنها دورة طويلة الأجل فإن هذا الاستثمار سوف يتم استغلاله على عدة سنوات (دورات استغلال)، بحيث تنتج كل دورة تدفقا نقديا ومع تراكم التدفقات النقدية فإنه سوف يتم تعويض هذا الاستثمار من خلال تراكم الاهتلاكات، التي بواسطتها سوف يتم تجديد هذا الاستثمار كما يمكنها التنازل عن هذا الاستثمار في حالة عدم اهتلاكه كليا وحيازة استثمار آخر ليتم استغلاله لعدة سنوات أخرى وهكذا.

ب- **دورة الاستغلال:** ويطلق عليها كذلك دورة الإنتاج وهي دورة قصيرة الأجل لا تتجاوز في الغالب السنة المالية الواحدة وتعرف بأنها: "هي عملية التبادل والإنتاج والتي تضمن سير عمل المؤسسة و تشغيل الرأس المال الإنتاجي الذي تم حيازته بواسطة دورة الاستثمار".¹

وأول مرحلة في هذه الدورة هي شراء المواد الأولية ليتم تخزينها وترتيبها ثم تجميعها وتحويلها إلى منتجات نهائية باستعمال الآلات، ومشاركة العمال والإطارات والتقنية بعد ذلك يتم تخزين هذه المواد المنتجة ليتم بيعها كآخر مرحلة من هذه الدورة، حيث تبدأ دورة الاستغلال بالإنفاق النقدي وتنتهي بالتحصيل النقدي.² وتتميز دورة الاستغلال بما يلي:³

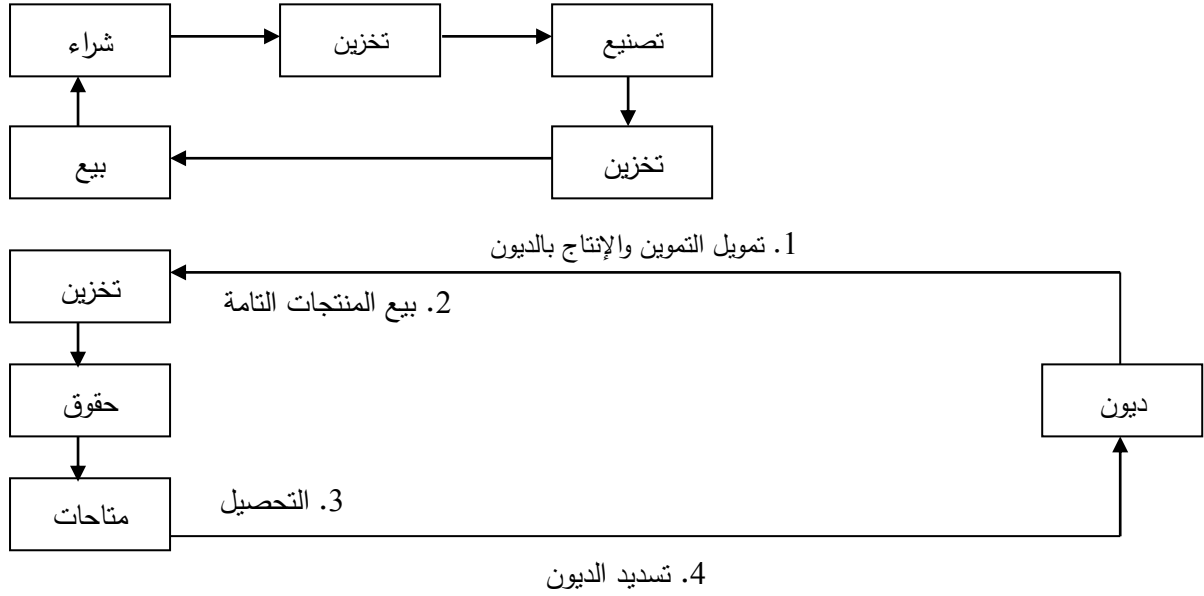
- العديد من العمليات ذات الطابع المادي (physique): شراء، تخزين، بيع، إلخ.
 - العديد من العمليات ذات الطابع النقدي: تسديد، تحصيل.
 - العديد من عمليات التخزين الوسيطة: تخزين المواد الأولية، تخزين المنتجات النصف مصنعة، تخزين المنتجات التامة.
 - الارتباط بين التدفقات المادية والنقدية الخاصة بالإنفاق والتحصيل.
 - التجديد الدوري للعمليات حسب مخططات المؤسسة وطبيعة منتجاتها وعملياتها الإنتاجية.
 - قد يحدث اختلال في المدة الزمنية بين التدفقات المادية والنقدية مما قد يؤدي إلى وجود حاجة للتمويل أي الاحتياج في الرأس المال العامل.
 - حدوث خسائر محتملة في حالة عدم التوافق في تنفيذ مخطط التدفقات النقدية ومخطط التدفقات المالية.
- تختلف مدة دورة الاستغلال من مؤسسة إلى أخرى وذلك نظرا لعدة عوامل من أهمها: طبيعة النشاط الإنتاجي للمؤسسة، مميزات سوق المواد الأولية و سوق البيع، قنوات التوزيع، ظروف وحتمية التخزين، شروط الدفع، ونظرا لتمييز دورة الاستغلال بقصر مدتها فإن طبيعة التمويل المخصص لتمويلها سوف يكون تمويل قصير الأجل، ولكن قد لا تتحقق هذه القاعدة حيث تلجأ المؤسسة لتغطية الاحتياجات القصيرة الأجل بمصادر طويلة الأجل باستعمال رأس المال العامل وهو الذي يمثل ذلك الجزء من الأموال الدائمة الفائض عن تغطية الاحتياجات الدائمة والذي يوجه لتمويل دورة الاستغلال تدعيما للتوازن المالي للمؤسسة.
- ويمكن تمثيل دورة الاستغلال من خلال الشكل التالي:

¹ P.Conso, R. Lavaud, **Fond de roulement et politiques financières**, Dunod, Paris, 1982, P 42.

² Stephane Griffiths, OP-CIT, P 12.

³ Philippe Kneipe, **Trésorerie et finance d'entreprise**, De Boeck, Bruxelles, 1997, P 10.

الشكل (18): دورة الاستغلال



Source : Jean-François Dhénin, Philippe Berry, **Management & gestion des unités commerciales**, Bréal, Paris, 2005, P 144.

من خلال الشكل فإن دورة الاستغلال تبدأ بشراء المواد الأولية، تخزينها، تصنيعها، تخزين المنتجات التامة، ثم بيعها ثم شراء المواد الأولية مرة أخرى وهكذا، حيث قد يتم تمويل الدورة بالموارد المالية الخاصة بالمؤسسة كما قد تمويل الدورة أو جزء منها بالديون من خلال قروض الموردين أو القروض البنكية، حيث في هذه الحالة فإنه وبعد التصنيع وتسويق المنتج يتم تسديد هذه الديون القصيرة الأجل، حيث وفي بعض الحالات قد يصل موعد التسديد دون تحصيل حقوق المؤسسة وهو ما يعن وجود احتياج إلى الرأس المال العامل.

ثانياً: تمويل النشاط الاستثنائي: قد تواجه المؤسسة ظروفًا معينة واحتياجات خاصة خارجة عن نطاق احتياج التمويل العادي تفرض عليها ضرورة مواجهة هذه الظروف والبحث عن التمويل اللازم لتغطية الاحتياجات التي تنتجها هذه الظروف الخاصة ونذكر من أهمها:

- **استغلال فرص متاحة:** حيث قد يتيح المحيط العديد من الفرص المواتية للمؤسسة من أجل استغلالها وزيادة نشاطها ورفع حصتها السوقية كظهور أسواق جديدة، رفع الاحتكار عن قطاع معين مثل قطاع الاتصالات في الجزائر.... إلخ.

- **مواجهة تهديدات محتملة:** قد تبرز أمام المؤسسة العديد من التهديدات والمخاطر التي قد تهدد حصتها السوقية أو تهدد وجودها مما يجبرها على انتهاز استراتيجيات مواجهة هذه التهديدات وهو ما يعني الحاجة للاستثمار وبالتالي التمويل مثل: دخول منافسين جدد، نهاية حالة احتكار كانت تتمتع بها المؤسسة، ظهور تكنولوجيات جديدة أو منتجات جديدة.

- **الوصول إلى مرحلة الزوال:** حيث أنه من المتعارف عليه أن المنتجات تمر بأربعة مراحل وهي الانطلاق، النمو، النضج، الزوال، فعند وصول المنتج إلى مرحلة الزوال لا بد على المؤسسة أن تجدد في هذا المنتج بتطوره

وتعديله أو تعويضه بمنتج آخر مما يلزمها بتمويل واسع لنشاطات البحث والتطوير أو حيازة تكنولوجيا من خارج المؤسسة بما يسمح بتطوير هذا المنتج.

- **الرغبة في تحقيق هيكل مالي معين:** قد ترغب المؤسسة في تحقيق هيكل مالي معين يتكون من توليفة (الأموال الخاصة، القروض) فقد تفضل المؤسسة زيادة الأموال الخاصة إلى القروض بهدف تحقيق الاستقلالية المالية وبالتالي إمكانية الحصول على قروض جديدة أو زيادة نسبة القروض للاستفادة من درجة الرفع المالي، حيث وأنه في بعض الحالات قد تختل هذه النسبة بين العنصرين نظرا لظروف معينة وبهدف إعادة التوازن إلى الهيكل المالي فإنه سوف يتم اللجوء إلى التمويل بالعنصر المناسب سواء كان أموال خاصة أو قروض.

- **معالجة اختلالات التوازن المالي:** ينشأ التوازن المالي الأمثل في المؤسسة عندما تكون الخزينة صافية أي: الخزينة = رأس المال العامل - الاحتياج في رأس المال العامل فعندما تكون الخزينة أقل من الصفر فهذا يعني اختلال التوازن المالي للمؤسسة وهو يعني أن المؤسسة تعاني من ضعف في التمويل وبالتالي فإنها سوف تلجأ إلى زيادة التمويل بمصادر طويلة الأجل من أجل معالجة الاختلال في التوازن المالي.

المطلب الثاني: مفهوم السياسة التمويلية

بعد تحديد مختلف البرامج الاستثمارية والاستغلالية لتحقيق الأهداف المسطرة فإنه سوف يتم صياغة سياسات تمويلية متناسبة مع الوضع المالي للمؤسسة، حيث ستسعى هذه السياسات التمويلية إلى تغطية مختلف احتياجات المؤسسة المختلفة، بما يضمن الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة بأقل التكاليف الممكنة وبأعظم مردودية ممكنة متأتية من سياسات التمويل.

الفرع الأول: تعريف سياسة التمويل

يمكن تعريف سياسة تمويل المؤسسة كما يلي:

- تعرف سياسة التمويل: "الخطوات التي يتم إتباعها من طرف متخذ قرار التمويل في المؤسسة، وذلك من أجل الاختيار الأمثل لطريقة محددة من أجل تمويل نشاطات المؤسسة، حيث يجب أن تكون هذه الطريقة متناسبة مع وضعية المؤسسة المالية وذلك من أجل تحقيق أهداف المؤسسة المحددة بواسطة إستراتيجيتها المالية".¹

- سياسة التمويل هي: "عملية تتعلق باختيار نوع الهيكل المالي الذي ترغب المؤسسة في تحقيقه، من خلال عملية المفاضلة بين العديد من مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة، وذلك من أجل تعظيم قيمة المؤسسة، وذلك من خلال اختيار الهيكل الذي يشكل أدنى تكلفة مالية ممكنة وأعظم مردودية".²

- سياسة التمويل هي: "اختيار طريقة للتمويل تتميز بتقليل المخاطر وتعظيم المردودية المرتبطة بنشاط تمويل المؤسسة، فقرار التمويل يصاحبه العديد من المخاطر المرتبطة بكل نوع من مصادر التمويل المتاحة ولذلك

¹ Steve Lumby, Chris Jones, **Corporate finance: theory & practice**, Homson, London, 2003, P 03.

² Joel M. Stern, Donald H, Chew. Jr, **The revolution in corporate finance, Fourth editon**, Blakwell Publishing, London, 2003, P 54.

تعمل سياسة التمويل على اختيار مصدر التمويل الذي يقلل المخاطر المتوقعة لأقل درجة ممكنة، وفي نفس الوقت زيادة مردودية مصادر التمويل لأقصى درجة ممكنة تفوق تكلفة ومخاطر هذه المصادر¹.

من التعاريف السابقة يمكننا تعريف سياسة التمويل بأنها: القرار المتعلق بنوع التمويل الذي سوف تعتمده المؤسسة، من أجل تمويل نشاطها الاستثماري والاستغلالي المحددان في استراتيجية المؤسسة، وذلك بعد تحديد متخلف أنواع التمويل المتاحة والممكنة، والعمل على المفاضلة بين هذه المصادر وذلك باستعمال العديد من المعايير أخذا بعين الاعتبار الشروط التي يفرضها محيط المؤسسة ووضع المؤسسة الداخلي، حيث يجب أن يحقق قرار التمويل هدف المؤسسة المتمثل في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من خلال التخفيض من التكلفة وتعظيم المردودية التقليل من المخاطر .

إن السياسة التمويلية تتحدد بناء على توجهات السياسة العامة التي تركز على مخطط استراتيجي بعيد المدى حيث تعتبر السياسة التمويلية إحدى التكتيكات الأساسية لتنفيذ الإستراتيجية المالية، فكلما كانت قرارات السياسة التمويلية ملائمة وجيدة ومتماشية مع متطلبات المحيط المالي ووضع المؤسسة الداخلية كلما مكن ذلك من تحقيق أهداف المؤسسة بشكل جيد والتقليل من درجة المخاطر التي يمكن أن تؤثر على الأداء المالي للمؤسسة.

الفرع الثاني: أهداف السياسة التمويلية:

إن أهداف السياسة التمويلية تكون مندمجة في أهداف الإستراتيجية المالية والتي تعمل بالتنسيق مع أهداف بقية الأهداف الإستراتيجية لبقية الوظائف والتي تتكامل فيما بينها لتحقيق أهداف الإستراتيجية العامة للمؤسسة ككل، ومن أهم أهداف السياسة التمويلية يمكن أن نجد:

أولاً: تمويل الاستثمارات ودورة الاستغلال: تولد كل من دورتي الاستغلال والاستثمار تسديدات (مشتريات مواد، دفع أجور، شراء آلات... الخ) و مداخيل (مبيعات منتجات)، ولكن تلك المداخيل لا تكفي لتمويل كل احتياجات دورتي الاستغلال والاستثمار، مما يؤدي إلى البحث عن مصادر للتمويل سواء من طرف الخواص (المساهمين)، البنوك (في شكل قروض)، الدولة أو المصالح العمومية (في شكل إعانات)، وهذا هو الدور الأساسي لسياسة التمويل، إضافة إلى البحث عن كيفية تسديد تلك المصادر .

ثانياً: ضمان مستوى من السيولة: من أجل عدم الوقوع في مخاطر التوقف عن الدفع فإن سياسة التمويل يجب أن تحافظ على مستوى معين من السيولة، وذلك من أجل مواجهة الالتزامات المالية للمؤسسة فحالة التوقف عن الدفع قد تكلف المؤسسة وتؤدي إلى إفلاسها بالإضافة إلى زيادة التكاليف خاصة اتجاه الدائنين في حالة التأخر عن مواعيد الاستحقاق من خلال غرامات التأخير وبالتالي إضعاف تنافسية المؤسسة من خلال ارتفاع التكاليف والتأثير على قدرة التمويل الذاتي والنمو .

ثالثاً: تعظيم المردودية: تسعى السياسة التمويلية إلى الحصول على مصادر التمويل والتي يتم المزج فيما بينها حيث يوجه هذا المزج للحصول على استثمارات ذات مردودية كبيرة، وفي نفس تخفيض تكلفة التمويل التي

¹ A.A. Gropelli, Ehsan Nikbakht, **Finance, Fourth edition**, Barons, New York, 2000, P 03.

يجب أن تقل عن المردودية المحققة من الاستثمارات التي تم حيازتها بواسطة سياسة التمويل، لأنه حتى تتمكن المؤسسة من تحقيق الأمان والحد من المخاطر المالية يجب تحقيق معدل عائد على الأموال المستثمرة في الاستثمارات يفوق التكلفة التي تدفع للمولين وإلا وقعت المؤسسة في دائرة العجز المالي.¹

رابعاً: محاولة زيادة حجم المؤسسة واكتسابها قوة وتحقيق نمو: لا يقدر حجم المؤسسة من الناحية المالية برقم الأعمال أو القيمة المضافة المحققة أو بحجم الإستثمارات، بل بالمجموع العام لهذه العناصر الذي يمثل قيمة المؤسسة ككل، لكن يختلف هذا التقييم بين مسيري المؤسسة والمساهمين:²

أ- بالنسبة للمساهمين: يجب أن تحقق المؤسسة حجماً معيناً لكي تكون للمؤسسة مردودية، بحيث يشكل (حجمها) شرطاً لبقائها، وعليه فهو مهم، سواء امتلكوا معظم أو جزء فقط من أسهم المؤسسة، لأنها تمثل دليلاً على استقرار مداخيلهم و ذمتهم، و لذلك فهم يعمدون إلى تعظيم حجم المؤسسة و محاولة تحقيق نمو خارجي و تنويعه للتقليل من خطره، إن معيار القوة في اقتصاديات المديونية هو حجم الأصول الصافية للمؤسسة، بينما في اقتصاديات الأسواق المالية فهو ليس القيمة المحاسبية بل القيمة السوقية أي رسملة المؤسسة في البورصة.

ب- بالنسبة للمسير: كلما كان النقل المالي للمؤسسة أكبر كلما:

- سهل للمسير تحقيق معدل المردودية المرغوب من المساهمين.

- ابتعاد المؤسسة عن ضرورة اللجوء إلى زيادة رأس المال وبالتالي ضمان احتفاظ المسير بمكانته.

رابعاً: التأقلم مع المحيط المالي: يفرض المحيط المالي على المؤسسة مجموعة من القيود والتهديدات كما يمكن أن يتيح مجموعة من الفرص، ولذلك لابد على سياسة التمويل أن تأخذ بعين الاعتبار مكونات المحيط المالي وهو ما يسمح للمؤسسة بالتأقلم مع مكونات هذا المحيط، وذلك من خلال التشخيص الجيد لمحيط المؤسسة المالي ومكوناته المختلفة، وهو ما يتيح للمؤسسة استغلال الفرص المتاحة وتجاوز التهديدات الممكنة.

الفرع الثالث: السياسة المالية والسياسة التمويلية

تختلف السياسة المالية عن السياسة التمويلية، فالسياسة المالية هي: " تلك القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الإستراتيجية، وذلك ضمن القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية والإمكانات المالية المتوفرة للمؤسسة"²، و لا يتحقق ذلك إلا بواسطة قرارات مالية تهدف إلى إيجاد التوليفة المثلى من القرارات المختارة والمحددة في إطار السياسة العامة، أما السياسة التمويلية فهي تلك القرارات التي تهدف إلى اختيار طريقة معينة لتمويل نشاط المؤسسة، ويمكن تحديد الفرق بين السياسة المالية والسياسة التمويلية في الجدول التالي:

¹ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عنابة، 2008، ص 25.

² Vermimmen Pierre, *Politique Financiers de l'Entreprise, Encyclopédie de gestion, tome 03, Economica, Paris, 1989, P 2140.*

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 235.

الجدول (03): الفرق بين السياسة المالية والسياسة التمويلية

المعايير	السياسة المالية	السياسة التمويلية
الهدف	تخصيص الموارد المالية	اختيار الموارد المالية
الشمولية	شاملة للتمويل والاستثمار	التمويل فقط
المتغيرات	المردودية، الاستقلالية، النمو	التكلفة، المردودية، المخاطرة
المدى	طويل ومتوسط الأجل	طويل، متوسط، وقصير الأجل
طبيعة القرارات	قرارات مالية واستثمارية	قرارات مالية

المصدر: من إعداد الطالب

إن الرهان الأساسي للسياسة المالية هو تمويل الاحتياجات على المدى المتوسط والطويل، ولا يتحقق ذلك إلا من خلال تحقيق نتائج عالية والتحكم الكبير في التوازن المالي على مستوى الخزينة، فالسياسة المالية هي أشمل من السياسة التمويلية لأن السياسة التمويلية تعتبر جزء من السياسة المالية الكلية، لأن السياسة المالية تشمل اختيار الموارد المالية واستثمار هذه الموارد بينما السياسة التمويلية تشمل فقط مختلف المراحل المتعلقة باختيار والمفاضلة بين مختلف مصادر التمويل المتاحة.

إن متغيرات السياسة المالية والتمويلية هي تلك العناصر الأساسية الواجب أخذها في الحسبان عن اتخاذ أي قرار يمس الحياة المالية للمؤسسة إلا أن هذه المتغيرات مرتبطة بمجموعة من القيود والتحديات من أهمها:¹

- عدم إمكانية اللجوء المطلق إلى الاستدانة بسبب المخاطر المالية من جهة ومنطق الهيكل المالي الذي يأخذ في الحسبان الاستقلالية المالية وتكاليف الاستدانة.

- تمويل النمو يؤدي إلى تزايد اللجوء إلى الاستدانة وهو ما يؤدي إلى مخاطر تركيبة رأس المال.
- اللجوء إلى الاستدانة يخضع لقيود تحسين المردودية بواسطة أثر الرافعة المالية.
- توزيع أرباح السهم كمكافأة التمويل الذاتي يساهم في تعزيز الموال الخاصة وهو ما يؤدي إلى تحسن قدرة اللجوء إلى الاستدانة.

هذه القيود تندمج مع مختلف الهداف المالية لإيجاد البديل الأمثل للسياستين وتحقيق الهداف المسطرة، وهذا لا يعني تحقيق جميع الهداف بل في إطار مجموعة من الهداف مرتبة حسب درجة أولوية تحدها السياستين.

الفرع الرابع: محددات السياسة التمويلية

تتحكم العديد من العناصر في اختيار سياسة تمويلية معينة للمؤسسة، وذلك حسب إمكانيات المؤسسة المالية ووضعها التنافسي ووضعها المالي ودرجة التغيرات في المحيط، ومن أهم العوامل المحددة لسياسة التمويل في المؤسسة نجد:

أولاً: التكلفة: تكلفة الأموال هي: "العائد الأدنى المتوقع من طرف المؤسسة مقابل حصولها على أموال الغير، وهي تمثل تكلفة الفرصة البديلة بالنسبة لمقدمي الأموال وهي تمثل تكلفة التخلي عن أموال في الحاضر مقابل المخاطرة بالحصول على أرباح إضافية في المستقبل".¹

تؤثر تكلفة الأموال على السياسة التمويلية وذلك على اعتبار أنها من أهم العناصر التي تركز عليها القرارات المالية، وذلك على اعتبار أن تكلفة التمويل هي العائد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي لا يولد عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه، إذ أن قبوله من شأنه أن يؤثر سلباً على ثروة المساهمين وهو ما يؤدي لانخفاض القيمة السوقية للأسهم.

هذا بالإضافة إلى أن تكلفة الأموال تتوقف على نوع المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه فكلما انخفضت تكلفة الأموال كلما كان ذلك إيجابياً على قيمة المؤسسة ومن هنا فإن تأثير تكلفة الأموال على مصادر التمويل يعتبر من ضروريات السياسة التمويلية.

ينبغي أن نأخذ بعين الاعتبار أن استخدام تكلفة الأموال لغرض تحديد السياسة التمويلية يقتضي توافر ثلاث شروط أساسية:

- أن جميع الاقتراحات الاستثمارية على نفس الدرجة من المخاطر.

- تتماثل من ناحية الخصائص.

- أن تنفيذ أي من الاقتراحات المعروضة لن يغير من مستوى مخاطر عمليات المؤسسة ككل.²

ثانياً: المخاطرة المالية: المخاطرة تنتج من الاستدانة وبالتالي فالخطر المالي مرتبط بالهيكل المالي للمؤسسة وهو يعبر عن خطر تناقص أرباح أصحاب الأموال الخاصة نتيجة لاستعمال القروض في هيكل خصوم المؤسسة، فقرار الاستثمار يحدد الخطر الأساسي للنشاط الاقتصادي للمؤسسة بنما قرار التمويل يحدد الخطر المالي.³

إن علاقات التفضيل ما بين الخطر والمردود للأفراد تختلف من فرد لآخر إن علاقة التفضيل هذه تؤثر في تحديد سياسات التمويل في المؤسسة فإذا كانت إدارة الشركة تتجنب الخطر بدرجات عالية فإنها تلجأ للتمويل بالاقتراض إلا ضمن حدود ضيقة أما إذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات أقل فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالدين بنسب أعلى سعياً وراء تعظيم الأرباح.

كذلك موقف المؤسسات التمويلية تجاه تزايد الخطر المالي للمؤسسة يعد من أهم العوامل المحددة لسياسة التمويل فقدره المؤسسة على الاقتراض بشروط مناسبة تعتمد في الأساس على نسبة الدين في الهيكل المالي للمؤسسة.

¹ Cleveland S. Patterson, **The cost of capital : theory and estimation**, Greenwood, USA, 1995, P 01.

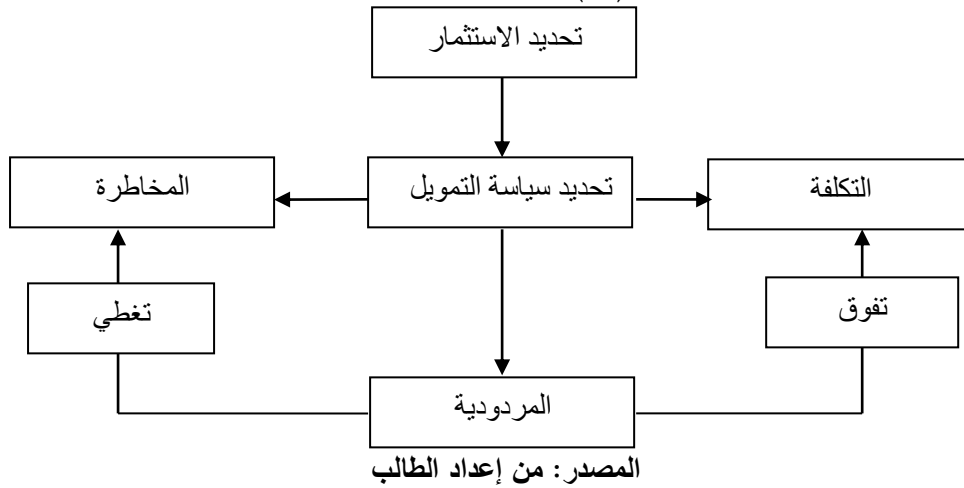
² أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 84.

³ Josette Peyard, OP-CIT, 1999, P 194.

ثالثاً: المردودية: وهي تمثل النتيجة المتحصل عليها من استخدام أموال المساهمين، تمثل ما تقدمه الوحدة الواحدة المستثمرة من أموال المساهمين من نتيجة صافية، وهي تمثل نسبة هامة في التسيير المالي، لأن الهدف هو تعظيم حقوق المساهمين وبالتالي كلما ارتفعت هذه النسبة زادت أهمية وجاذبية أسهم المؤسسة.¹

تعتبر المردودية من أهم العوامل المحددة لسياسة التمويل في المؤسسة، وذلك لأنه تعتبر من أهم العوامل المحددة لقبول الاستثمار وقبول مصدر التمويل، بحيث يجب أن تفوق المردودية تكلفة الأموال ويجب أن تغطي المخاطرة المالية كذلك من أجل قبول الاستثمار واقتراح سياسة تمويلية مناسبة لتمويل هذا الاستثمار، لأنه إذا لم تكن المردودية أكبر من تكلفة التمويل و لم تمكن من تغطية المخاطرة المالية سيكون له النثر السلبي على انخفاض الأرباح وبالتالي انخفاض قيمة السهم والقيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي فإن سياسة التمويل يجب أن تراعي هذا الجانب وتحاول الحصول على مصادر التمويل التي يمكن توظيفها وتحقق مردودية كبيرة.

الشكل (19): محددات سياسة التمويل



من الأهمية بمكان أن يشتمل هيكل التمويل على مزيج تمويلي متناسق من الناحية المالية مع حجم الاستثمارات في الأصول، حيث الاعتماد على مصادر التمويل الذاتي بشكل كبير وعلى قليل من الديون يزيد من نسبة الأمان المالي إلا أنه لا يساعد على تحقيق مستوى رفيع من الربحية وأن الحالة المعاكسة قد تؤدي إلى زيادة الربحية مع عدم تحقيق الأمان المالي نتيجة زيادة المخاطرة المالية.

الفرع الخامس: أولويات السياسة التمويلية

بعد تحديد محددات السياسة التمويلية للمؤسسة المتمثلة في التكلفة، المخاطرة، المردودية، يمكن تحديد أولويات السياسة التمويلية في عنصرين أساسيين: الأمان، الربح، حيث يتم تفاعل والمزج بين العناصر السابقة وترتيبها فيما بينها حسب أولويات وطموحات متخذ القرار، ودرجة ميله إلى المخاطرة، ومن خلال احتمالات ترتيب محددات السياسة التمويلية يمكن أن نميز بين أولويات السياسات التمويلية كما يلي:²

أولاً: أولوية الأمان: وفي هذه الحالة فإنه يتم منح الأولوية للأمان وعدم المخاطرة وذلك كما يلي:

¹ Jean Pierre Lahille, *Analyse Financière*, Dalloz, Paris, 2001, P 121.

² تم إعدادها بناء على: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 237، 238.

أ- **المخاطرة، التكلفة، المردودية:** تعتمد هذه السياسة على عدم المغامرة بزيادة اللجوء نحو الاستدانة لأن زيادة الاستدانة يعني زيادة المخاطرة المالية، بينما تبقى التكلفة متوسطة وذلك لعدم اللجوء إلى الاقتراض والاعتماد على الأموال الخاصة في التمويل التي تبقى مرتفعة التكلفة نوعا ما و ذلك لوقوعها في آخر الترتيب عند توزيع العوائد وخاصة أصحاب الأسهم العادية، وتبقى المردودية ضعيفة وذلك لعدم اللجوء إلى الاستدانة والاستفادة من اثر الرفع المالي الذي يأتي من الاقتراض.

فأولوية الأمان تبقى قائمة في الوقت الحالي، لكن مع الاهتمام بالامتيازات التنافسية على المدى الطويل لذلك تتخلى المؤسسة عن هدف الربح حاليا من أجل السيطرة على السوق مستقبلا.

ب- **المخاطرة، المردودية، التكلفة:** تبقى المخاطر منخفضة في هذه السياسة، ولكن ليس بقدر السياسة الأولى لأن المسير سوف يسعى لرفع أرباح المؤسسة وذلك من خلال اللجوء إلى زيادة الاستدانة ولكن بدرجة صغيرة، لأنه مازال حذرا و لا يسعى إلى الإفراط في الاستدانة التي تزيد من درجة المخاطرة، بينما تتخفف التكلفة في هذه الحالة وذلك لزيادة الاقتراض الذي سوف يخفف التكلفة الحدية الكلية للهيكل المالي.

اللجوء إلى الاستدانة عند تبني هذه السياسة يعتبر وسيلة للحد من المخاطر بالاعتماد على أثر الرافعة من أجل تحسين مردودية الموال الخاصة مع أدنى مستويات الاستدانة وأعلى درجات الاستقلالية.

ثانيا: أولوية الربح: على عكس سياسة الأمان التي تعطي الأولوية على حساب الربح فإنه في هذه السياسة تعطي الأولوية للربح مع درجة مخاطرة أكبر وذلك كما يلي:

أ- **المردودية، التكلفة، المخاطرة:** أولوية الربح في هذه السياسة تفرض على المؤسسة الاستدانة بشكل واسع مع أفضلية تحسين المردودية وبالمقابل تتزايد المخاطرة المالية نتيجة للإفراط في الاستدانة، بينما تتخفف التكلفة مع زيادة الاقتراض إلى درجة تجاوز الاستقلالية المالية وعندها تبدأ التكلفة في الارتفاع لأن أصحاب الأموال الخاصة سيطلبون بمزيد من العوائد وذلك لشعورهم بالخطر نتيجة زيادة الاقتراض.

ترتيب الأولويات في هذه السياسة يساهم بشكل كبير في تدعيم استراتيجية النمو وخصوصا فيما يتعلق بالجوانب التمويلية إذ لا تفرض قيود كبيرة على وساءل التمويل وبالتالي تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة بقد واحد يتمثل في تحسين المردودية باستخدام لأثر الرافعة.

ب- **المردودية، المخاطرة، التكلفة:** يبقى هدف السياسة في هذه الحالة هو الربح ولكن في هذه الحالة بحذر نوع ما حيث سيتم اللجوء إلى القروض لزيادة المردودية ولكن هذه الزيادة سوف لن تكون مفرطة ولكنها سوف تحافظ على مستوى الاستقلالية المالية وتحقيق مردودية جيدة، أما التكلفة في هذه الحالة سوف لن تتخفف كثيرا وذلك بسبب عدم الإفراط في الاستدانة، وبقاء نسبة الأموال الخاصة مهمة حيث تبقى دائما تكلفة الأموال الخاصة مرتفعة مقارنة بتكلفة الاقتراض وهو ما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الهيكل المالي للمؤسسة.

قد تواجه المؤسسة عدة صعوبات ومخاطر تجارية ومالية تؤدي بها إلى الرفع من مستوى الاستدانة وهو ما يؤثر سلبا على الاستقلالية المالية حيث ستعتمد المؤسسة على الاستدانة لرفع المردودية والتغلب على المشاكل التي تواجهها والبحث عن الموردين الذين يمنحون آجال مالية طويلة لتسديد مستحقات التمويل، وهو ما يساهم في تحسين وضعية الخزينة وتوفير السيولة المالية لتمويل نمو المؤسسة.

المطلب الثالث: مراحل إعداد سياسة التمويل

يمكننا تلخيص مختلف مراحل سياسة التمويل كما يلي:

الفرع الأول: تحديد احتياجات التمويل

يتم اتخاذ قرار التمويل في إطار الإستراتيجية المالية للمؤسسة، حيث وبعد تحديد الأهداف العامة للإستراتيجية المالية وتشخيص الحالة المالية للمؤسسة لتحديد نقاط قوة وضعف المؤسسة ماليا يتم تحديد مختلف الاستثمارات الواجب تحقيقها وذلك لتحقيق أهداف الإستراتيجية المالية، إن التحديد الدقيق لاحتياجات المؤسسة يسمح بالتحديد الدقيق لمختلف سياسات التمويل التي سوف يتم انتهاجها لتغطية احتياجات التمويل، حيث تنقسم احتياجات التمويل إلى احتياجات قصيرة الأجل المتمثلة في دورة الاستغلال واحتياجات طويلة الأجل المتمثلة في دورة الاستثمار، هذا من جهة ومن جهة أخرى يمكن تختلف احتياجات التمويل حسب المرحلة من دورة حياة المؤسسة، فاحتياجات التمويل عادة ما تكون مرتبطة بمرحلة التطور الذي تمر به أي مرحلة عمرها الإنتاجي بدءا من إنشائها فانطلاقها فتموها ثم إلى النضج والزوال.

الفرع الثاني: تحديد أنواع مصادر التمويل الممكنة

وفي هذه المرحلة يحاول المسير تحديد مختلف أنواع التمويل المتاحة أمام المؤسسة، سواء من خلال اللجوء إلى المصادر الذاتية للمؤسسة أو من خلال التوجه إلى الأطراف الخارجية، وذلك حسب العديد من العوامل مثل: طبيعة الاحتياج في حد ذاته فإذا كان احتياج في رأس المال العامل فإن طبيعة التمويل سيكون قصير الجبل أما إذا كان استثمارا فطبيعة التمويل ستكون تمويل متوسط أو طويل الأجل كما توجد مجموعة من العوامل التي تحدد إمكانية إتاحة مصدر التمويل مثل: استقلالية المؤسسة، الرغبة في المخاطرة، وضعية المؤسسة، الضمانات التي تمتلكها المؤسسة، نوع الاقتصاد التمويلي السائد في الدولة حيث تتوقف السياسة التمويلية على المحيط المالي إذ ليست متطابقة في إقتصاديات الأسواق المالية و إقتصاديات المديونية:¹

أولا: في إقتصاديات المديونية: في هذا الإقتصاد لا تمويل الاستثمارات بإصدار الأوراق المالية سوى بنسب جد ضئيلة، ويكون لجوء المؤسسة إلى الجهاز المصرفي بشكل واسع وتحدد معدلات الفائدة بصفة إدارية، كما تقترب معدلات الفائدة من معدل التضخم، الشيء الذي يحفز المؤسسات على الإفراط في الإستهانة، ما دامت عملية تسديد الديون تتم في ظروف تخفض فيها قيمة العملة ومن ثم المعدل الحقيقي للفوائد، وفي هذا المحيط تميل المؤسسات إلى:

- الإفراط في الاستثمار لأن كل استثمار له مردودية التضخم.

- انجاز استثمارات ذات قيمة ذمة (الأصول) عالية، التي يعاد تقييمها بوتيرة على الأقل مماثلة للتضخم.

- الإفراط في الإنتاج لتكوين مخزون معتبر لتحقيق فائض قيمة الناتج عن التضخم.

ثانيا: إقتصاديات الأسواق المالية: في هذا الإقتصاد تغطي احتياجات التمويل للمؤسسة أساسا من إصدار الأوراق المالية في سوق رؤوس الأموال التي تقتني من العائلات، بينما تتولى المصارف توزيع القروض على الأشخاص لاقتناء إستثمارات عقارية، أو للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي لا يمكنها الدخول في السوق

¹ Vernimmen Pierre, OP-CIT, P 2136.

المالية، كما أن تحديد معدلات الفائدة يكون بتلاقي العرض و الطلب على الأموال، الشيء الذي يجعل من معدل الفائدة أعلى بكثير من معدل التضخم، و بالفعل فإن المستثمرين ليسوا على استعداد لاقتناء أوراق مالية، ما لم يحققوا معدل مردودية حقيقية حالي أو مستقبلي موجب كل ذلك هو عامل لوضع سياسة تمويلية رشيدة تراعي هذه الخصائص.

الفرع الثالث: المفاضلة بين مصادر التمويل: بعد تحديد مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، حيث وأنه ليس بالإمكان دائما تحقيق التمويل المرغوب فيه نظرا لوجود العديد من القيود المفروضة من طرف الجهات الممولة، يحاول المسير المالي المفاضلة بين المصادر المتاحة من أجل اختيار المزيج التمويلي المناسب لتحقيق أهداف السياسة الاستثمارية، حيث سوف يتم المفاضلة بين المصادر من خلال الاستناد للعديد من المعايير والتي من أهمها: التكلفة، المردودية، المخاطرة، إن اختيار مصدر تمويلي معين سوف يكون له الأثر على الهيكل المالي للمؤسسة والذي سيؤثر على سياسة اختيار الهيكل المالي للمؤسسة.

لقد تعددت النظريات الخاصة بهيكل رأس المال، إلا أن التطبيق العملي لهذه النظريات يعد أمرا بالغ الصعوبة، إذ يلزم لتحديد هيكل رأس المال أن تتم الموازنة بين الوفر الضريبي من ناحية وتكلفة القروض من جهة أخرى دون أن يكون هناك نموذج أمثل يمكن الاعتماد عليه في تحديد الحجم الأمثل لنسبة القروض إلى الأموال الخاصة، حيث تدخل العديد من العوامل الأخرى من أجل تحديد نوع التمويل وبالتالي الهيكل المالي للمؤسسة حيث تذكر بعض المراجع أن هناك أكثر من 400 طريقة للتمويل بين الأموال الخاصة أو القروض أو المزج بينهما¹، فالرافعة المالية ترتبط بهيكل التمويل وذلك من خلال شراء الأصول من الأموال المقترضة، وهو ما يعني محاولة المؤسسة استثمار رأس المال المقترض بما يحقق عائد أكبر من تكلفة الاقتراض.²

الفرع الرابع: التفاوض مع الجهات الممولة

وفي هذه المرحلة يتم التفاوض مع مختلف الأطراف التي يتم اختيارها من أجل اختيار المزيج التمويلي لتمويل احتياجات المؤسسة ومن أهم هذه الأطراف يمكن أن نجد:

أولا: البنوك: حيث تتفاوض المؤسسة حول شروط القروض من مبلغ القرض، معدلات الفائدة، آجال التسديد، طبيعة الضمانات المقدمة....

ثانيا: المساهمين: وهنا نميز بين المساهمين المحتملين والمساهمين الموجودين:

- **المساهمون المحتملون:** وهم المساهمون الذين من المحتمل دخولهم كمساهمين جدد في المؤسسة وذلك عند لجوء المؤسسة إلى الادخار العمومي بطرح الأسهم في السوق المالي.

- **المساهمون الموجودون:** وهم المساهمون الحائزون على نسبة من رأس مال المؤسسة ويمتلكون عددا معيناً من السهم.

¹ يحيوي مفيدة، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 03، جامعة محمد خيضر، بسكرة، أكتوبر 2002، ص 88.

² منير محمد شاكر وآخرون، التحليل المالي (مدخل صناعة القرارات)، دار وائل للنشر، عمان، 2004، ص 255.

تتفاوض المؤسسة مع المساهمين وذلك حول معدلات العائد المطلوبة من طرف المساهمين، وأولوية الحصول على الأرباح كما تتفاوض معهم حول شروط احتجاز الأرباح والعوائد المتوقعة من هؤلاء المساهمين مقابل قبولهم التخلي عن الأرباح الحالية وتأجيلها في المستقبل.

الفرع الخامس: اختيار مصادر التمويل والحصول عليها

بعد التفاوض مع الجهات الممولة والاتفاق حول مختلف شروط منح التمويل المؤسسة يتم اختيار المزيج التمويلي الذي سيوجه لتغطية احتياجات المؤسسة المختلفة حيث سيتم الشروع في تنفيذ استراتيجية المؤسسة وذلك من خلال تعبئة الموارد المالية التي تم الحصول في حيازة الاستثمارات ذات المردودية الأكبر من تكلفة الحصول عليها لتعظيم مردودية الاستثمارات وهو ما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين وتعظيم قيمة المؤسسة.

المبحث الثاني: سياسة التمويل الذاتي

تكتسب سياسة التمويل الذاتي أهمية كبيرة في النشاط المالي للمؤسسة، فهو يعتبر من المؤشرات المالية الهامة التي يستند إليها في تقييم الكفاءة المالية للمؤسسة، فالتمويل الذاتي يتميز باستقلاليته عن أي طرف آخر فهو يعبر عن استقلالية المؤسسة ويلعب دورا هاما خاصة في مرحلة إنشاء المؤسسة ومراحل النمو التي تصاحب توسع المؤسسة في القطاع الذي تنشط فيه.

المطلب الأول: مفهوم التمويل الذاتي

المصادر الداخلية أو الذاتية للمؤسسة ما هي في الواقع إلا عبارة عن الفائض من الأموال الذي حققته المؤسسة، والذي يمكن لها التصرف فيه، فالتمويل الذاتي هو وسيلة تمويلية جد هامة وهو أكثر استعمالا بحيث يسمح للمؤسسة بتمويل نشاطها بنفسها دون اللجوء إلى أطراف أخرى.

الفرع الأول: قدرة التمويل الذاتي (الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي)

أولا: تعريف قدرة التمويل الذاتي: تعرف قدرة التمويل الذاتي بأنها: "الموارد المالية الداخلية المحققة بواسطة العمليات المسجلة على شكل مداخيل ونواتج خلال فترة زمنية معينة، حيث وبعد تسديد جميع التزامات المؤسسة تحوز المؤسسة على فائض نقدي على شكل سيولة".¹

- تعرف قدرة التمويل الذاتي: "حركة الموارد النقدية التي تحققها المؤسسة أي ما تتحصل عليه وما تدفعه المؤسسة من نفود فعليا والفرق الموجب بين ما تدفعه من نفود وما تحصله من نفود خلال فترة استغلالها يمثل قدرة التمويل الذاتي".²

- قدرة التمويل الذاتي هي: "التدفق النقدي الإجمالي الذي تحققه المؤسسة خلال دورة استغلالها، حيث تقيس قدرة المؤسسة على ضمان السيولة النقدية لتمويل استغلالها، وتمويل نموها الاستراتيجي، وتسديد ديونها اتجاه الدائنين، وتوزيع عوائد الأسهم على المساهمين".³

¹ Khemissi Chiha, **Gestion et stratégie financière, 1^{ere} édition**, Houma, Alger, 2005, P 51.

² خالص صافي صالح، تقنيات تسيير ميزانيات المؤسسة الاقتصادية المستقلة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1990، ص 125.

³ Cyrille Mandou, Beysül Aytaç, **Comptabilité générale de l'entreprise : instruments et procédures**, De Boeck, Bruxelles, 2008, P 168.

إن المبدأ الأساسي لقدرة التمويل الذاتي هو الصافي النقدي الذي تحققه المؤسسة، حيث يجب التفريق بين الربح المحاسبي والربح النقدي وذلك لأن اتخاذ قرار الإنفاق المستقبلي يقوم على أساس التدفقات النقدية وليس على أساس الربح المحاسبي، عند الرغبة في توسيع الأصول الإنتاجية، أو زيادة نشاط المؤسسة فالتدفقات والإيرادات بهذا المفهوم تحدد بالقيم التي حصلت أو دفعت فعلا، مع ربط القيم بالفترة التي تم فيها التحصيل أو السداد.

في المصطلح الإنجليزي يطلق على قدرة التمويل الذاتي (capacité d'autofinancement) بالتدفق النقدي (cash-flow).

ثانيا: حساب قدرة التمويل الذاتي: يتم حساب قدرة التمويل الذاتي من خلال العلاقة التالية:
يتم حساب قدرة التمويل الذاتي انطلاقا من العلاقة التالية:

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

إن العلاقة السابقة توافق العوائد الغير مدفوعة لعاملين أساسيين من عوامل الإنتاج:

- الرأس المال الثابت: الاهتلاكات.

- الرأس المال الخاص: النتيجة

وبالتالي فإن:

$$\text{قدرة التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الصافية} + \text{الاهتلاكات} + \text{المؤونات}^1$$

من خلال العلاقة السابقة فإن قدرة التمويل الذاتي تدرج العناصر الغير نقدية في حسابها، فالاهتلاكات والمؤونات هي من التكاليف التي تدرج ضمن هيكل التكاليف ولكنها تكاليف وهمية وليست حقيقة فالمؤسسة لا تدفع نقود نظير تسجيل الاهتلاكات السنوية والمؤونات، وبالمقابل يمكن خصمها من النتيجة وهو ما يؤثر على النتيجة الصافية بالتخفيض، والفرق المخفض من النتيجة يوجه لإعادة التمويل وحياسة وتطوير استثمارات المؤسسة.

وتوجد طريقتين أساسيتين لحساب القدرة على التمويل الذاتي

أ- الطريقة الأولى: الطريقة المفسرة: وتتعلق هذه الطريقة من أعلى جدول حسابات النتائج انطلاقا من الفائض الإجمالي للاستغلال الذي يستعمل الفائض الإجمالي في قياس الثروة أو الإيراد الذي حققته المؤسسة من عملياتها الإستغلالية فقط، دون إدراج الجانب المالي (المنتجات والتكاليف المالية) والاستثمارية (الاهتلاكات) والتجارية (مؤونات الديون المشكوك في تحصيلها)، كما يعتبر مؤشر للمردودية الاقتصادية، كما يلي:²

¹ Khemissi Chiha, OP-CIT, P 51.

² Cyrille Mandou, Beysül Aytac, OP-CIT, P 170.

الفائض النقدي الخام للاستغلال (أو العجز الخام للاستغلال) .

+ تحويل التكاليف (للاستغلال).

+ نواتج أخرى (للاستغلال).

- تكاليف أخرى.

+ حصص نتيجة العمليات المشتركة.

+ نواتج مالية - (1)

- تكاليف مالية - (2)

+ نواتج استثنائية - (3)

- تكاليف استثنائية - (4)

- مشاركة المستخدمين في نتائج التوسع.

- الضريبة على الأرباح.

= قدرة التمويل الذاتي للنشاط.

(1) باستثناء المؤونات المسترجعة وتحويل التكاليف.

(2) باستثناء مخصصات الاهتلاكات والمؤونات المالية.

(3) باستثناء نواتج التنازل عن العقارات، حصص إعانات الاستثمار المحولة لنتيجة الاستغلال، المؤونات الاستثنائية المسترجعة.

(4) باستثناء القيمة المحاسبية للعقارات المتنازل عليها، مخصصات الاهتلاكات والمؤونات الاستثنائية.

تمتاز هذه الطريقة بقدرتها على استبيان أصل قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي، لكن يعاب عليها في

ذات الوقت بصعوبة حسابها مقارنة بالطريقة التكميلية (الإضافية).

ب- الطريقة الثانية: طريقة المضاف: ويتم حسابها انطلاقاً من أسفل جدول حسابات النتائج من خلال النتيجة

الصافية كما يلي:¹

النتيجة المحاسبية الصافية.

+ مخصصات التكاليف المحسوبة (إهتلاكات ومؤونات).

- التكاليف المحسوبة المسترجعة (إهتلاكات ومؤونات)، إسترجاعات من التكاليف المحسوبة.

- إعانات الاستثمار المحولة للنتيجة.

¹ Cyrille Mandou, Beysül Aytaç, OP-CIT, P 171.

- نواتج التنازل عن عناصر الأصول.

+ القيمة المحاسبية الصافية لعناصر الأصول المتنازل عنها.

= قدرة التمويل الذاتي للنشاط.

إذا كان المنطق المالي يتطلب حساب قدرة التمويل الذاتي، انطلاقاً من الفائض النقدي الخام للاستغلال فإن تحديد قدرة التمويل الذاتي حسب الطريقة الإضافية، يكون جد بسيط وبسرعة مقارنة بالطريقة السابقة، لكنها تطرح مشكلة عدم القدرة على تبرير تكوين الفائض النقدي.

الفرع الثاني: التمويل الذاتي

أولاً: تعريف التمويل الذاتي: "يعرف بأنه المتبقي من قدرة التمويل الذاتي بعد دفع العوائد للمساهمين في المؤسسة، والتخصيصات الأخرى فهو طريقة لتمويل نشاط المؤسسة باستعمال الموارد المالية الخاصة بالمؤسسة الناتجة عن الأرباح والادخارات السابقة المتراكمة ودون اللجوء إلى أطراف خارجية".¹

يعتبر التمويل الذاتي أحد المصادر الخاصة، التي تستعين بها المؤسسة في تمويل نشاطها، فهو يدل على قدرتها على إيجاد مصادر ذاتية لتمويل نشاطها واحتياجاتها دون اللجوء إلى الغير كما يمثل كذلك، رأس المال الضمني للمؤسسة الممكن إعادة استثماره في النشاط انطلاقاً من الفوائض الناتجة عن الاستغلال.

إن التمويل الذاتي هي إمكانية المؤسسة لتمويل نشاطها انطلاقاً من مواردها الذاتية (الداخلية) دون اللجوء إلى مصادر خارجية، ويعتبر هذا التمويل دليلاً أساسياً على قدرة المؤسسة مالياً في حالة صعوبة المصادر الخارجية خلال نشاطها، كما يعتبر كمعيار تستند عليه الأطراف الخارجية عند التعامل مالياً مع المؤسسة، حيث تشترط البنوك في الكثير من الأحيان على المؤسسات التي ترغب في الاقتراض ألا يقل التمويل الذاتي للمشروع الاستثماري فيه نسبة معينة.

من خلال ما سبق يمكن تحديد خصائص التمويل الذاتي:

- **استقلاليتته عن الغير:** فالتمويل الذاتي هو قدرة المؤسسة على تمويل نشاطاتها ذاتياً ودون تدخل من أي طرف خارجي عن المؤسسة فهو يعبر عن قدرة المؤسسة على تحقيق السيولة النقدية.

- **التمويل الذاتي ذو صبغة نقدية:** حيث يكتسب التمويل الذاتي الصبغة النقدية ولا يعتبر ربح محاسبي فقط وذلك نظراً لقيامه على مبدأ التدفق النقدي وليس التدفق المحاسبي.

- **منعدم التكلفة:** فالتمويل الذاتي يتم تحقيقه بعد دفع الفوائد على القروض وعوائد الأسهم، ولا تدفع المؤسسة إبي تكلفة إضافية نظير تحقيق التمويل الذاتي.

- **ليس له تاريخ استحقاق:** فالتمويل الذاتي يمثل استقلالية المؤسسة عن الغير في التمويل، وبالتالي فهي غير ملزمة بتسديده في تاريخ استحقاق معين.

¹ Fabienne Guerra, **Comptabilité managériale : l'utilisation du système d'information comptable**, De Boeck, Bruxelles, 2004, P 154.

- لا يشكل خطر مالي: تأتي المخاطرة المالية من لجوء المؤسسة إلى الاستدانة والتي يمكن أن تؤثر على انخفاض أرباح الأموال الخاصة، بينما التمويل الذاتي لا يشكل أي خطر مالي على المؤسسة نظرا لأنه يتم تحقيقه بعد دفع عوائد المساهمين.

ثانيا: حساب التمويل الذاتي:

يتم حساب التمويل الذاتي بواسطة العلاقة التالية:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{القدرة على التمويل الذاتي} - \text{الأرباح الموزعة}$$

يتكون التمويل الذاتي من الفائض النقدي الصافي، مطروحا منه الأرباح الموزعة، وبما أن الفائض النقدي الصافي يشمل النتيجة الصافية، مضافا لها الاهتلاكات والمؤونات، فإنه يمكن حساب التمويل الذاتي انطلاقا من الصيغة التالية:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الغير موزعة} + \text{الاهتلاكات} + \text{المؤونات}.$$

كما أن تحليل النسبة التمويل الذاتي/ الاستثمارات تبين قدرة المؤسسة على تمويل النمو وتسمح بتحديد درجة استقلالية التمويل عند تمويل مرحلة نمو وتوسع المؤسسة.¹

الفرع الثالث: الأموال الخاصة والتمويل الذاتي

يرتفع رأس مال المؤسسة بواسطة الأرباح الغير موزعة والتي يتم إدراجها في الاحتياطات، ومجموع الطرفين (رأس المال + الاحتياطات)، يشكل الرأس المال الخاص بالأرباح الغير موزعة تشكل جزءا من التمويل الذاتي المشكل أساسا من سياسة الاهتلاك في المؤسسة والذي يمثل كاسترجاع للسيولة، وبالتالي يشكل رأس المال والتمويل الذاتي موارد مالية توضع تحت تصرف المؤسسة من أجل تمويل نشاطها وبدون أجل تسديد أو التزامات دفع عوائد.²

الشكل (20): التمويل الذاتي ورأس المال

التمويل الذاتي المتراكم	أصول	رأس المال	مساهمات أموال خاصة
		احتياطات	
		اهتلاكات	

Source : Pierre Conso, Farouk Hemeci, OP-CIT, P 566.

إن الفوائض المالية المحققة على شكل تمويل ذاتي توجه نحو تسديد الديون المستحقة حيث ترتفع قدرة المؤسسة على التسديد وتدعيم الأموال الخاصة في شكل احتياطات أو نتائج رهن التخصيص وهذا يؤدي إلى قدرة المؤسسة على النمو من خلال التوسع في الاستثمارات.³

الفرع الرابع: دور التمويل الذاتي

إن تحقيق مستوى تمويل ذاتي مرتفع يمكن المؤسسة من اكتساب عدة إيجابيات لصالح المؤسسة.

¹ Josette Peyard, OP-CIT, P 55.

² Pierre Conso, Farouk Hemeci, OP-CIT, P 566.

³ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 244.

أولاً: تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة: إن بقاء المؤسسة واستمرارها يتوقف على وضع أهداف استراتيجية طويلة المدى وتخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيقها، حيث تهدف الإستراتيجية المالية إلى تحقيق أهداف عديدة من أهمها: الاستغلال الأمثل للموارد المالية، وتحقيق معدلات نمو تساير معدلات نمو السوق والمؤسسات المنافسة، ولذلك تحتاج المؤسسة إلى التمويل الذاتي لتحقيق هدف البقاء والنمو.

ثانياً: الاستقلالية المالية: إن الاعتماد على التمويل الذاتي في تمويل نشاط المؤسسة يحقق الاستقلالية المالية وذلك أن التمويل الذاتي يرفع من حجم الأموال الخاصة ويقلل درجة الاستدانة وهو ما يزيد من درجة الاستقلالية المالية للمؤسسة.

ثالثاً: المرونة والاستقرارية في التمويل: حيث لا يستلزم مفاوضات مع الممولين ولا يستلزم إجراءات إدارية وبيروقراطية كبيرة، وخاصة في حالة إتاحة المحيط فرص هامة لنمو المؤسسة وهو ما يساعد المؤسسة على النمو واستغلال فرص المحيط.

رابعاً: استبعاد المخاطر المالية: إن عدم لجوء المؤسسة إلى المحيط المالي للحصول على الموارد المالية يجنبها مختلف المخاطر المالية المحتملة كالتوقف عن الدفع ومخاطر العسر المالي ومخاطر ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة نظراً للانفراط في الاستدانة مما يؤثر سلباً على القيمة السوقية للمؤسسة.

خامساً: رفع درجة السيولة: يرفع التمويل الذاتي في درجة سيولة المؤسسة وهو ما يتيح لها هامش كبير من الحرية في التصرف في الأموال المتوفرة وبالتالي تدعيم قوة المؤسسة التفاوضية مع الأطراف الخارجية وتدعيم مركزها التنافسي في السوق.

سادساً: تخفيف التكاليف: إن عدم لجوء المؤسسة إلى الأطراف الخارجية لتمويل نشاطها يجنبها التكاليف المالية التي سوف تدفعها المؤسسة للمقرضين وهو ما يسمح لها بتخفيض تكاليف الاستغلال، مما يؤدي إلى تقوية المركز التنافسي لها من خلال السيطرة بالتكاليف وكذلك تدعيم القدرة على التمويل الذاتي.

سابعاً: يساعد على النمو: تتاح للمؤسسة العديد من فرص النمو وزيادة حصتها السوقية وتحتاج المؤسسة في هذه الحالات إلى الحصول على التمويل بأقصى سرعة ممكنة وذلك بهدف استغلال الفرص المتاحة وهو ما يضمنه التمويل الذاتي وذلك لما له من مرونة واستقرارية وكذلك الحرية الكاملة للمؤسسة في استعمال التمويل الذاتي وهو ما يزيد من فرص المؤسسة في تحقيق معدلات نمو أكبر.

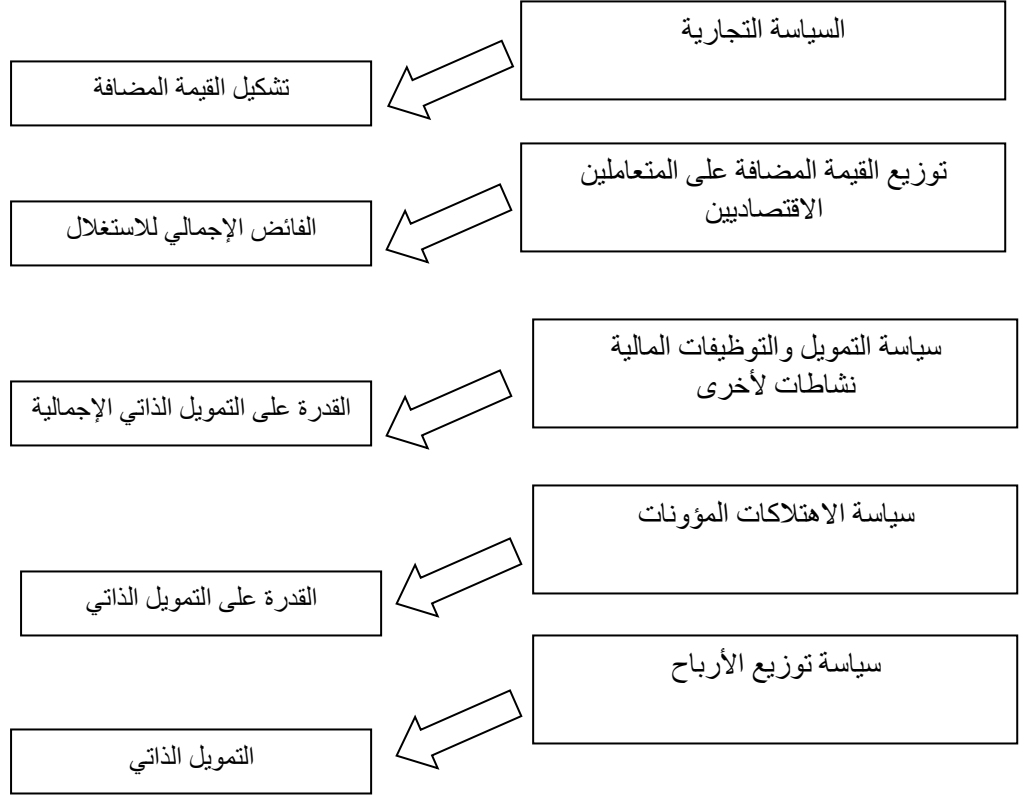
المطلب الثاني: مكونات التمويل الذاتي

انطلاقاً من معادلة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + الاهتلاكات + المؤونات - الأرباح الموزعة، يمكن أن نحدد العناصر المحددة للتمويل الذاتي والمتمثلة في النتيجة الصافية، الاهتلاكات، المؤونات، الأرباح الموزعة.

الفرع الأول: تكوين التمويل الذاتي

يمكن تمثيل مختلف مراحل تكوين التمويل الذاتي في الشكل التالي:

الشكل (21): مراحل تشكل التمويل الذاتي



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 241.

يتبين من خلال الشكل السابق أن التمويل الذاتي يتشكل من خلال المراحل التالية:

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

الفرع الثاني: الاهتلاكات

يعتبر الاهتلاك من العوامل المهمة المحددة لقدرة المؤسسة على تحقيق التمويل الذاتي.

أولاً: مفهوم الاهتلاك: يمكن تعريف الإهلاك كما يلي:

- لقد عرفه النظام المحاسبي المالي: "استهلاك المنافع الاقتصادية المرتبطة بأصل مادي".

- المفهوم الاقتصادي للاهلاك: " توزيع تكلفة الأصل على مدة حياته المحتملة فهو التوزيع النظامي لمبلغ الأصل القابل للاهلاك نتيجة لاستعماله خلال مدة زمنية معينة " ¹.

- المفهوم المالي للاهلاك: " يهدف الإهلاك إلى خلق موارد أساسية لتجديد الأصول، وهو يشكل رأس مال مهتك موجه لتمويل الأصول الجديد " ².

الاهتلاك مصطلح محاسبي يعني ما تفقده الأصول الثابتة من تكلفتها خلال العمر الإنتاجي فهو تخصيص التكلفة على الفترات المحاسبية التي تستفاد منه، تقدير الخسارة الناتجة عن قيمة الأصل الثابت، التي تهتك عبر الزمن أي عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول، ناتج عن استعماله أو عن الزمن أو عن تطور التكنولوجيا أو آثار أخرى ³.

تستعمل المؤسسة العديد من وسائل الإنتاج: آلات، معدات إنتاج، تجهيزات مكتبية، معدات وأدوات وذلك بهدف تحقيق أهدافها، ونتيجة لهذا الاستعمال فإن هذه التجهيزات سوف تتدني قيمتها نظرا للعديد من العوامل كالتطور التكنولوجي، الاستعمال المكثف، عامل الزمن... يترتب على التدهور المادي للأصل، انخفاض مردوبيته، كما ونوعا، نتيجة لدرجة الاستعمال في عملية الإنتاج، وكذا نتيجة لتأثيرات المحيط الذي تستعمل فيه وسائل الإنتاج وبالخصوص الظروف المناخية، كما يترتب عن التطور التقني أثرا سلبيا، يتمثل خصوصا في ذلك التيار الكبير في ظهور الآلات الجديدة ذات التكنولوجيا المتطورة، مما يؤدي إلى الانخفاض في قيمة الآلات الأقدم منها، حتى وإن لم تمر مدة أطول على استعمالها، وحتى وإن لم يتم إهلاكها ماديا، نظرا للمبدأ المحاسبي الذي ينص على الاستمرارية في النشاط فإنه يجب على المؤسسة مواصلة نشاطها وليس التصفية أو التخفيض منه وبالتالي فإنه يتوجب على المؤسسة إعادة حيازة الاستثمارات المهتكة ويتم ذلك بواسطة تقنية الإهلاك حيث تسجل سنويا أقساط إهلاك مختلف الاستثمارات في هيكل التكاليف وبالتالي تخفيض النتيجة بمقدار الإهلاكات وهو ما يعني تخفيض في الضريبة التي سوف تدفع لخزينة الدولة هذا التخفيض يخص لإعادة حيازة الاستثمارات فهو من عناصر التمويل الذاتي المهمة.

الإيرادات - التكاليف = النتيجة الإجمالية

حيث التكاليف = التكاليف الحقيقية + التكاليف الوهمية (الاهلاكات)

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

الضريبة = النتيجة الإجمالية x معدل الضريبة

النتيجة الصافية المحاسبية = النتيجة الإجمالية - الضريبة

تقوم الاهلاكات بتضخيم التكاليف وبالتالي تخفيض النتيجة وبالتالي تخفيض مقدار الضرائب فإذا لم تكن الاهلاكات من التكاليف الواجبة الخصم فإنه:

¹ Catherine Deffains-Crapsky, **Comptabilité général, 4^{eme} édition**, Bréal, Paris, 2006, P 134.

² G. Dupallens, J-P. Jobard, **Gestion Financière des Entreprises**, Sirey, Paris, 1997, P 1982.

³ ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، التحليل المالي، الجزء الأول، مطبعة دار البعث، 1990، ص 27.

النتيجة = الإيرادات - التكاليف الحقيقية وبالتالي فإن النتيجة سوف تزداد بمقدار قيمة الاهتلاكات وفي نفس الوقت يرتفع الاقتطاع الضريبي حيث:

الضريبة = النتيجة دون إدراج الاهتلاك \times معدل الضريبة (ثبات معدل الضريبة)

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

ولذلك فإنه في الاهتلاكات نقول بأن إدارة الضرائب تتخلى عن قدر معين من الضريبة يقدر ب: A من

أجل السماح للمؤسسة استغلال هذا القدر الغير مدفوع من الضريبة في إعادة تمويل حيازة الاستثمارات.

ولذلك فرض القانون التجاري الجزائري على المؤسسات تسجيل الاهتلاكات السنوية وذلك حتى في حالة عدم تحقيق الأرباح وعدم كفايتها فإنه يجب الشروع في تسجيل الاهتلاكات وجمع المؤنات حتى تكون الميزانية صحيحة.¹

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

ثانيا: طرق الإهلاك: في الجزائر ومنذ الاستقلال فإن طريقة الإهلاك المعتمدة تمثلت في طريقة الإهلاك الثابت، إلى غاية سنة 1989 ونظرا لتوجه الجزائر نحو اقتصاد السوق وصدور قانون استقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية حيث تم مراجعة نمط الإهلاك السائد حيث أصبح ممكنا للمؤسسة اللجوء إلى أنماط أخرى للإهلاك غير الإهلاك الخطي والمتمثلة في الإهلاك التناقص والمتصاعد، حيث نصت المادة 147 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة على أن النظام الخطي هو الإهلاك القانوني، كما يمكن الرجوع إلى الإهلاك المتناقص و الإهلاك المتصاعد.

أ- الإهلاك الثابت: الخطي: قسط الإهلاك يتم حسابه على أساس المدة العادية لاستعمال الأصل، حيث تكون أقساط الإهلاك ثابتة ومتساوية، ويجب معدل الإهلاك وذلك بقسمة 100 على عدد السنوات حيث:
معدل الإهلاك = $100 / \text{عدد السنوات}$.

¹ المادة 718 من الأمر 75-59 المتضمن القانون التجاري.

الجدول(04): معدلات الإهلاك الثابت المطبقة

الأصل	معدل الإهلاك
مباني تجارية وإدارية	2-5%
مباني صناعية (دون احتساب قيمة الأرض)	5%
معدات	10-15%
أدوات	10-20%
تجهيزات مكتب	20-20%
تهيآت وتركيبات	5-10%
أجهزة الكمبيوتر	33.33%

Source : Françoise Ferré, **Fiscalité des entreprise**, Bréal, Paris, 2008, p 85.

ب- **الإهلاك المتناقص**: في الجزائر الإهلاك المتناقص أصبح مسموحا به بداية من سنة 1989 وذلك تشجيعا للمؤسسات العمومية الاقتصادية على إعادة استرجاع الاستثمارات المهتلكة بأقصى سرعة ممكنة وخاصة بالنسبة للأصول التي تتميز بدرجة تطور تكنولوجي كبيرة حيث من المستحسن اهتلاك الاستثمار المعني بسرعة وإعادة استثمار الفوائض المحققة في حيازة استثمار أكثر تطورا من هذا الاستثمار. الإهلاك المتناقص هو اختياري ويسمح للمؤسسات بتطبيق أقساط اهتلاك مرتفعة في السنوات الأولى من استعمال الأصل بحسب الإهلاك المتناقص بتطبيق معدل ثابت على القيمة المتناقصة التي تكون:

- قيمة أصلية للسنة الأولى.

- قيمة محاسبية صافية للسنوات القادمة.

المعدل الثابت يساوي معدل الإهلاك الخطي المطبق للمدة العادية لاستعمال هذا الأصل، يخصص له معامل يتبع مدة استعمال هذا الأصل، وحسب المادة رقم 174 فقرة 2، من قانون الضرائب المباشرة الجزائري، تحدد هذه المعاملات كالتالي:

- 1.5 إذا كانت مدة الاستغلال بين 3 و4 سنوات.

- 2.0 إذا كانت مدة الاستغلال بين 5 و6 سنوات.

- 2.5 إذا كانت مدة الاستغلال أكثر من 6 سنوات.

عندما تكون الدفعة المتناقصة أقل من الدفعات المطابقة لنسبة من القيمة المتبقية، بالنسبة للسنوات الجارية، نتحصل على مخصصات إهلاك تساوي هذه النسب المستخدمة في نظام الإهلاك الخطي.

ونشير إلى أنه تؤخذ كأساس لحساب الإهلاكات القيمة المحاسبية الصافية، وأما عن مدة حياة الأصل

فنعنبر بعدد السنوات المتبقية الجارية.

ويشترط لتطبيق الإهلاك المتناقص مجموعة من الشروط حددتها المادة 174 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة كما يلي:

- أن التجهيزات تدخل في الإنتاج المباشر للمؤسسة من غير المباني السكنية والورشات والمحلات المستعملة في ممارسة المهنة.
- يطبق الإهلاك المتناقص على المباني والمحلات التي تستعملها مؤسسات القطاع السياحي.
- يجب أن تكون المؤسسة خاضعة لنظام الريح الحقيقي.
- يجب على المؤسسة التصريح كتابيا إلى إدارة الضرائب ولا يمكنها التراجع عن هذا الاختيار.
- لم يحدد القانون الجزائري بصفة دقيقة الاستثمارات التي بإمكانها الاستفادة من تطبيق الإهلاك المتناقص على عكس القانون الفرنسي الذي حدد بدقة مختلف الاستثمارات التي بإمكانها الاستفادة من تطبيق الإهلاك التناقص كما يلي:

الجدول(05): الاستثمارات المستفيدة من الإهلاك المتناقص حسب القانون الفرنسي

الاستثمارات التي بإمكانها الاستفادة من تطبيق الإهلاك المتناقص
التجهيزات التي تدخل في العمليات الصناعية والتحويل والنقل
معدات القياس والمراقبة
التجهيزات المضادة للتلوث
التجهيزات المنتجة للبخار، الحرارة والطاقة.
تجهيزات الحماية
تجهيزات المكتب
التجهيزات المخصصة للبحث والتطوير
تجهيزات والمباني الخاصة بالمؤسسات الفندقية
المباني الصناعية التي لا تتجاوز مدة استعمالها العادية 15 سنة
سيارات الطرق الموجهة لنقل الأشخاص
الشاحنات التي تتجاوز حمولتها 02 طن

Source : Françoise Ferré, OP-CIT, P 87.

- ج- الإهلاك المتصاعد: أقساط الإهلاك في هذا النوع تكون متصاعدة يطبق الإهلاك المتصاعد أو المتزايد على القيمة الأصلية لمعدل الإهلاك أكثر فأكثر زيادة تدريجيا، إلى أن تتعدم قيمة الاستثمار، بالتالي فإن إمكانية التمويل الذاتي تتناقص خلال السنوات الأولى.
- ويتم حساب قسط الإهلاك في هذا النوع بضرب القاعدة القابلة للاهلاك في الجزء الذي يقبل كيبسط عدد السنوات المطابقة لمدة الاستعمال، وكمقام نأخذ $2/(N+1)N$ ، حيث تمثل N عدد سنوات الإهلاك، وتتغير هذه النسبة حسب عدد السنوات، أو بطريقة لأخرى وذلك بجمع عدد سنوات العمر الاقتصادي للاستثمار.

فإذا كان لدينا استثمار مدة حياته 05 سنوات فإنه يتم حساب أقساط الإهلاك كمايلي:

$$- \text{الطريقة الأولى: } 15 = 2/(1+5)5$$

- الطريقة الثانية: $15 = 1+2+3+4+5$.

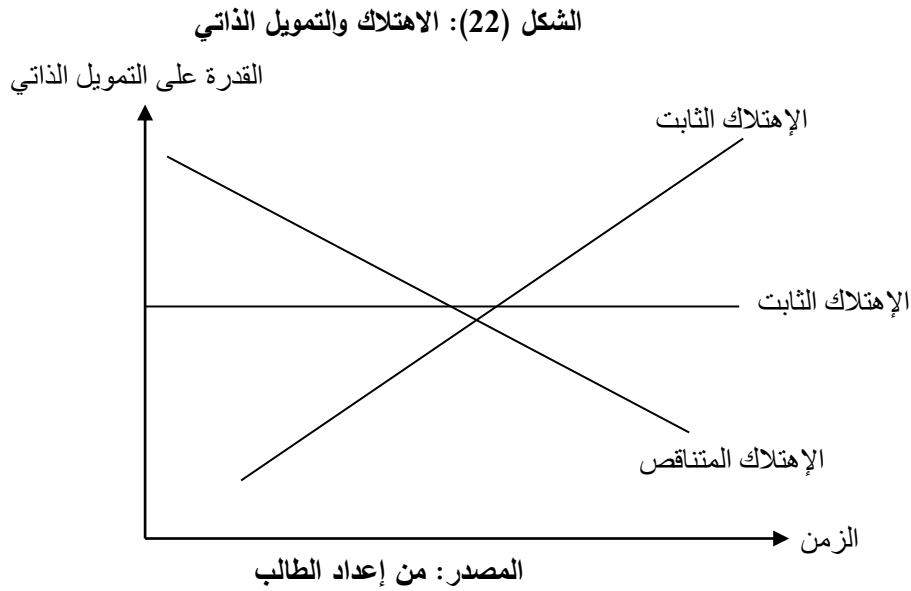
القسط الأول = القيمة الأصلية $\times 15/1$

القسط الثاني = القيمة الأصلية $\times 15/2$

القسط الخامس = القيمة الأصلية $\times 15/5$

ثالثاً: تأثير طرق الإهلاك على التمويل الذاتي

سوف تختلف قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي حسب طرق الإهلاك المعتمدة في حساب اهتلاك الاستثمارات التي بحوزة المؤسسة وبفرض ثبات نتيجة المؤسسة في الزمن فإنه يمكن تمثيل تطور القدرة على التمويل الذاتي لمؤسسة كما يلي:



من خلال الشكل يمكن الاستنتاج:¹

- يبقى التمويل الذاتي ثابتاً في حالة اعتماد المؤسسة على طريقة الإهلاك الثابت دون أن يتغير وهو ما يسمح للمؤسسة بالمحافظة على مستوى معين من النمو وثبات في التكاليف وفي المقابل لا تستطيع المؤسسة تحقيق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل، وتطبق هذه الطريقة في محيط يتميز بالثبات وهو ما يستحيل تحققه في الواقع، فالواقع الاقتصادي يظهر بأنه من المستحيل اهتلاك الاستثمار خلال المدة المقدره له كما أنه بعض الاستثمارات تتدهور قيمتها السوقية بسرعة أكبر من معدلات الإهلاك المسطرة فالسيارات مثلاً بمجرد خروجها من نقاط البيع واستعمالها لمدة قصيرة قد لا تتجاوز الأشهر تنقص قيمتها بدرجة كبيرة.

- في حالة تطبيق الإهلاك المتناقص فإن التمويل الذاتي يكون كبيراً خلال السنوات الأولى للاستثمار وفي المقابل تتناقص القدرة على التمويل على مر السنوات، وتتبع المؤسسة هذه الطريقة عندما ترغب في التسريع من عملية استرجاع الاستثمارات، وخاصة فيما يخص تجهيزات الإنتاج والبحث والتطوير وأجهزة الإعلام الآلي التي

¹ Fabienne Guerra, Eddie De Haan, **comptabilité 2 : les règles d'évaluation**, De Boeck, Bruxelles, 1998, P 207-223.

تتميز بدرجة تطور كبيرة وهو ما يسمح للمؤسسة بمواكبة التطورات في محيطها التكنولوجي وإبقاء مركزها التنافسي وتخفيض التكاليف.

- أما في حالة تطبيق الإهلاك المتصاعد فإن القدرة على التمويل الذاتي في السنوات الأولى تكون منخفضة ثم ترتفع القدرة على التمويل الذاتي مع زيادة السنوات، ويستعمل هذا النظام خاصة بالنسبة للاستثمارات ذات التكنولوجية الصعبة التغير وخاصة في مرحلة انطلاق المؤسسة رغبة منها في تخفيض تكاليف الإهلاك، كذلك عندما ترغب المؤسسة في الموازنة بين الإهلاك وتكاليف الصيانة التي تزداد مع الاستخدام للاستثمار، ولكن هذه الطريقة في مجملها تبدو غير اقتصادية وتضعف من درجة نمو وتطور المؤسسة وضعف التمويل الذاتي خاصة في المراحل الأولى للاستثمار وذلك نظراً للتطور التكنولوجي والظهور المستمر لتقنيات جديدة وهو ما يحتم على المؤسسة السرعة في استبدال الاستثمارات.

ما يمكن استخلاصه من خلال الشكل أعلاه، هو أن طريقة الإهلاك المتناقص، هي الطريقة التي تسمح للمؤسسة باسترجاع المبالغ المستثمرة، بسرعة كبيرة مقارنة بالطرق الأخرى للإهلاك، وتعتبر هذه الخاصية الإيجابية جد هامة، خصوصاً خلال فترات تضخم مرتفعة، أين تحصل المؤسسة على الأرباح من أموال ذات قيمة دنيا عند استعمال الطرق الأخرى للإهلاك.

الفرع الثالث: المؤونات:

بالإضافة للإهلاكات تعد المؤونات كذلك من العناصر المهمة المكونة للتمويل الذاتي للمؤسسة، واستناداً إلى مبدأ الحيطة والحذر، فإن المؤسسات ملزمة بتكوين مؤونات وتسجيلها بالدفاتر المحاسبية، بغض النظر إذا كانت نتيجة الدورة إيجابية أم سلبية، وهذا من أجل المحافظة على صدق الوضعية المالية للمؤسسة، ممثلة في ميزانيتها.

أولاً: مفهوم المؤونة: يمكن تعريف المؤونة من خلال التعريف التالية:

- المؤونة هي: "النقص المحاسبي الملاحظ في أحد عناصر الصول الناتج عن أسباب آتارها غير قابلة للنفي، فهي الانخفاض في قيمة أحد عناصر الأصول وهي مؤونة تدهور القيمة، أو الارتفاع في قيمة أحد عناصر الخصوم في المستقبل وتسمى في هذه الحالة مؤونة الأعباء والخسائر".¹

ولقد قسم النظام المحاسبي المالي المؤونات فيما يلي:

- المؤونات للمعاشات والالتزامات المماثلة:

- المؤونات للضرائب.

- المؤونات لتجديد التثبيات.

- المؤونات الأخرى للأعباء.

¹ Madeleine Asdrubal, Gérard Gaboriaud, **comprendre et utiliser la comptabilité**, Educagri, Paris, 2003, P 147.

إن المؤونات تؤثر في تخفيض النتيجة بمجرد تكوينها وذلك نظرا لتسجيلها في هيكل التكاليف فهي تمثل المؤونات حسابا خاصا بها لا يمكن وضعه ضمن الديون نظرا لطبيعتها الاحتمالية، وتدرج في الحسابات في الحالات التالية:¹

- عندما يكون للمؤسسة رهن (التزام قانوني أو ضمني ناتج عن حادث ماضي).
 - عندما يكون من المحتمل أن يكون خروج موارد أمرا ضروريا لإطفاء هذا الالتزام.
 - عندما يمكن تقييم هذا الالتزام تقييما موثوقا منه.
 - لا تكون الخسائر العملية المستقبلية موضوع مؤونة.
 - يكون المبلغ المدرج في الحسابات على سبيل المؤونات في نهاية السنة هو أفضل تقدير للنفقات الواجب تحملها حتى تلاشي الإلزام المعني.
 - لا تستعمل أي مؤونة للأعباء المؤونة إلا في النفقات التي من أجلها تم إدراجها أصلا في الحسابات.
- لقد ألزمت المادة 718 من القانون التجاري الجزائري المؤسسة بتكوين المؤونة حيث نصت: " يجب أن يكون النقص في القيمة لبقية عناصر مال الشركة والخسائر والتكاليف المحتملة محل مؤونات "، كما أنه يجب أن تكون المؤونات محل للتقدير في نهاية السنة المالية.

إن الميزانية سوف تعكس الحالة المالية للمؤسسة للسنة المالية المنقضية وبالتالي فإنه لا تسجل إلا المؤونات للخسائر التي يتوقع حدوثها بصفة مؤكدة وذلك حتى تعكس الوضعية المالية الحقيقية للسنة المالية، وذلك عكس تسجيل المؤونات في المخطط المحاسبي الوطني التي تسجل لأحداث مستقبلية غير متأكد من وقوعها وبالتالي فإن الميزانية سوف تعبر عن وضعية مستقبلية وهو ما يتعارض مع مبدأ الفصل بين الدورات المالية.

ثانيا دور المؤونات في التمويل: تسجل المؤونات محاسبيا في هيكل التكاليف وهي تكاليف وهمية لا يقابله خروج نقدي فهي خسارة تحمل إلى النتيجة وهو ما يؤدي إلى زيادة التكاليف وتخفيض النتيجة وتخفيض مقدار الضرائب الذي سوف يدفع إلى إدارة الضرائب واستفادة المؤسسة من الفرق غير المدفوع في التمويل الذاتي وهنا يجب أن نفرق بين حالتين للمؤونة:

أ- الحالة الأولى: المؤونة لحسابات المخزونات الحقوق: وهي المؤونة التي يتم تشكيلها لمواجهة النقص في قيمة الاستثمارات والمخزونات وخطر عدم تحصيل حقوق المؤسسة حيث وفي نهاية كل سنة:

- إذا كانت قيمة المؤونة المشككة غير كافية فإنه يتم الرفع من قيمة المؤونة وبالتالي تزداد التكاليف وتزداد معها القدرة على التمويل الذاتي.

- أما إذا كانت المؤونة المشككة أكبر من قيمة التدني أو لم يصبح هناك مبرر لوجودها فإنه يتم إلغاء هذه المؤونة أو التخفيض منها ففي حالة الإلغاء فإنه لا تستفيد المؤسسة ولا يتدعم التمويل الذاتي.

- أما في تساوي المؤونة فإن قدرة التمويل الذاتي سوف تكون بمقدار المؤونة المشككة.

¹ Rachida Boursali, **Les normes comptables du scf**, Aloulfia Talita, Alger, 2010, P 92.

ب- الحالة الثانية: مؤونة الخسائر والتكاليف: لقد سبق القول أنه يتم تسجيل هذا النوع من المؤونات يتم تسجيله عندما يكون العبء الحالي ناتج عن حادث سابق ويكون تقدير هذه التكلفة بصفة دقيقة وبالتالي فإنه يتم تسجيل مبلغ مؤونة إلى غاية تنفيذ التزام المؤسسة ومهما يكن فإن حساب المؤونة يجب تقييمه كذلك في نهاية السنة المالية:

- إذا كان مبلغ المؤونة أقل من التكلفة فإنه سوف يتم رفع مبلغ المؤونة وبالتالي الاستفادة من القدرة على التمويل الذاتي.

- إذا كان مبلغ المؤونة يساوي التكلفة فإنه لا تكون هناك تسوية وتستفيد المؤسسة من التمويل الذاتي في انتظار تحقق العبء.

- إذا كان مبلغ المؤونة أكبر من التكلفة فإنه يتم استرجاع الفائض ويدرج في الإيرادات وهو ما يخفض من التمويل الذاتي بالمقدار المسترجع.

ويطبق التحليل السابق في نهاية الدورة المالية ولم يتم وقوع التكلفة، أما في الحالة الثانية وهي حدوث التكلفة أو زوال السبب الذي أدى إلى إنشاء المؤونة ولذا فإن مقدار المؤونة سوف يعود إلى أصله وهو ربح إجمالي قبل الضريبة فالمؤسسة مطالبة بدفع ضريبة على المؤونة الغير مبررة. ويمكن تمثيل مساهمة المؤونة في التمويل الذاتي كما يلي:

الجدول (06): حالات المؤونة والتمويل الذاتي

المؤونة غير مبررة	المؤونة أقل من التكلفة	المؤونة أكبر من التكلفة	المؤونة = التكلفة	حالات المؤونة
إلغاء مبلغ المؤونة وعدم استفادة المؤسسة من تدعيم التمويل الذاتي.	تدعيم التمويل الذاتي بمقدار المؤونة بعد الرفع من مبلغها	- تخفيض التمويل الذاتي بمقدار المؤونة الزائدة. - تدعيم التمويل الذاتي بمقدار المؤونة المتبقية	تدعيم التمويل الذاتي بمقدار المؤونة المشكلة	التمويل الذاتي

المصدر: من إعداد الطالب

الفرع الرابع: الأرباح الموزعة

إن علاقة المؤسسة بحاملي الأسهم تتحدد بمدى ضمان إيراد منتظم ودائم للمساهمين حيث يمكن أن تتجه سياسة توزيع الأرباح في اتجاهين مختلفين:

- الاحتفاظ بجزء من أرباح المساهمين من أجل تدعيم التمويل الذاتي في شكل احتياطات.
- توزيع الأرباح على المساهمين.

ومن هنا فإن سياسة توزيع الأرباح المثلى هي تلك السياسة التي تسعى للتوفيق بين احتجاز الأرباح وتوزيع مقدار معين من الأرباح على المساهمين.

أولاً: احتجاز الأرباح:

أ- مفهوم الأرباح المحتجزة: الأرباح المحتجزة هي أرباح تحققت غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلاً من توزيعها على حملة الأسهم وذلك بهدف تمويل استثمارات مختلفة، وحيث أن هدف الإدارة المالية هو تحقيق مصالح الملاك فإن المؤسسة لا ينبغي أن تحتجز هذه الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع على استثماره يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرصة بديلة متاحة للمساهمين ولذلك يستلزم قياس تكلفة هذا العنصر من مصادر التمويل.

- تعرف الأرباح المحتجزة بأنها: "عبارة عن ذلك الجزء من الأرباح الذي تقرر المؤسسة عدم توزيعه على المساهمين وذلك لأغراض تسديد الالتزامات أو تنفيذ بعض عمليات التوسع في المؤسسة".¹

- الأرباح المحتجزة هي: "جزء من الإيرادات الحالية التي لا توزع على حملة الأسهم العادية، تحتفظ بها المؤسسة قصد استثمارها".²

إن احتفاظ المؤسسة بهذه الأرباح إنما هو التزام بتحقيق عائد في السنوات القادمة هذا العائد يجب أن لا يقل عن العائد المتوقع حالياً، حيث لا يقبل حملة الأسهم بسياسة عدم توزيع الأرباح إلا بعد أن يتوقعوا بأن العائد من استثمار الأرباح المحتجزة لا يقل عن الفرصة البديلة خارج المؤسسة، تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من التمويل عندما ترغب في توسيع الاستثمار كحيازة آلات جديدة أو إقامة وحدات جديدة تابعة للمؤسسة وبالتالي يرتفع إنفاق المؤسسة.

ب- أسباب احتجاز الأرباح: تحتجز المؤسسة الأرباح نظراً للعديد من الأسباب من أهمها:

- أسباب قانونية: حيث ينص القانون التجاري على ضرورة احتفاظ المؤسسة بجزء من أرباح المؤسسة على شكل احتياطي قانوني ولقد حددت المادة 721 من القانون التجاري الجزائري هذه النسبة بـ 05% من الأرباح الصافية بشرط ألا تتجاوز التراكمات 10% من رأس مال الشركة.

- تكوين احتياطات اختيارية وذلك لمواجهة الأحداث الطارئة المستقبلية وقد حددها النظام المحاسبي المالي في: القانونية الأساسية، العادية والمقننة.³

- زيادة رأس المال العامل لزيادة القيمة السوقية للمؤسسة.

- إذا كان معدل الاستثمار أعلى من العائد الذي يتقاضاه حملة الأسهم.

- تقوية الاستقلالية المالية للمؤسسة عن طريق زيادة الأموال الخاصة.

- استخدام الأرباح المحتجزة كوقاء مالي يمتص صدمات العسر والخسائر المالية.

- تمويل عمليات التوسع والنمو.

¹ هيثم محمد الزغيبي، مرجع سابق، ص 94.

² مبارك لسوس، مرجع سابق، ص 177.

³ المادة 721 من الأمر 75-59 المتضمن القانون التجاري.

- تخفيض تكلفة الاقتراض وذلك بتفادي الحصول على القروض لتوفير دفع الفوائد أو سداد فوائد مع قرض جاري.

- يخفف العبء الضريبي على المساهمين حيث يفضل الملاك احتجاز الأرباح مما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة وبالتالي زيادة قيمة أسهمهم.

- الاحتفاظ ببعض الأرباح إلى سنوات قادمة تكون فيها الأرباح غير منتظمة لتحقيق الانتظام في نسبة الأرباح الموزعة.¹

ج- **مزايا الأرباح المحتجزة:** تتميز الأرباح المحتجزة كمصدر داخلي للتمويل الذاتي ب:²

- عدم توزيع الأرباح يؤدي إلى زيادة طاقة المؤسسة من التمويل وتحقيق وفورات جديدة.

- الأرباح المحتجزة مصدر تمويل منخفض التكلفة إذا خصمت من الوعاء الضريبي وخاصة إذا حضي أصحابها بميز ضريبي.

- مصدر تمويلي مهم يمكن اللجوء إليه من طرف جميع المؤسسات التي تحقق أرباحا جيدة.

- توفر للمؤسسة سيولة سريعة وبسهولة ودون الدخول في مفاوضات عسير مع أطراف أخرى للحصول على التمويل.

ثانيا: **سياسة توزيع الأرباح (Politique de dividendes):** إن الهدف الأساسي للمساهمين في المؤسسة هو الحصول على عوائد وذلك في مقابل تخليهم عن الأموال التي بحوزتهم وتقديمها للمؤسسة ولذلك وفي نهاية كل سنة مالية فإن المؤسسة ملزمة بدفع الأرباح إلى هؤلاء المساهمين وإلا فالجدوى من استثمار أموالهم في المؤسسة إذا كانوا لا يتحصلون على مقابل هذه الأموال.

أ- **تعريف سياسة توزيع الأرباح:** يمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح من خلال:

- سياسة توزيع الأرباح: " هي فلسفة مجلس إدارة شركة مسعرة المرتبطة بالطريقة التي ترغب بها مكافأة المساهمين فيها ".³

- سياسة توزيع الأرباح: " هي الطريقة التي ينتهجها مجلس إدارة المؤسسة لتوزيع الأرباح الحالية والسابقة والحقيقية بين المساهمين ".⁴

- سياسة توزيع الأرباح: " هي المنهجية المتبعة التي بواسطتها يتم توزيع كل أو جزء من النتيجة الصافية المحققة من طرف المؤسسة على المساهمين، وتحديد ما هي النسبة الموزعة على المساهمين وما هي النسبة المحتفظ بها كاحتياطات ".⁵

¹ هيثم محمد الزغبي، نفس المرجع، ص 94-95.

² نفس المرجع، ص 94.

³ Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, **Dictionnaire des Marchés Financiers**, De Boeck, Bruxelles, 2006, P 425.

⁴ George M et autres, **Dividend policy: theory and practice**, Acadimic Press, California, 2003, P 03.

⁵ Octave Jokung-Nguéna, **Mathématiques et gestion financière**, De Boeck, Bruxelles, 2004, P 477.

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

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

كما نصت عليه المادة 722 من القانون التجاري الجزائري على أن تكون الأرباح القابلة للتوزيع من الربح الصافي للسنة المالية وبزيادة الأرباح المنقولة بعد أن تطرح الأرباح الآيلة للعمل والخسائر السابقة.

هذا الرصيد، الذي هو جزء من التمويل الذاتي لا يمكن للمؤسسة الاحتفاظ به كلية لتمويل إحتياجاتها، إذ يجب توزيع جزء منه في شكل أرباح على الشركاء وذلك للأسباب التالية:

- تعتبر هذه الأرباح بمثابة تعويض عن الأموال المستثمرة من قبل المساهمين، وفي حالة عدم توزيعه فإن ذلك يؤدي إلى إنهيار السهم في البورصة نتيجة لإهتزاز ثقة المستثمرين في المؤسسة.
- هذا التوزيع قد يحفز المساهمين على عدم بيع الأسهم، وتحفيزهم على الاكتتاب عند زيادة رأس المال.
- في حالة توزيع الأرباح والاستثمار في نفس الوقت، فهذا يمثل دليلا على صحة الحالة المالية للمؤسسة التي استطاعت تمويل العمليتين.

سياسة توزيع الأرباح المثلى هي تلك السياسة التي تسعى على التوفيق الأمثل بين التوزيع لقدر كافي من الأرباح بهدف تفادي عدم رضا المساهمين وفي نفس الوقت الاحتفاظ بقدر كافي من الأرباح من أجل تمويل الاستثمارات التي لا تهدف إلى ضمان استمرار المؤسسة فقط ولكن لدعم نموها في المستقبل.¹

ب- أشكال سياسة توزيع الأرباح: لقد تم اقتراح ثلاث طرق لتوزيع الأرباح على المساهمين كما يلي:²

- 1- سياسة توزيع الأرباح الثابتة: وتتمثل في ثبات توزيع الأرباح، إذ لا ترتفع إلا في حالة ما إذا كانت المؤسسة قادرة على ضمان استقرار هذه الأرباح، و لا تنخفض إلا في حالة مرور المؤسسة بصعوبات معتبرة، و هي الطريقة المتبعة من طرف العديد من المؤسسات المسعرة في البورصة.
- 2- سياسة توزيع الأرباح النسبية: تتمثل في توزيع جزء ثابت من النتيجة، حيث ترتفع و تنخفض الأرباح الموزعة حسب النتيجة المحققة.
- 3- سياسة توزيع الأرباح المتبقية: وفي هذه السياسة فإنه يتم توزيع الأرباح على المساهمين فقط بعد تمويل جميع الاستثمارات، ثم بعد ذلك القيام بعملية التوزيع على المساهمين.

لم يحدد القانون الجزائري طريقة معينة لتوزيع الأرباح حيث ترك ذلك للجمعية العامة للمساهمين وذلك كما نصت عليه المادة 723 من القانون التجاري الجزائري، كما اشترط القانون أن يتم توزيع الأرباح في أجل أقصاه 09 أشهر من إقفال السنة المالية كما نصت عليه المادة 724.

¹ Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, OP-CIT, P 425.

² Octave Jokung-Nguéna, OP-CIT, P 480.

ج- العوامل المتحركة في سياسة توزيع الأرباح: تتحكم العديد من العوامل في سياسة توزيع الأرباح من أهمها:¹

1- حماية رأس مال المؤسسة: لا يكون هناك توزيع للأرباح إذا كانت هذه التوزيعات سوف تؤثر سلباً على رأس مال المؤسسة.

2- حماية السيولة: لا يتم توزيع الأرباح على المساهمين إلا إذا كانت قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها جيدة وكافية، ففي بعض الحالات المؤسسات ذات المردودية الجديدة (الأرباح المرتفعة) توزع قدر صغير من الأرباح، وذلك نظراً لأن للنمو المرتفع لاستثماراتها يمتص الجزء الأكبر من النتيجة المحققة فالتوزيعات المرتفعة في بعض الحالات قد تؤثر على سيولة المؤسسة.

3- العامل الجبائي: للعامل الجبائي أثر على قرار التوزيع الأرباح، إذ يفضل المساهمون توزيع ضئيل للأرباح في حالة ارتفاع الضرائب على الأرباح الموزعة، بينما يفضلون توزيع أوسع في حالة انخفاضه، كما لهذا العامل أثر على قرار الاستثمار، حيث يفضل المستثمرون الاستثمار في المؤسسات ذات توزيع ضئيل للأرباح في حالة ارتفاع الضرائب على الأرباح الموزعة مقارنة بالضرائب على فوائض القيمة (plus-values) المحققة من بيع الأوراق المالية، بينما في الحالة العكسية فإنهم يفضلون المؤسسات التي لها مستوى توزيع الأرباح العالي.

4- تفضيلات المساهمين: حيث هناك من المساهمين من يفضل الاستهلاك الحالي للأرباح بينما هناك نوع آخر من المساهمين الذين يفضلون احتجاز الأرباح من أجل الاستهلاك المستقبلي.

5- عامل مراقبة المؤسسة: ويتعلق الأمر هنا بصعوبة مراقبة المؤسسة في حالة ما إذا كان مستوى دراية المساهمون بإستراتيجية وتسيير المؤسسة جد ضئيل، إذ يكون توزيع الأرباح في هذه المؤسسات مرتفع جداً، ويرجع هذا إلى تفضيل المساهمين توزيع الأرباح ثم زيادة رأس مال المؤسسة بنفس المقدار والذي يتيح لهم الحصول على تعويض استثماراتهم (الأرباح الموزعة) ثم تقرير أفضل تخصيص ممكن لهذه الأموال، بدلاً من الامتناع عن توزيع هذه الأرباح وإبقائها في المؤسسة لتمويل استثمارات، لهذا يجب على مسيري المؤسسة العمل على تقديم توضيحات ومعلومات كافية عن المشاريع الاستثمارية الجديدة المزمع إنجازها، لتشجيع المساهمين على إعادة استثمار هذه الأموال في المؤسسة عند زيادة رأس المال.

6- محاولة التوفيق بين احتياجات الاستثمار وتفضيلات المساهمين: وذلك كما يلي:

- توزع المؤسسة الأرباح إذا كانت احتياجات الاستثمار ضعيفة بينما يفضل المساهمون الاستهلاك الحالي.
- تقترح المؤسسة أرباحاً متوسطة إذا كانت احتياجات الاستثمار كبيرة والمساهمون يفضلون الاستهلاك الحالي.
- تعتمد المؤسسة على سياسة توزيع الأرباح المتوسطة إذا كانت احتياجات الاستثمار ضعيفة والمساهمون يفضلون احتجاز الأرباح.
- لا توزع المؤسسة الأرباح أو توزعها بقدر صغير إذا كانت احتياجات الاستثمار كبيرة بينما يفضل المساهمون احتجاز الأرباح.

¹ Faouzi Rassi, OP-CIT, P 480-481.

- د- أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة والتمويل الذاتي: ونعني به ما إذا كان لسياسة توزيع الأرباح أثر على قيمة الأسهم، وفي هذا الصدد قدم العالمان موديقلياني وميلر (1961) نموذجا بينا فيه مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السوقية للسهم في اقتصاد يتميز بكفاءة الأسواق المالية قائما على الفرضيات التالية:¹
- غياب الضريبة على أرباح الشركات وعلى الأشخاص.
 - عدم وجود تكاليف التحويل.
 - عدم وجود تكاليف ومصاريف الإصدار.
 - تناظر المعلومات بين مجموع المتعاملين.
 - الفصل بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار.
 - غياب العراقيل التي تواجه توزيع الإرباح.
 - غياب صراعات الفائدة بين المسيرين والمساهمين.
 - السوق المالي كفاء.

انطلاقا من الفرضيات السابقة بين العالمان أن توزيع الأرباح بين الاحتياطات وتقديمها للمساهمين في شكل أرباح موزعة ليس له أي أثر في سوق فعال على تسعيرة الأسهم وعلى قيمة المؤسسة، وأيضا على ثروة المساهم. ويرجع سبب عدم تأثر قيمة السهم إلى:

- إن التوزيع الضئيل للأرباح يؤدي إلى انخفاض قيمة السهم ولكن يقابلها تمويل ذاتي مرتفع، الذي يرفع من قيمة السهم (زيادة فائض القيمة).

- بينما التوزيع الواسع للأرباح ينجر عنه تحسين حالي في قيمة السهم، ولكن يدفع المؤسسة إلى الاستدانة من الخارج، والذي له أثر على قيمة السهم.

المطلب الثالث: العناصر المؤثرة على التمويل الذاتي

تدخل العديد من العناصر التي بإمكانها التأثير على التمويل الذاتي للمؤسسة والتي يجب أخذها بعين الاعتبار ومن بين أهم هذه العناصر يمكن أن نجد:

الفرع الأول: معدلات الاقتطاع الضريبي

يؤثر معدل الاقتطاع الضريبي على التمويل الذاتي من خلال مدى ارتفاع هذا المعدل أو انخفاضه حيث تقوم السلطات المالية بتحديد معدلات الاقتطاع حسب السياسة المالية للدولة التي تأخذ بعين الاعتبار العديد من العوامل كارتفاع النفقات ومدى قدرة الدولة على تحقيق الإيرادات، الوضعية الاقتصادية، المؤشرات الاقتصادية الكلية.

انطلاقا من العلاقة: النتيجة الصافية = النتيجة الإجمالية - الضريبة.

وباعتبار أن النتيجة الصافية هي قاعدة الانطلاق للتمويل الذاتي فإنه يمكن الاستنتاج أنه تنشأ علاقة عكسية بين مبلغ الضريبة والتمويل الذاتي:

- كلما زاد مبلغ الضريبة كلما انخفضت النتيجة الصافية وهو ما يؤدي إلى انخفاض التمويل الذاتي للمؤسسة.

¹ Piget Patrick, *Gestion financière d'entreprise*, Economica, Paris, 1998, P 461.

- كلما انخفض مبلغ الضريبة كلما زادت النتيجة الصافية وهو ما يؤدي إلى ارتفاع التمويل الذاتي للمؤسسة.
وهنا يطرح السؤال عن مدى ارتفاع معدلات الاقتطاع الضريبي هل تعتبر معقولة بالنسبة للمؤسسة وما هي النسبة المثلى للاقتطاع الضريبي التي لا تؤثر على المؤسسة وعلى التمويل الذاتي لها وفي نفس الوقت تحقيق أيراد معقول كذلك لخزينة الدولة؟.

إن الإجابة على السؤال يمكن أن تقوم من خلال التحليل القائم على مفهوم الضغط الضريبي، حيث يعرف الضغط الضريبي بأنه: "يمثل معدل الضغط الضريبي جملة ما تحدثه السياسة الضريبية من تأثير على سلوك الأفراد في المجتمع وتعديل خططهم في مجالات الإنفاق الاستهلاكي والادخار والاستثمار".¹

- الضغط الضريبي هو: "معدل الاقتطاع الإجباري وعبء الضريبة على الاقتصاد".²

أي ما يؤدي إليه فرض الضرائب المختلفة من تغييرات في مجرى الحياة الاقتصادية تلك التغييرات التي تتفاوت أبعادها تبعاً لحجم الاقتطاعات الضريبية وصور التركيب الفني الضريبي، ويعبر مستوى الضغط الضريبي عن نسبة الاقتطاع الضريبي إلى بعض المقادير الاقتصادية والتي تكون في العادة:

- الناتج المحلي الخام.

- الناتج الوطني الخام.

- مجموع الاقتطاعات العامة.

إن مؤشر الضغط الضريبي في أساسه يبين العلاقة بين الإيرادات الضريبية والناتج الداخلي الإجمالي حيث يستمد أهميته من أنه يبحث عن الإمكانيات المتاحة للاقتطاعات الضريبية للوصول إلى أكبر حصيلة ممكنة دون إحداث ضرر في الاقتصاد الوطني، وذلك باختيار الأسعار الملائمة والبحث عن الأوعية الممكنة التي يفترض نموها مع النتائج المحققة على مستوى التنمية الاقتصادية حيث:³

الإيرادات الضريبية الإجمالية

- الضغط الضريبي الإجمالي =

الناتج المحلي الإجمالي

الإيرادات الضريبية + الإيرادات شبه الضريبية

الناتج المحلي الإجمالي (le BIP)

المفهوم الواسع للضغط الضريبي =

(أو معدل الاقتطاعات الإجبارية)

¹ عبد المنعم فوزي، النظم الضريبية، دار النهضة، بيروت، 1973، ص 128.

² حميد بوزيدة، مرجع سابق، ص 66.

³ نفس المرجع، ص 74.

إن المؤشرات السابقة هي مؤشرات كلية لا تمكن من التحديد بدقة الضغط الضريبي على المؤسسات الاقتصادية، حيث يمكن استعمال مؤشر الضغط الضريبي لقطاع اقتصادي معين الذي يمثل نسبة بين مجموع الضرائب المحتملة من طرف قطاع ودخل هذا القطاع كما يلي:

$$P_g = \frac{f}{r}$$

حيث: P_g (Pression fiscale de group): معدل الضغط الضريبي على القطاع.

f : مبلغ الضرائب المدفوع من طرف القطاع.

r : المداخل الإجمالية المحققة من طرف القطاع.

من العلاقة السابقة يمكن تحديد معدل الضغط الضريبي على المؤسسة كما يلي:

$$P_e = \frac{f_e}{r_e}$$

حيث: P_e : الضغط الضريبي على المؤسسة.

f_e : مبلغ الضريبة الذي تدفعه المؤسسة.

r_e : الدخل الإجمالي للمؤسسة.

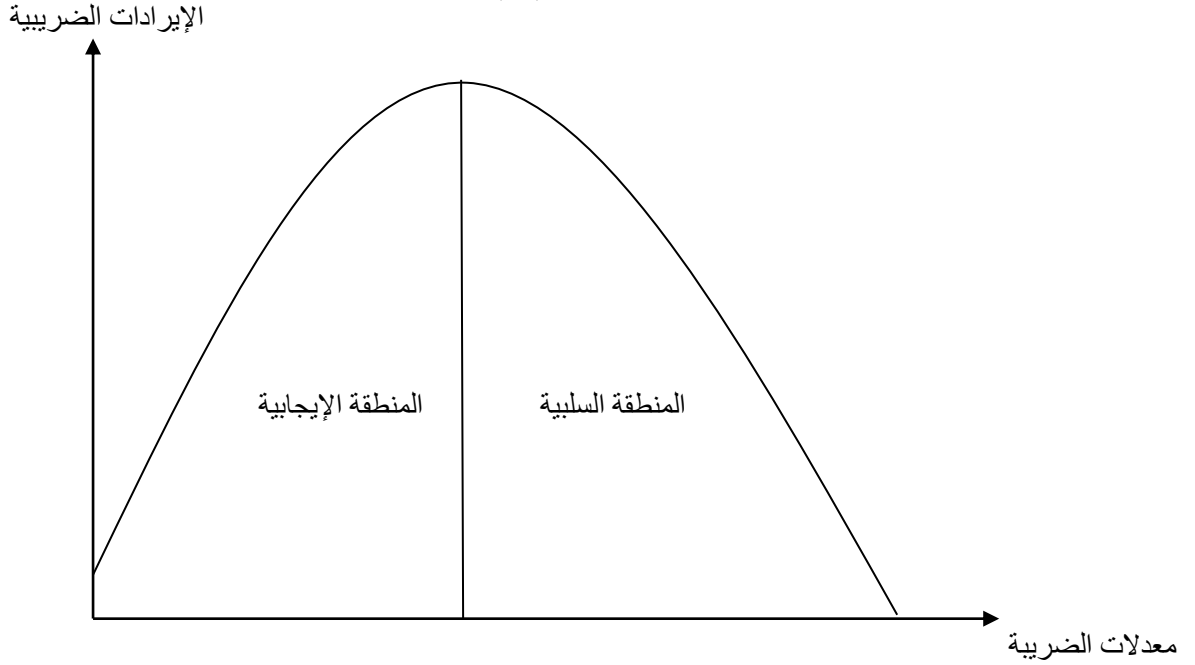
لقد حاول الكثير من الاقتصاديين تحديد معدل الضغط الضريبي الأمثل وهذا منذ الفيزيوقراط الذين نادوا بأن لا يتجاوز 20% والكلاسيك ب: 10% وعند المحدثين ب: 25%.¹

إن ارتفاع مستويات الضغط الضريبي بما يفوق القدرة التكليفية للاقتصاد سيؤدي إلى تدهور المداخل الضريبية للدولة، وفي نفس الوقت لجوء المكلفين إلى الغش والتهرب الضريبي مما ينعكس سلباً على فعالية النظام الضريبي وهو الأمر الذي يستوجب من الدولة مراعاة المقدرة التكليفية و حدود الضغط الضريبي الأمثل، حيث أن الضريبة المنخفضة يمكنها أن تنعش الاقتصاد و برفع معدلاتها يمكنها أن تحقق مردودية ملائمة لكن تجاوزها لحد معين يؤثر سلباً على الموارد مثلما أوضحه الاقتصادي الأمريكي Laffer Arther من خلال منحني لافر والذي وضح أن الضريبة تقتل الضريبة أي أن تجاوز حد الضغط الضريبي يؤدي إلى زيادة التهرب من الضريبة وتخفيض الموارد²، كما يلي:

¹ حميد بوزيدة، مرجع سابق، ص 79

² Pierre P. Tremblay, **La politique fiscale : à la recherche du compromis, 2^e édition**, Presse de l'université de Québec, Québec, 1998, P 19.

الشكل (23): منحني لأفر



Source : Pierre P. Tremblay, OP-CIT, P 20.

يبين هذا المنحنى أن رفع معدل الضريبة يؤدي إلى زيادة الإيرادات الضريبية إلى غاية وصول الإيرادات إلى قمة المنحنى، والاستمرار في رفع معدل الضريبة ينزع حفز العمل والكسب لدى المكلفين مما يؤدي إلى توقفهم عن النشاط أو اللجوء إلى التهرب الضريبي أو تحول أنشطتهم نحو الدول التي تتميز بنظم ضريبية محفزة للاستثمار والإنتاج مما يؤدي إلى انخفاض الإيرادات الضريبية مثلما هو موضح في المنطقة السلبية للمنحنى.

الفرع الثاني: قدرة المؤسسة على تحقيق النتيجة

كلما كانت قدرة المؤسسة على تحقيق نتائج إيجابية وإنشاء القيمة كلما زادت قدرتها على تحقيق مستويات مهمة من التمويل الذاتي لتدعيم نموها والعكس ففي حالة عدم قدرة المؤسسة على تحقيق النتائج الإيجابية المهمة وخصوصا في حالة توزيعات مهمة للمساهمين فإن ذلك سوف يؤثر سلبيا على قدرة المؤسسة لتحقيق مستويات جيدة من التمويل الذاتي وبالتالي لجوئها إلى الاقتراض.

إن قدرة المؤسسة على تحقيق نتيجة إيجابية تتوقف أساسا على عاملين أساسيين: الإيرادات، التكاليف حيث أن النتيجة = الإيرادات - التكاليف، وبالتالي فكلما فغن التمويل الذاتي سوف يتأثر بهذين العاملين من خلال الحالات التالية:

- ارتفاع الإيرادات مع انخفاض في التكاليف نتيجة مرتفعة وتمويل ذاتي مرتفع.
 - ارتفاع التكاليف مع انخفاض الإيرادات سيؤدي إلى تخفيض النتيجة وتخفيض التمويل الذاتي.
- ويبقى كل هذا مرتبطا بسياسة توزيع الأرباح ومعدلات الاقتطاع الضريبي المطبقة.
- أولا: الإيرادات:** يرتبط تحقيق الإيرادات في المؤسسة بالقدرة التنافسية لها في القطاع الذي تنشط فيه، وترتبط القدرة التنافسية للمؤسسة بالخيارات الإستراتيجية المنتهجة وأساليب التسيير ومدى مرونة المؤسسة اتجاه تغيرات المحيط، حيث تستخدم المؤسسة أدواتها التنافسية كالتنافسية في السعر أو تمييز منتجاته عن منتجات المنافسين فالفعالية

في تطبيق الأدوات التنافسية للمؤسسة ينعكس على إيرادات المؤسسة وذلك بجلب الزبائن لاقتناء منتجات المؤسسة مما يؤدي إلى ارتفاع إيرادات المؤسسة.

ثانياً: التكاليف: يجب على المؤسسة السعي دائماً إلى تخفيض التكاليف لأن ذلك يؤدي إلى تحقيق تكلفة أقل بالمقارنة مع المنافسين، وهناك عدة دوافع أو حوافز تشجع الشركات على تحقيق التكلفة الأقل، وهي: توافر اقتصاديات الحجم، الآثار المترتبة على منحى التعلم أو الخبرة، وجود فرص مشجعة على تخفيض التكلفة وتحسين الكفاءة، وأخيراً سوق مكون من مشتريين واعين تماماً للسعر وتعتبر التكاليف عنصراً مهماً في قدرة المؤسسة على تحقيق النتائج فتحقيق إيرادات كبيرة دون أن يقابله انخفاض في التكاليف ليس له أي معنى لأن تلك الإيرادات سوف يتم امتصاصها من التكاليف وفي النهاية تتحقق نتائج سلبية أو نتائج غير كافية لدعم نمو المؤسسة من خلال التمويل الذاتي.

وبالتالي ففي حالة ضعف التمويل الذاتي للمؤسسة يمكن معرف أسباب هذا الضعف من خلال تحليل معمق للإيرادات والتكاليف وتحديد أسباب ضعف الإيرادات أو ارتفاع التكاليف ومحاولة إيجاد الحلول الممكنة لنقاط الضعف المسجلة، ويمكننا إظهار أثر تغيرات الإيرادات والتكاليف على التمويل الذاتي مع افتراض ثبات حجم الإنتاج ومعدل الضريبة وسياسة توزيع الأرباح.

الجدول (07): تغيرات التمويل الذاتي بتغيرات التكاليف

		الإيرادات	
		التكاليف	
- (نقصان)	+ (زيادة)	ثبات	ثبات
نقصان في النتيجة: انخفاض التمويل الذاتي	زيادة النتيجة: زيادة التمويل الذاتي	ثبات النتيجة: ثبات التمويل الذاتي	ثبات
انخفاض النتيجة: انخفاض التمويل الذاتي	1- زيادة التكاليف أكبر من زيادة الإيرادات: انخفاض طفيف في النتيجة والتمويل الذاتي. 2- زيادة الإيرادات أكبر من التكاليف: زيادة طفيفة في النتيجة والتمويل الذاتي. 3- زيادة متوازنة في العنصرين: ثبات النتيجة والتمويل الذاتي.	نقصان النتيجة: نقصان التمويل الذاتي	+ (زيادة)
انخفاض النتيجة: انخفاض التمويل الذاتي.	زيادة النتيجة: زيادة التمويل الذاتي.	زيادة النتيجة: زيادة التمويل الذاتي.	- (نقصان)

المصدر: من إعداد الطالب.

المبحث الثالث: سياسة التمويل الخارجي الخاص

عموماً إن التمويل الذاتي يعتبر غير كافي لتغطية احتياجات المؤسسة التمويلية وفي هذه الحالة فإن المؤسسة سوف تلجأ إلى المصادر الخارجية للتمويل وهنا نتاح أمام المؤسسة نوعين من سياسة التمويل: سياسة التمويل الخاص وهي الرفع من الأموال الخاصة وسياسة الاستدانة وذلك من مختلف الهيئات المالية.

المطلب الأول: أشكال سياسة التمويل الخاص

إن سياسة التمويل الخاص تعتمد على زيادة الأموال الخاصة في الجانب الأيسر للميزانية والذي يمثل الخصوم وهي الفائدة الباقية من المساهمين في رؤوس الموال الخاصة للكيان في أصوله بعد حسمها من خصومها (الخارجية).

الفرع الأول: مفهوم الأموال الخاصة

يمكن تعريف الأموال الخاصة كما يلي:

- الأموال الخاصة هي: "جزء من الموارد المالية الموضوعة تحت تصرف المؤسسة من طرف الشركاء في المؤسسة، الأرباح الغير موزعة فائض قيمة إعادة التقييم".¹

- يمكن تعريف الأموال الخاصة من جانبين:²

* **من وجهة نظر الذمة:** وهي تمثل فائض قيمة عناصر أموال المؤسسة مقارنة بالخصوم المستحقة (الديون)، والتي تمثل ثروة المؤسسة، وفي حالة إيقاف نشاط المؤسسة أو التصفية فهي تمثل الثروة التي توزع على الشركاء.

* **من وجهة نظر وظيفية:** هي موارد مالية تساهم مع الأموال المستدانة في تمويل المؤسسة.

الأموال الخاصة هي أموال موضوعة تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة، بغرض تمويل احتياجاتها المالية والاستثمارية، وهي تشير إلى المجموع الجبري للحصص، فروقات إعادة التقييم، الأرباح التي يتم حسبها اتخاذ قرار التوزيع، الخسائر، إعانات الاستثمار والمؤونات المنتظمة، كما تعتبر مصدر تمويلي للمؤسسة، إذ تساهم مع الأموال المقترضة، في تمويل نشاطات المؤسسة.

وانطلاقاً من مفهوم رأس المال الاجتماعي، تمثل مفتاح توزيع الملكية في المؤسسة من خلال مفهوم رأس المال الاجتماعي، لأنها تشغل وظيفتين في المؤسسة؛ وظيفة ضمان بالنسبة لدائتيها، لا يمكن أن توزع على الشركاء، إلا بعد تعويض الدائنين الممتازين والعاديين، وبالمقابل تعتبر كمورد مالي لها، إذ تلعب دوراً محددًا لقدرة المؤسسة على الاستدانة.

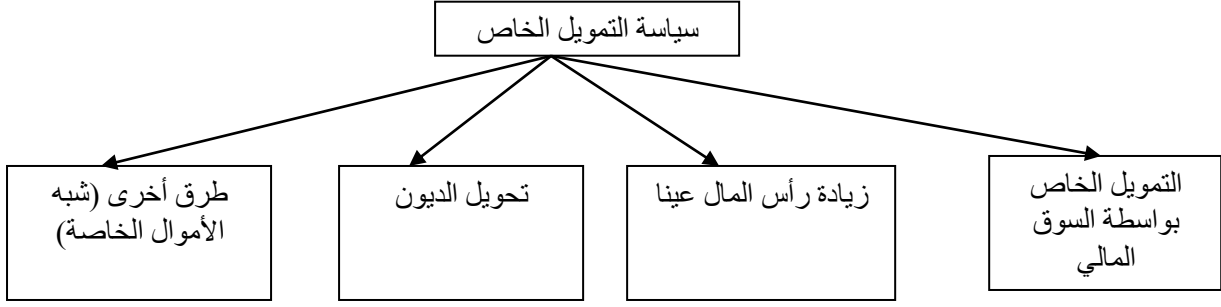
وتتم عملية زيادة رأس مال المؤسسة من خلال التمويل الخارجي الخاص بواسطة العديد من الطرق

يمكن تمثيلها في الشكل التالي:

¹ Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, OP-CIT, P 108.

² Mourgues Nathalie, **Capitaux Propres et Quasi-Fonds propres**, Economica, Paris 1996, p 10, 12.

الشكل (24): اشكال سياسة التمويل الخاص



المصدر: من إعداد الطالب

الفرع الثاني: التمويل من خلال السوق المالي (زيادة رأس المال نقدا)

وفي هذه الحالة تلعب بورصة الأوراق المالية أهمية كبيرة في الحياة الاقتصادية بصفتها أهم مصدر لتمويل المؤسسات الاقتصادية فهي اتصال مباشر بين أصحاب الأموال والمستخدمين لها دون الحاجة إلى كثرة الوسطاء، كما تساعد على التوقع بالحالة الاقتصادية المستقبلية وتمثل موردا مضمونا للمؤسسات الاستثمارية طالما وضعيتها المالية مطمئنة حيث تقوم المؤسسة من أجل زيادة رأس مالها نقدا بطرح أسهم جديدة بسعر محدد الاكتتاب في السوق المالية، تكون هذه الأسهم الجديدة في العادة مماثلة للأسهم القديمة و ما تمثله من حقوق، حيث تنقسم الأسهم إلى:

أولاً: الأسهم العادية: السهم العادي هو ورقة ملكية (قيم منقولة)، حيث تمثل هذه الورقة جزءا من رأس مال مؤسسة يملكه أحد الأفراد خلال إنشاء المؤسسة أو عند رفع رأس مالها ¹.

حيث يمكن أن يكون المساهمون أشخاص طبيعيين أو أشخاص معنويين يملكون أسهما تمثل جزءا من ملكيتهم لهذه المؤسسة، والمالكون للأسهم يمثلون جماعيا المالكون القانونيون للمؤسسة، يعتبر حامل السهم العادية مالكي الشركة، باعتبارهم الممولين الرئيسيين لرأس مال هذه الأخيرة عند نشأتها و مع ذلك فإنهم يتواجدون في أضعف وضعية مقارنة بحاملي السندات و الأسهم الممتازة الذين لهم الأولوية الخاصة بأرباح و أصول الشركة (عند التصفية)، كما لا تلتزم المؤسسة بتوزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية إلا إذا تحققت و اتخذ القرار بتوزيعها كلها أو بعضها كما تعتبر الأسهم وسيلة تمويل طويلة الأجل، و المؤسسة غير ملزمة برد قيمتها فإذا أراد حاملها التخلص منها فليس أمامه سوى عرضها للبيع في سوق رأس المال.

يتمتع أصحاب الأسهم العادية بالحقوق التالية:²

- 1- الحق في حضور الجمعية العامة.
- 2- الحق في انتخاب وتعيين أعضاء مجلس الإدارة.
- 3- الحق في اعتماد أو التغيير الكلي أو الجزئي لعقود والقانون التأسيسي للمؤسسة.
- 4- الحق في التصويت الذي بحوزتها بموجب القانون الأساسي أو بموجب القانون.

¹ Albert Corhay, Mapapa Mbangala, **Fondements de gestion financière: Manuel et applications**, les édition de l'université de liège, liège, 2007, P221.

² Mansour Mansouri, **La bourse des valeurs mobilières d'Alger**, Houma, Alger, 2002, P 161.

5- الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع الفوائد الصافية كلها أو جزء منها.
ثانيا: **الأسهم الممتازة:** السهم الممتاز هو: "سند ملكية لحامله حيث يتميز السهم الممتاز بصفة مشتركة بين الأسهم والسندات وذلك لأن السهم الممتاز يفرض على المؤسسة توزيع عائد ثابت على حاملي السهم الممتازة، وفي حالة عدم توفر المؤسسة على سيولة من أجل تسديد عوائد على الأسهم الممتازة فإنه سوف تتراكم هذه العوائد ويتم توزيعها عندما تحقق المؤسسة أرباحا كافية".¹

فبالأسهم الممتازة تتميز بأنه أقل مخاطرة تختص دون غيرها من الأسهم ببعض المزايا، فهي تمثل استثمار أقل مخاطرة من السهم العادية ويتحدد توزيع الأرباح على حاملها بنسبة مئوية محددة مسبقا، وتختلف الأسهم العادية عن الأسهم الممتازة في:

- 1- لحامل السهم الممتاز الحق في استرجاع قيمة السهم عند التصفية قبل السهم العادي.
- 2- ليس لحامل السهم الحق في التصويت إلا في الحالات القصوى.
- 3- عائد السهم الممتاز ثابت و لا يتأثر بمستوى وضع المؤسسة.
- 4- لحامل السهم الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي.
- 5- لإدارة المؤسسة الحق في شراء الأسهم الممتازة.

لم يحدد المشرع الجزائري أساسا قانونيا للأسهم الممتازة ولكن فقط أجاز التعامل بالأسهم العادية والتي عرفها بأنها: "الأسهم العادية هي التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من أس مال شركة تجارية".² ولكن أجاز التعامل بنوع من الأسهم التي سميت باسم التمتع وهي: "الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصص إما من الفوائد أو الاحتياطات ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل".³

ثالثا: شروط إصدار الأسهم في السوق المالي: من أجل إصدار أسهم جديدة لزيادة الأموال الخاصة للمؤسسة لابد من موافقة الجمعية العامة الغير عادية التي تقرر الزيادة المقررة في رأس المال بواسطة اللجوء على الادخار العمومي فزيادة رأس مال المؤسسة سوف يغير من القانون الأساسي للمؤسسة ويشترط لترح الأسهم في بورصة القيم المنقولة توفر الشروط التالية:⁴

- 1- يجب أن يكون عرض بيع الأسهم موضوع إشهار واسع وخاصة الصحافة المكتوبة والوسائل السمعية البصرية.
- 2- يجب أن يبين إشعار إصدار الأسهم على الخصوص: عناصر تشخيص المؤسسة، رأس مالها الاجتماعي، مقرها، هدفها، نشاطاتها، سوقها ونتائج استغلالها في السنوات الثلاث الماضية.
- 3- النسبة المئوية من رأس المال الاجتماعي وعدد الأسهم المعروضة للبيع.

¹ Aswath Damodran, OP-CIT, P 677.

² المادة 715 مكرر 42 من الأمر 59-75 المتضمن القانون التجاري.

³ المادة 715 مكرر 45 من الأمر 59-75.

⁴ المرسوم التنفيذي رقم 96-143 الصادر في 13 أبريل 1996 يتعلق بشروط تملك الجمهور الأسهم والقيم المنقولة الأخرى في المؤسسات العمومية التي ستخصص وكيفيات ذلك، الجريدة الرسمية، العدد 23.

- 4- سعر السهم الواحد وعند الاحتمال المزاي والشروط التفضيلية.
5- عنوان الأماكن التي يمكن فيها معاينة الوثائق التي تعرف بالمؤسسة.
6- عنوان المكان أو الأماكن التي تسلم فيها قسيمة الاكتتاب ويتم فيها الدفع.

ثالثاً: عناصر السهم: يتكون السهم من العناصر التالية:

1- القيمة الاسمية (سعر الإصدار): تحدد القيمة الاسمية للسهم بواسطة القانون الأساسي للمؤسسة، وهي تمثل سعر السهم المحدد على سند ملكية السهم عند الاكتتاب في الأسهم ومجموع الأسهم بالقيمة الاسمية يمثل الرأس المال الاجتماعي للمؤسسة¹، وتحدد القيمة الاسمية للسهم في:

- عند إنشاء المؤسسة.

- عند الإعلان عن الزيادة في رأس مال المؤسسة بواسطة اللجوء على الادخار العام.

القيمة الاسمية = رأس مال المؤسسة المسجل/عدد الأسهم المكتتبه.

2- علاوة الإصدار: تهدف هذه العلاوة، ضمان المساواة بين حقوق المساهمين القدامى و الجدد في حالة وجود احتياطات أو فوائض قيمة الأصول، فهي في مقابل حصول المساهمين الجدد على حق في الاحتياطات و فائض القيمة.

علاوة الإصدار = سعر الإصدار . القيمة الاسمية للسهم

3- تكاليف الإصدار: تتطلب عملية زيادة رأس المال دفع تكاليف الإصدار الثابت و المتغير، المرتبط من جهة بالتعويضات المدفوعة للبنوك الوسيطة، و من جهة أخرى التكاليف الخاصة بالبورصة و التكاليف الإدارية و القانونية (من نشر و انعقاد الجمعية العامة).

4- القيمة المحاسبية الصافية: يتم الحصول عليها من خلال قسمة مجموع الأموال الخاصة على عدد الأسهم حيث تساوي الأموال الخاصة مجموع الخصوم مطروحا منها مجموع الديون.
القيمة المحاسبية الصافية= الأموال الخاصة /عدد الأسهم.

5- حق الاكتتاب: و هو الحق الذي يخول للمساهمين القدامى أولوية الإكتتاب في الأسهم، حيث تتضمن الأسهم حق الأفضلية في الإكتتاب في زيادة رأس المال للمساهمين بنسبة قيمة أسهمهم حق الأفضلية في الإكتتاب في الأسهم النقدية الصادرة لتحقيق زيادة رأس المال.

6- القيمة السوقية للسهم: باعتبار الأسهم من القيم المنقولة فإنه بالإمكان تداولها في السوق المالي وتتحدد القيمة السوقية للسهم من خلال ما يحققه هذا السهم من عوائد وبالتالي كلما كانت قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد كبيرة كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم.

القيمة السوقية = الأرباح الموزعة/القيمة الاسمية للسهم

¹ T. Tilquin, V Simonart, *Traité des sociétés*, Tome 03, Kluwer, Bruxelles, 2005, p144.

الفرع الثالث: زيادة رأس المال عينا

إن هذه الطريقة لا توفر وسائل مالية للمؤسسة ولكنها تشكل مع ذلك عملية غير مباشرة للتمويل وذلك من خلال المساهمة بواسطة أصول يمكن تقييمه مثل المساهمة ب: أراضي، مباني، تجهيزات إنتاج، وسائل نقل، والتي تسمح للمؤسسة بتوسيع قدراتها الإنتاجية.¹

فالزيادة في رأس مال المؤسسة يمكن أن تكون زيادة نقدية أو عينية حيث وضحاها القانون الجزائري عرفها بالأسهم النقدية والأسهم العينية:

- الأسهم النقدية: حيث تعتبر أسهما نقدية: الأسهم التي تم وفاءها نقدا أو بالمقاصة، الأسهم التي تصدر بعد ضمها إلى رأس المال الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار، الأسهم التي يتكون مبلغها في جزء منه نتيجة ضمه في الاحتياطات أو الفوائد أو علاوة الإصدار وفي جزء منه عن طرق الوفاء نقدا.²

- الأسهم العينية: لم يعط القانون التجاري تعريف للأسهم العينية ولكن اعتبر إن أي مساهمة أو زيادة في رأس مال المؤسسة لا تكتسب شروط الأسهم النقدية تعتبر أسهما عينية، حيث أجاز القانون الجزائري أن تكون المساهمات في رأس المال أو الزيادة فيه أن تكون حصصا عينية حيث يجب أن يعين مندوب أو أكثر يكلف بتقدير الحصص العينية وتقييمها بقرار قضائي بناء على طلب رئيس مجلس الإدارة.

إن الزيادة في رأس المال عينا سوف يقابلها زيادة في جانبي الميزانية الأصول والخصوم وذلك حفاظا على مبدأ تساوي طرفي الميزانية، وعدد الأسهم المنشأة في هذه الحالة يساوي قيمة المساهمة العينية مقارنة مع القيمة الاسمية للأسهم، وتهدف المؤسسة من خلال اللجوء إلى هذا النوع من التمويل إلى تقوية الأموال الخاصة وتغطية الاحتياج في التمويل وتسمح لها كذلك بتحرير رأس مالها دون اللجوء إلى الادخار العام التي تقيم على أنها ذات مخاطرة وتكاليف مرتفعة.³

تتميز هذه العملية بالخصائص التالية:

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

¹ Pierre Conso, Farouk Hemicic, OP-CIT, P 418.

² المادة 715 مكرر 41 من الأمر 59-75 المتضمن القانون التجاري.

³ Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, OP-CIT, P 66.

الفرع الرابع: تحويل الديون

و هو تحويل ديون الغير على المؤسسة إلى أسهم (و التي تسمى أيضا تجميد الديون)، و يتوقف أثر التحويل على المؤسسة حسب طبيعة هذه الديون، فالمؤسسة التي تعاني من صعوبات في خزيتها بإمكانها التوجه إلى دائنيها وذلك من أجل تحويل تلك الديون بتوزيع مجموعة من الأسهم على هؤلاء الدائنين.¹ كما أجاز القانون التجاري الجزائري تحويل الديون إلى أسهم لرفع رأس المال وذلك من خلال نص المادة التالية: "تصبح الأسهم الجديدة مسددة القيمة إذا قدمت نقدا أو بالمقاصة مع ديون معينة المقدار ومستحقة الأداء من الشركة وإما بضم الاحتياط أو الأرباح أو علاوة الإصدار وإما بتحويل أو بما يقدم من حصص عينية وإما بتحويل السندات بامتيازات أو بدونها"²، ولا يتم تحويل الديون إلى أسهم إلا بموافقة الجمعية العامة للمساهمين التي تقرر هذه العملية.

إن تحويل الديون كوسيلة لرفع رأس المال لا يؤدي إلى زيادة في السيولة النقدية حيث تدمج الديون في شكل أموال خاصة وتسمى هذه العملية كذلك بتصفية الديون، وتتم هذه العملية بطريقتين:

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

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

إن لجوء المؤسسة إلى هذه الطريقة سوف تؤدي إلى دخول شركاء جدد وبالتالي فنه لا يتم اللجوء إليها إلا في الحالات الصعبة نظرا لفقدان السيطرة بالنسبة للمساهمين القدامى.³

الفرع الخامس: شبه الأموال الخاصة: (les titres hybrides)

لقد تم إنشاء العديد من الوسائل المالية خلال سنوات الثمانينات وذلك من أجل السماح للمؤسسات بتوسيع الأموال الخاصة دون أن يؤدي ذلك إلى تغييرات في هيكل رأس المال للمؤسسة والمحافظة على سيطرة المساهمين وتسمى هذه الوسائل المالية بالمنتجات المالية الجديدة.⁴

وتندرج في هذا النوع من الوسائل المالية التي تكتسب من جهة ميزة الأسهم ومن جهة أخرى ميزة الدين، فالأموال الخاصة تمثل حق دائم على التدفقات النقدية وفي العموم مرتبط بحق المراقبة والتصويت، أما الديون فهي تشكل حق في الحصول على نسبة من التدفقات النقدية والأصول في حالة تصفية المؤسسة ولكن غير مرتبطة بحق المشاركة في التصويت ومراقبة المؤسسة وهنا تتاح للمؤسسة العديد من الوسائل المالية والتي لا

¹ Gérard Melyon, Bernard Rebouh, **Comptabilité des sociétés commerciales**, Bréal, Paris, 2002, P 151.

² المادة 688 من الأمر 59-75 المتضمن القانون التجاري.

³ Pierre Conso, Farouk Hemici, OP-CIT, P 419.

⁴ J-L Bailly et autres, **Économie monétaire et financière**, 2^e édition, Bréal, Paris, 2006, P 189.

تكتسب صفة الأموال الخاصة أو الديون ولكن في نفس الوقت تتقاسم بعض المميزات الخاصة بالأموال الخاصة و مميزات الديون.¹

توجد العديد من الوسائل المالية المقترحة على المؤسسات نظرا لعولمة أسواق رؤوس الأموال والحرية المالية وتثير العديد من التساؤلات وخاصة من حيث تصنيفها ومن حيث معالجتها المحاسبية، وهي تهدف في الغالب إلى تدعيم الأموال الخاصة للمؤسسة بدون إنشاء حق للتصويت أي تجنيب المساهمين فقدان السيطرة وفي نفس الوقت تعبئة موارد مالية مهمة للمؤسسة.²

إن هذه الوسائل المالية تختلف من دولة إلى أخرى حيث لا توجد وسائل مالية موحدة على المستوى الدولي ومن بين أهم هذه الوسائل يمكن أن نجد:

أولا: شهادات الاستثمار: تم إنشاء هذه الأوراق سنة 1983 تسمح للمؤسسة المصدرة برفع الأموال الخاصة مع المحافظة على سيطرة المساهمين في المؤسسة حيث تنتج عن التجزئة في الأسهم حيث ينتج نوعين من شهادات الاستثمار:³

1- شهادات مع حق التصويت: وهي شهادات الاستثمار التي تكتسب الحق في التصويت مثل الأسهم ولكن لا تكتسب الحقوق المالية للسهم.

2- شهادات الاستثمار: وهي التي تكتسب الحقوق المالية للسهم (الحق في العائد، التخصيص، الحق في الاكتتاب)، ولكنها لا تكتسب الحق في التصويت.

لقد أجاز القانون التجاري الجزائري التعامل بهذا النوع من الوسائل المالية، حيث بين إن شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت يتم إصدارها بمناسبة زيادة رأس المال أو تجزئة الأسهم الموجودة،⁴ وتمثل شهادات الاستثمار التي يجب أن تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية للشركة المصدرة حقوقا مالية وهي قابلة للتداول⁵، وتمثل شهادات الحق في التصويت حقوقا أخرى غير الحقوق المالية المرتبطة بالأسهم.⁶

ثانيا: سندات المساهمة: وهي السندات التي إصدارها من طرف المؤسسات العمومية والتعاونيات وهي تتميز بأنها تسمح للمؤسسة المصدرة بالحصول على موارد مالية دائمة وبدون حق لحائزها في التسيير في المؤسسة، فحائز سند المساهمة ليس له الحق في التصويت وليس له الحق في المساهمة في رفع رأس المال ولكن في المقابل لديه الحق في الحصول على عائد ثابت يحدد عند إصدار السند وعائد متغير حسب نتائج ونشاط المؤسسة.⁷

¹ Aswath Damodran, OP-CIT, P 673.

² Pierre Conso, Farouk Hemici, OP-CIT, P 433.

³ Éric Stéphan, **La relation capital-risque/PME: Fondements et pratiques**, De Boeck, Bruxelles, 2003, P 142.

⁴ المادة 715 مكرر 61 من الأمر 59-75 المتضمن القانون التجاري.

⁵ المادة 715 مكرر 62 من الأمر 59-75.

⁶ المادة 715 مكرر 63 من الأمر 59-75.

⁷ J-L Bailly et autres, OP-CIT, P 190.

فسندات المساهمة تجنب المؤسسة تجنب عوائق الاقتراض المتمثلة في أجال التسديد وكذلك تجنب المؤسسة أي تدخل في التسيير والمراقبة والتصويت ولكن في المقابل تستوجب عائد ثابت على نتيجة المؤسسة حيث تكتسب الخصائص التالية:

- ليس لها تاريخ استحقاق معين إلا في حالة تصفية المؤسسة.

- قابلة للتداول في السوق المالي.

- تكتسب قيمة اسمية.

- الحق في الدخل: دخل ثابت يحدد عند الإصدار، دخل متغير حسب نتائج ونشاط المؤسسة.

لقد أجاز القانون التجاري إصدار سندات المساهمة بالنسبة لشركات المساهمة¹، حيث عرفها بأنها سندات دين تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند²، وتتميز بأنها قابلة للتداول، ولا تكون قابلة للتسديد في حالة تصفية الشركة أو بمبادرة منها بعد انتهاء أجل لا يقل عن 05 سنوات حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار³.

ثالثا: سندات الاستحقاق: وهي السندات التي تكتسب الحق في التسديد والحصول على العوائد قبل الديون الأخرى باستثناء أصحاب الأسهم وحاملي سندات المساهمة، وذلك حسب تحديد تاريخ التسديد أو لا حيث نميز بين نوعين من سندات الاستحقاق⁴:

- سندات الاستحقاق محددة تاريخ التسديد.

- سندات الاستحقاق غير محددة تاريخ التسديد.

كما يمكن أن تتحول سندات الاستحقاق إلى أسهم حيث يجوز لشركات المساهمة أن تصدر سندات استحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم، كما يجوز لها إصدار سندات استحقاق ذات قسيمات اكنتاب بالاسهم.

رابعا: الأسهم الخاصة بالدولة (السهم النوعي): وقد تم إنشاء هذا النوع من الأسهم من خلال الأمر 95-22 المحدد لشروط تنازل الدولة عن أسهم المؤسسات العمومية للخوائص في إطار توجه الجزائر نحو الخصوصية واقتصاد السوق، حيث حددت المادة 07 بالسهم النوعي بأنه: "سهما من رأس مال الشركة التي تنشأ عن طريق خصصة مؤسسة عمومية وتفيد بحقوق خاصة يحددها القانون الأساسي للشركة وتحفظ الدولة بواسطتها بحق التدخل من أجل المصلحة الوطنية"⁵.

فالسهم المميز يمثل احتفاظ الدولة مؤقتا الجزائرية بجزء من رأس مال مؤسسة تم إنشائها من خلال خصصة مؤسسة عمومية وذلك حماية للمصلحة العليا الوطنية، وذلك لمدة لا تتجاوز الخمس سنوات⁶.

¹ المادة 715 مكرر 73 من الأمر 75-59 المتضمن القانون التجاري.

² المادة 715 مكرر 74 من الأمر 75-59.

³ المادة 715 مكرر 76 من الأمر 75-59.

⁴ Pierre Conso, Farouk Hemici, OP-CIT, P 435.

⁵ المادة رقم 07 من الأمر رقم 95-22 الصادر في 26 أوت 1995 يتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية، الجريدة الرسمية، العدد 48.

⁶ Mansour Mansourin, PO-CIT, P 182.

خامسا: الأسهم الخاصة بالأجراء: تم إنشاء هذا النوع من الأسهم كذلك الأمر 95-22 المتعلق خصوصية المؤسسات العمومية، حيث نص على أنه يخصص مجانا في إطار خصوصية مؤسسة عمومية 10% من أقصى رأس مال الشركة القابلة للخصوصية إلى مجوع الأجراء بعنوان إشراكهم في نتائج المؤسسة العمومية المعنية.¹ وهذه الحصة ممثلة بأسهم بدون الحق في التصويت ولا تمثيل في مجلس الإدارة ولكن لديها الحق في الحصول على العوائد ويتم تسييرها من طرف صندوق مشترك للتوظيف، حيث أن تنظيم وتوظيف هذا الصندوق بواسطة الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 10/01/1996 حيث نصت المادة 14 من هذا القانون بأن حصة الصندوق المشترك للتوظيف هي قيم منقولة ويجب أن تكون موضوع قبول للتسعيرة في بورصة القيم المنقولة حسب الشروط التي تحددها اللجنة التنظيمية ومراقبة عمليات البورصة (COSOB).²

المطلب الثاني: أهمية بورصة الأموال المنقولة في سياسة التمويل الخاص

تلعب بورصة القيم المنقولة دورا مهما في سياسة التمويل الخاص أساسا بالنسبة للمؤسسات المسعرة في البورصة فهي تتيح لها إمكانية التوجه إلى اللجوء العلني للادخار وخاصة في حالة حاجة المؤسسة لموارد مالية كبيرة ورفع الأموال الخاصة للمؤسسات.

الفرع الأول: مفهوم البورصة القيم المنقولة

أولا: تعريف البورصة: يمكن تعريفها:

- بورصة القيم المنقولة: "هي السوق التي تجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن يشترط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة".³

- البورصة هي: "سوق يتم فيها التعامل بالأدوات المالية الطويلة الأجل كالأسهم والسندات وتؤدي هذه السوق دورا كبيرا في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات والمشاريع الاقتصادية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها بطرح الأسهم على غرار شركات المساهمة أو بإصدار سندات دين، ونفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حال رغبتها في الحصول الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل المشاريع الجديدة".⁴

- تعد بورصة القيم المنقولة إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام وشركات المساهمة".⁵

إن بعض المتعاملين الاقتصاديين يملكون فوائض مالية وفي المقابل هناك بعض المتعاملين الذين لا يحققون إدخارات تمكنهم من تغطية احتياجاتهم الاستثمارية وعلى رأسهم الدولة والمؤسسات الاقتصادية بالتالي فهم

¹ المادة 36 من الأمر رقم 95-22، المتضمن خصوصية المؤسسات العمومية.

² المادة رقم 14 من الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 10/01/1996 يتعلق بهيات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 03.

³ حسن علي نابلس، الأسواق المالية، دار النهضة العربية، مصر، 1996، ص 25.

⁴ محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، 2002، ص 72.

⁵ المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة في الجزائر، الجريدة الرسمية، العدد 34.

يعتبرون وحدات عجز مالي فهم طالبوا الأموال، وبالتالي تظهر أهمية البورصة في التوفيق بين أصحاب الفوائض المالية ووحدات العجز من خلال تسهيل التقاتلهم في مكان محدد والمتمثل في بورصة القيم المنقولة.

فالبورصة هي السوق الذي بواسطته تتم عمليات تبادل القيم المنقولة من أسهم وسندات والأوراق الأخرى وتجري هذه العمليات في مكان محدد ومعروف وذلك تحت إشراف هيئة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد يتقيد بها المتعاملون بالأسهم والسندات للمقبلين على الاستثمار والمضاربين على تقلبات الأسعار.

ثانياً: تقسيمات بورصة القيم المنقولة: تصنف بورصة القيم المنقولة حسب العديد من التصنيفات مثل: المكان الجغرافي، المدى الزمني، الجانب القانوني، ويمكن تصنيف البورصة من حيث الزمن إلى البورصات الآجلة والبورصات العاجلة:

أ- **البورصة الآجلة:** يقصد ببورصة الأسواق الآجلة تلك التي يتم فيها التعامل بأصول مالية (أسهم، سندات، ومشتقات...) من خلال عقود يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.¹

ب- **البورصات العاجلة (الفورية):** وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل أسهم، سندات، وأحياناً يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءاً منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة²، وهي تنقسم بدورها إلى قسمين: السوق الأولي والسوق الثاني:³

1- **السوق الأولي (سوق الإصدار):** وهو السوق الذي تقوم فيه المؤسسة برفع رأس مالها، حيث تقوم المؤسسة بإصدار أوراق مالية جديدة يتم طرحها لأول مرة في البورصة حيث تقوم المؤسسة بطرح أسهم للاكتتاب لأول مرة أو زيادة في رأس المال أو سندات بهدف زيادة مواردها المالية.

2- **السوق الثاني (سوق التداول):** وهي السوق التي يتم التعامل فيها بواسطة الأوراق المالية التي تم إصدارها من قبل من طرف المؤسسات أو الهيئات العمومية وذلك نظراً لأن القيم المنقولة تتميز بقابلية التداول وبالتالي فإنه يتم اللجوء إلى هذه السوق بهدف شراء أو التنازل عن القيم المنقولة التي تم الاكتتاب فيها سابقاً.

وتتكامل السوق الأولية مع السوق الثانية حيث لولا السوق الأولي لما وجدت الأوراق التي سوف يتم تبادلها في السوق الثاني وفي المقابل لولا جانبية وقدرة السوق الثاني على تسويق وتصريف أوراق السوق الأول لأنه لا يقوم المستثمرون بشراء وحياسة الأوراق المالية إلا إذا تأكدوا بأنه بإمكانهم بيع الأوراق المالية في السوق الثاني.

ومع ذلك تبقى السوق الثانية الجزء الأهم في هيكل بورصة القيم المنقولة نظراً لأن نشاطها دائم وغير مؤقت على عكس السوق الأول الذي ستميز بالظرفية، كما أن الحائز للورقة المالية مضطر للانتظار تاريخ استحقاق الورقة المالية من أجل الحصول على حقوقه، ولكن بوجود السوق الثاني يمكن له التخلي عن الورقة المالية في الوقت الحاضر وتحقيق سيولة أو لتحقيق الأرباح في حالة ارتفاع الأسعار.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995 ص 06.

² بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 42.

³ Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of financial management**, Tomson, USA, 2007, P 120.

الفرع الثاني: دوافع دخول المؤسسة لبورصة القيم المنقولة:

هناك العديد من الدوافع التي تؤدي بالمؤسسة إلى الانخراط والدخول في بورصة القيم المنقولة من أهمها:¹
أولاً: ضمان الحد الأدنى لرأس المال: حيث تفرض القوانين والتشريعات أن يبلغ رأس مال حداً معيناً إذا ما رغبت المؤسسة في اللجوء إلى الادخار العمومي وذلك بطرح أسهم في البورصة، ففي الجزائر مثلاً يجب أن يبلغ رأس مال شركة مساهمة خمس ملايين دج عندما تلجأ إلى الادخار العمومي من أجل تأسيسها.²
ثانياً: زيادة إمكانيات التمويل: إن الميزة الأساسية لدخول المؤسسة في البورصة تتمثل بدعم إمكانيات التمويل وخاصة بالنسبة للمؤسسات التي تتميز بدرجة نمو كبيرة حيث يسمح دخول المؤسسة في البورصة باستغلال فرص النمو المتاحة أمامها وهو ما يمكن المؤسسة من:

- 1- تدعيم الأموال الخاصة للمؤسسة: بالحد من الاستدانة، وذلك بتسهيل عملية رفع رأس مالها.
 - 2- مضاعفة إمكانيات التمويل: تملك المؤسسة الداخلة في البورصة حرية واسعة للاختيار المنتوجات المالية لتمويل تطورها، هذه الأخيرة التي تحقق عدة امتيازات للمؤسسة منها :
 - ضمان تحقيق التمويل عند صعوبة التنبؤ بمستقبل المؤسسة وذلك بإزالة تخوفات المدخرين من الاكتتاب بواسطة إصدار سندات قابلة لتحويل الأسهم أو ذات قسيمة الإكتتاب في الأسهم.
 - يمكن للمؤسسة تجنب تقلبات معدلات الفائدة وهذا بإصدار سندات ذات سعر عائم، يتغير حسب تقلبات أسعار الفائدة في السوق ومن ثم تجنب الآثار التضخمية.
 - كما يمكنها تحقيق تمويل دون فقدان السيطرة على مراقبة المؤسسة وذلك بإصدار أسهم الممتازة.
 - 3- تحسين قدراتها التفاوضية: إن تنوع موارد التمويل يحقق للمؤسسة استقلالية أفضل اتجاه تعاملها الماليين، والذي ينعكس فعلياً على إمكانية الحصول على أفضل شروط التمويل.
- ثالثاً: زيادة ثروة المساهمين:** يمكن أن يحقق المساهمون في المؤسسة فائدة كبيرة من خلال انخراط المؤسسة في البورصة، وذلك من خلال زيادة القيمة السوقية للأسهم المتداولة وزيادة أرباح المؤسسة وهو ما سينعكس إيجابياً على المساهمين الذين سوف يتحصلون على أرباح إضافية نتيجة لدخول مؤسستهم في البورصة.
- رابعاً: تحسين فعالية المؤسسة:** وهذا نتيجة لعاملين:
- أ- نمو شهرة المؤسسة: بمجرد دخول المؤسسة إلى البورصة، فإن ذلك يتيح لها تحسين شهرتها و مكانتها بين المؤسسات المحلية والعالمية، و يكمن هذا التدعيم لشهرة المؤسسة على عدة مستويات:
 - الدخول في البورصة يسمح للمؤسسة بالتعريف بعلاماتها التجارية.
 - تقوي صورتها أمام زبائنها ومورديها وبنوكها، وهذا بتدعيمها لمصداقيتها الاقتصادية والمالية.
 - تعتبر مرادفاً لدرجة عالية من التطور وكفاءة المؤسسة.
 - ب- عامل لحشد الطاقات الداخلية للمؤسسة: من خلال:

¹ Aswath Damodran, OP-CIT, P 705.

² المادة 594 من الأمر 75-59 المتضمن القانون التجاري.

- تقتضي عملية الدخول في البورصة حيازة وسائل فعالة للإعلام، بحيث تمر هذه العملية بمرحلة مهمة تخص تحليل وتجديد.

- تعبئة كل موظفي ومساهمي المؤسسة، من إطارات وعاملين، كما يمكن أن تتخذ إجراءات تهدف إلى إشراك الموظفين في رأس مال المؤسسة.

خامسا: تحسين القيمة المضافة للمؤسسة: لا تكمن الصعوبة بالنسبة لمسيري المؤسسة في الدخول في البورصة بقدر ما يصعب عليهم ضمان بقاء المؤسسة في البورصة، لذلك يتوجب عليهم وضع إستراتيجية مالية أكثر استقرارا و تحقيق نمو و نتائج أفضل، لذلك تكون المؤسسات المسعرة أكثر فعالية مقارنة بغيرها الغير المسعرة، فيما يخص النمو و القدرة على خلق الأرباح، الشهرة، هيكلها التمويلي..الخ.

الفرع الثالث: إجراءات الدخول في البورصة

قبل الدخول في البورصة يجب أن تتبع المؤسسة العديد من الخطوات والمراحل والإجراءات التي يجب أن تستوفيها من أجل الانضمام إلى بورصة القيم المنقولة.

أولا: الشروط الواجب توفرها في المؤسسة: حتى تتمكن المؤسسة من الدخول في بورصة القيم المنقولة يجب أولا أن تتوفر فيها مجموعة من الشروط:

- يجب أن تكون المؤسسة تكتسي طابع شركات المساهمة وذلك لأن القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر.¹

- يجب أن يتعدى عدد المكتتبين في القيم المنقولة 100 مكتب.

- يجب على المؤسسة أن اللجوء إما إلى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء في عمليات البورصة.²

- في حالة إصدار المؤسسة لسندات يجب ألا يقل مبلغ السندات عن 100 مليون دج وتكون موزعة بين 100 حامل سند على الأقل.

ثانيا: تقديم طلب إلى لجنة تنظيم البورصة: المؤسسة التي ترغب في إصدار أوراق مالية للاكتتاب أو تسعير قيمها المنقولة يجب عليها تقديم طلب إلى لجنة تنظيم البورصة حيث يجب على المؤسسة أن تودع لدى هذه اللجنة مشروع مذكرة إعلامية وذلك قبل شهرين على الأقل من تاريخ الإصدار حيث يجب أن يحتوي مشروع المذكرة على البيانات التالية:

- تقديم مصدر القيم المنقولة وتنظيمه.

- وضعيتها المالية.

- تطور نشاطها.

- موضوع عملية الإصدار (طبيعة القيم المنقولة).

¹ المادة رقم 715 مكرر 30 من الأمر 75-59 المتضمن القانون التجاري.

² المادة رقم 02 من الأمر رقم 96-02 الصادر في 22 جوان 1996 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات العمومية التي تلجأ علانية للاذخار عند إصدارها قيما منقولة، الجريدة الرسمية، العدد 40.

حيث تؤرخ المذكرة ويوقع عليها الممثل الشرعي للمؤسسة المصدرة للقيم المنقولة.¹

أما في حالة رغبة المؤسسة في التحول من مؤسسة غير مسعرة إلى مؤسسة مسعرة في البورصة فإنه يشترط أن يحتوي طلب التسجيل في البورصة على الوثائق التالية:²

أ- **وثائق عامة:** وتتمثل في الخصوص في رسالة طلب والتي تحتوي على: تسمية المؤسسة والقانون الأساسي، تاريخ التسجيل في السجل التجاري، مكان حيازة المساهمين لأسهم المؤسسة، وثيقة رسمية تحدد المبلغ، عدد، طبيعة القيم المنقولة التي سوف تسعر في البورصة، الالتزامات الواجب التقيد بها من طرف لجنة تنظيم البورصة، وصف عام لنشاط المؤسسة وفروعها، قائمة بأعضاء مجلس الإدارة، مجلس المساهمين، مجلس المراقبة، والمسيرين الأساسيين مع الإشارة إلى الأشخاص الذين يمارسون مهام لا ينتمون للمؤسسة، قائمة بالمؤسسات المكلفة بالقيام بأعمال مالية لحساب المؤسسة.

2- **الوثائق الخاصة برأس مال المؤسسة:** بيان يخص تطور رأس مال المؤسسة منذ إنشائها كذلك جدول يبين رسملة رأس مال المؤسسة لحظة تقديمها لطلب الانضمام للبورصة، العدد الإجمالي للقيم المصدرة، المبلغ الإجمالي للإصدار، تاريخ الإصدار، المبلغ الصافي المجمع من الشركة من خلال الإصدار، النشاطات التي تم تمويلها بواسطة الأموال المجمعة وذلك المبلغ الخاص بكل نشاط تم تمويله، الإشارة لمعدل الإصدار والتحرير الحالي للقيم....

3- **وثائق اقتصادية ومالية:** وهي الوثائق التي تخص النشاط الاقتصادي والوضعية المالية للمؤسسة للثلاث سنوات الأخيرة على الأقل والتمثلة أساسا في: الميزانيات المحاسبية، جدول حسابات النتائج، بيان الوضعية التنافسية للمؤسسة والتطورات في المؤشرات الصناعية للمؤسسة منذ تأسيسها، كيفية توزيع الأرباح، جداول التمويل، التدفقات النقدية والأرباح المتوقعة المستقبلية....

4- **وثائق قانونية:** القانون الأساسي للمؤسسة، شهادة تأدية الضرائب، كل ما يتعلق بالجوانب التأسيسية ومختلف عقود الشراكة مع المؤسسات الأخرى أو الوضعية الخاصة بالاندماج.

ثالثا: تحديد سعر القيم المنقولة: تقوم المؤسسة بتحديد سعر القيم المنقولة التي سوف تقوم بطرحها في البورصة من أجل الاكتتاب حيث تقوم بتحديد العدد الإجمالي للقيم المنقولة، المبلغ الإجمالي للاكتتاب، حقوق المكتتبين (التصويت، العوائد، ...)، تحديد الحصة من الأصول المحاسبية الصافية للقيم المنقولة قبل وبعد الإصدار، تحديد جميع التكاليف المرتبطة بعملية الإصدار، شروط ممارسة حق الاكتتاب للمساهمين القدامى، تواريخ الاكتتاب.

رابعا: اختيار الوسيط المالي: بعد حصول المؤسسة على الموافقة من لجنة تنظيم البورصة سوف تقوم باختيار الوسيط المالي الذي سوف يقوم بتنظيم وتسيير عملية الاكتتاب في القيم المنقولة التي سوف تطرحها المؤسسة والذي يمكن أن يكون بنك أو مؤسسة مالية أو احد الشركات الواسطة المعتمدة من طرف لجنة تنظيم البورصة،

¹ المادة رقم 03 من الأمر رقم 96-02 المؤرخ في 22/06/1996 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات العمومية التي تلجأ علانية

للإخبار عند إصدارها قيما منقولة.

² Article numéro 02 du Instruction cosob n 98/01 du 30/04/1998 relative à l'admission de valeurs mobilières aux négociations en bourse.

وذلك نظرا لأن المؤسسة غير قادرة بمفردها على تنظيم عملية الاكتتاب، وذلك نظر لما تمتلكه هذه الهيآت من إمكانيات مادية وبشرية وإعلامية تمكنها من تسوق عملية الاكتتاب في القيم المنقولة التي تصدرها المؤسسة، كذلك هناك بعض الوسطاء لا يكتفي فقط بتقديم نصائح للمؤسسة الخاصة لتحضي و تحقيق الدخل في البورصة، بل أيضا يساهم في تحضيرها السوق و متابعة تطورها.¹

خامسا: الإصدار: بعد تحديد الوسيط المالي وتعديد سعر الاكتتاب والتكاليف المرتبطة بها وإشهار عملية الاكتتاب في مختلف وسائل الإعلام المعتمدة قانونا يقوم الوسيط المالي باختيار الطرق الملائمة من أجل تخصيص الأوراق المالية وعرضها بطريقة مبسطة أمام المكتتبين مع تحديد مختلف تواريخ بداية ونهاية الاكتتاب.

المطلب الثالث: رفع رأس مال المؤسسات الغير مسعرة

المؤسسات الغير مسعرة في البورصة لا تمتلك الكثير من الإمكانيات من أجل رفع أموالها الخاصة عكس المؤسسات المسعرة التي بإمكانها التوجه إلى السوق المالي من أجل إصدار العديد من القيم المنقولة التي تتيح لها رفع رأس مالها حسب طبيعة القيم المصدرة ومن بين أهم الوسائل التي تمكن المؤسسات الغير مسعرة يمكن أن نجد:

الفرع الأول: ثروة الملاك

إن أغلب المؤسسات الكبيرة والتي حققت نجاحات معتبرة كانت انطلاقتها على شكل مؤسسات صغيرة ممولة بواسطة الأموال الشخصية لمالك المؤسسة أو العديد من الأشخاص الذين يشتركون بأموالهم الخاصة من أجل تأسيس المؤسسة، وكذلك في مرحلة النمو وتزايد نشاط المؤسسة فإنه بالإمكان الحصول على مزيد من التمويلات بواسطة دخول شركاء جدد في المؤسسة لأنه ليس بإمكان المؤسسة التوجه نحو البنوك أو الهيآت المالية الأخرى وكذلك لم تبلغ الحجم الذي يمكنها من طرح قيم منقولة في البورصة لزيادة أموالها الخاصة.² وهذه الأموال المقدمة من طرف المالكين هي التي تكون الأموال الخاصة والتي تشكل حجر الزاوية الذي سوف يقوم عليه نجاح المؤسسة في المستقبل وهذه المؤسسات تتمثل من حيث الجانب القانوني في شركات التضامن، شركات التوصية البسيطة، شركات ذات المسؤولية المحدودة والتي يتكون رأس مالها من مجموعة من حصص نقدية أو عينية أو عمل غير قابلة للتداول على عكس الأسهم، وتتميز الأسهم وحصص في الشركات بخصائص مشتركة من أهمها:³

- الحق في الحصول على جزء من الأرباح، غير أن الأرباح في المؤسسات المسعرة (حق السهم) تكون بواسطة تحديد سياسة لتوزيع الأرباح بينما في المؤسسات الغير مسعرة فإن الأرباح توزع مباشرة ولا تستلزم سياسة توزيع للأرباح.

- التوزيعات للأرباح غير قابلة للتخفيض والإعفاء من الضرائب.

- لا تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم.

¹ Tarek Miloud, **les introductions en en bourse : la structure de propriété et la création de la valeur**, Presse de l'université de Levain, 2003, P 89.

² Aswath Damodran, OP-CIT, P 655.

³ Ibidem, P 655.

- الدائنون (المقرضون) يكتسبون الأولوية في الحصول على التدفقات النقدية وأصول المؤسسة في كل من النوعين.

- للملاك الحق في مراقبة التسيير حتى وإن كان ذلك يتم بطريقة غير مباشر في المؤسسات المسعرة.

الفرع الثاني: رفع رأس المال عينا

بإمكان المؤسسات الغير مسعرة رفع رأس مالها كذلك بواسطة الحصول على حصص عينية غير نقدية متمثلة في أصول مختلفة كالأراضي، مباني، أصول معنوية، مخزونات... إلخ حيث يترتب على ذلك زيادة في طرفي الميزانية وذلك من أجل المحافظة على مبدأ الميزانية وهو تساوي طرفي الميزانية، حيث يمكن أن تكون هذه الزيادة العينية من طرف أشخاص خارجين عن المؤسسة وذلك بدخول شركاء جدد، أو بواسطة شركاء سابقين وينتج عن ذلك زيادة حصصهم في رأس مال المؤسسة.

الفرع الثالث: مؤسسات رأس المال المخاطر

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

- رأس المال المخاطر هو: "توفير التمويل والكفاءات من أجل إنشاء المؤسسة أو من أجل تطويرها وتمييزها وذلك بهدف أساسي يتمثل في جعل هذه المؤسسة قادرة على تحقيق أرباح ومردودية كبيرة، وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار تحمل المخاطرة التي يمكن أن تمس المؤسسة على أمل تحقيق عوائد مرتفعة من خلال تمويل هذه المؤسسة".²

فرأس المال المخاطر هو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تسمى شركات رأس المال المخاطر وتتميز هذه التقنية بأن الممول لا يقدم الأموال للمؤسسة على شكل قروض وإنما يشارك المؤسسة أو المشروع وبذلك فهو يعتبر كشريك في المؤسسة حيث يقوم الشريك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا أصل المبلغ وبذلك فهو يخاطر بأمواله، وفي هذه التقنية يتحمل المخاطر كلياً أو جزئياً الخسارة في حالة فشل المشروع ولذلك ومن أجل التخفيف من احتمال الخسارة فإن المخاطر يساهم في تسيير المؤسسة بما يضمن نجاحها وتطورها.³

خلال سنوات التسعينات شركات رأس المال المخاطر لعبت دوراً كبيراً في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي حيث تقوم هذه الشركات بتقديم مساهمات مالية وخاصة للمؤسسات التطوير وكذلك تكتسب حصص مهمة في إدارة المؤسسات الغير مسعرة وكذلك تقدم النصائح المهمة لمسييري المؤسسات، وتقاديا لعدم ترشيد الأموال المقدمة فإن هذه الشركات تقدم التمويل بالحصص وعدم تقديمها

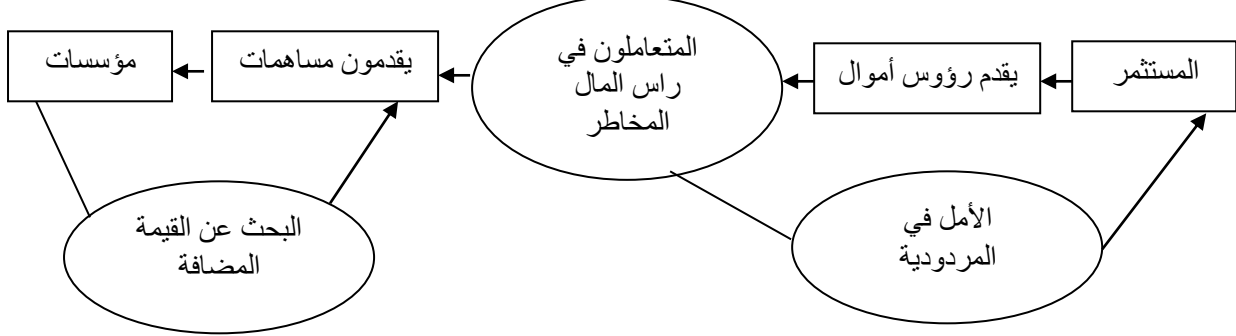
¹ Célestin Mayoukou, **Entrepreneuriat et innovation**, L'Harmattan, Paris, 2007, P 210.

² David Swensen, **Gestion de portefeuilles institutionnels**, Maxima, Paris, 2009, P 289.

³ بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الخامس،

مرة واحدة حيث يتوجه المديرون دوريا لهذه الشركات في حالة الحاجة للأموال، كذلك تقوم هذه الشركات بممارسة بمراقبة واسعة لمسيرى المؤسسات بما يضمن تحقيق الأهداف الإستراتيجية للمؤسسات.¹
ويمكن تمثيل تقنية التمويل بواسطة رأس المال المخاطر من خلال الشكل التالي:

الشكل(25): تقنية التمويل برأس المال المخاطر



المصدر: بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الخامس، 2007، ص 07.

ويمكن تحديد أنماط تمويل شركات رأس المال المخاطر للمؤسسات الغير مسعرة كما يلي:²

1- المرحلة التمهيديّة: وهو يخص تغطية مختلف النفقات الأولية التي تخص المؤسسة أو المشروع قبل

انطلاقها في النشاط مثل تمويل دراسات الجدوى ودراسات السوق...إلخ.

2- **مرحلة الانطلاق:** حيث يتركز التمويل في هذه المرحلة على تمويل تسويق وتطوير منتجات المؤسسة بما يسمح لها من اكتساب حصص سوقية مهمة وهو ما يحسن من صورة المؤسسة في السوق، كذلك تعزيز الأموال الخاصة للمؤسسة بما يسمح لها من التمكن من اللجوء إلى الاقتراض من الأطراف الأخرى.

3- **مرحلة النمو:** يوجه التمويل في هذه المرحلة إلى دعم نمو المؤسسة وتوسعها، وذلك من خلال توسيع وتطوير وسائل الإنتاج أو توسيع قنوات التوزيع أو اكتشاف أسواق جديدة أو تطوير المنتجات القائمة.

4- **مرحلة إنعاش المؤسسة:** ويخص هذا النوع من التمويل المؤسسات والمشروعات التي تعاني من ضعف أدائها وتواجهها العديد من المشاكل وهو ما يميز رأس المال المخاطر لأنه يمول المشروعات والمؤسسات ذات المخاطرة حيث يسعى رأس المال المخاطر إلى إعادة إنعاش المؤسسة وتسديد ديونها وتميل نموها من جديد حتى تصبح قادرة على تحقيق الإرباح من جديد.

المبحث الرابع: سياسة الاستدانة

تكون المصادر التمويلية الذاتية في غالب الأحيان غير كافية لتمويل نشاطات المؤسسة الاستثمارية والاستغلالية ولذلك نجد أن أغلب المؤسسات تتجه نحو المصادر الخارجية للتمويل ويأتي في مقدمتها القروض من البنوك والمؤسسات والمالية كما يتاح للمؤسسة العمومية والمؤسسات المسعرة في البورصة إصدار سندات الدين من أجل الحصول على موارد مالية مهمة من الجمهور.

¹ OCDE, **Une nouvelle économie**, Publication de l'OCDE, Paris, 2000, P 37.

² Célestin Mayoukou, OP-CIT, P 211.

المطلب الأول: سياسة الاقتراض البنكي

بصفة عامة التمويل الذاتي لا يغطي كل احتياجات المؤسسة ومن أجل ضمان التوازن المالي لها تقوم المؤسسة بالاعتماد على سياسة تمويل من خلال الاقتراض سواء من النظام البنكي أو من السوق المالي وخاصة في الدول التي تتمتع بسوق مالية نشطة وذات كفاءة عالية، حيث تتوفر أمام المؤسسة تشكيلة متنوعة من القروض البنكية وذلك حسب حاجة المؤسسة للتمويل حيث يمكن أن نقسمها إلى قروض طويلة، متوسطة، قصيرة الأجل.

الفرع الأول: القروض الطويلة الأجل

هي القروض التي تتراوح مدتها من سبع إلى عشرين سنة توجه أساسا لحيازة مختلف الأصول الطويلة الأجل التي تتجاوز مدة اهتلاكها السبع سنوات مثل المباني، الأراضي الصناعية والتجارية، التهيآت، ويقدم بصفة عامة لتمويل المشروعات الاستثمارية ذات النفع العام ويسدد القرض وفقا للعمر الإنتاجي للأصل.¹ ونظرا لطبيعة هذه القروض (المبلغ الضخم والمدة الطويلة)، تقوم بها مؤسسات متخصصة لاعتمادها في تعبئة الأموال اللازمة على مصادر ادخارية طويلة الأجل، وكذلك تتبع البنوك لتقليل درجة المخاطر من هذه القروض العديد من الإجراءات، ومن بين الخيارات المتاحة لها في هذا المجال أن تشترك عدة مؤسسات في تمويل واحد، أو تقوم بطلب ضمانات حقيقية ذات قيم عالية قبل الشروع في عمليات التمويل.² ويتميز القرض الطويل الأجل بأنه:³

- مجمع أي لا يكون مقسم عكس السندات.
- محدد الوجهة أي يكون موجها لاستعمال محدد بدقة.
- تفاوضي أي لا يمكن الحصول عليه بسهولة إلا بعد مفاوضات مع البنك.

وتلجأ المؤسسة للقروض الطويلة الأجل للعديد من الأسباب من أهمها:⁴

- عدم إمكانية التمويل بمصادر التمويل الأخرى.
- سرعة توفر هذا المصدر إذا كانت المؤسسة تتمتع بسمعة جدية.
- المحافظة على عائد جيد للسهم وذلك لثبات عدد الأسهم.
- انخفاض التكلفة.
- الميزة الضريبية.
- قد يشكل مصدرا لتسديد القروض القصيرة الأجل.

¹ Philippe Narassiguin, **Monnaie : Banques et banques centrales dans la zone euro**, De Boeck, Bruxelles, 2004, P 41.

² Jean-Didier Lecaillon et Autres, **Économie contemporaine : Analyse et diagnostics**, 2^e édition, De Boeck, Bruxelles, 2004, P 146.

³ Jacques Teulié, Patrick Topscalian, **Finance**, 2^e, Vuibert, Paris, 1997, p 263.

⁴ عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سابق، ص 89.

الفرع الثاني: القروض المتوسطة الأجل

هي القروض التي تتراوح مدتها من سنتين إلى سبع سنوات وتوجه لتمويل الأصول الجارية في المؤسسة مثل الآلات، وسائل النقل، وذلك حفاظا على قدرة المؤسسة على تحقيق المردودية من خلال ضمان استمرارية الاستثمارات في المؤسسة بحيازة استثمارات جديدة أو تجديد القائمة وكذلك تمويل الجزء الدائم من استثماراتها في رأس المال العامل وتمويل الإضافات على أصولها الثابتة، حيث تكون هذه القروض في الغالب مضمونة بأصل معين.¹

وتقدم المؤسسة طلب القرض إلى البنك الذي يقوم بدراسة حول إمكانية تسديد القرض والضمانات الممكنة وقدرة المؤسسة على تحقيق مردودية من خلال التدفقات التي سينتجها هذا الاستثمار ودراسة مختلف المؤشرات المالية للمؤسسة وذلك من خلال الوثائق التي يطلبها البنك من المؤسسة كالميزانيات وجدول حسابات النتائج المحققة والتقديرية.

تقسم أنواع القروض المتوسطة الأجل إلى قروض المدة، وقروض تمويل المعدات ويمكن تمثيل أنواع القروض المتوسطة الأجل في الشكل التالي:

الشكل(26): أشكال القروض المتوسطة الأجل

التمويل من خلال الالتزامات المالية المتوسطة الأجل	
قروض المدة	قروض تمويل المعدات
عقود البيع المشروطة	القرض المصرفي المضمون بالرهن الحيازي

المصدر: سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، 2000، ص64.

أولاً: قروض المدة: تتميز قروض المدة بأجلها المتوسطة التي تتراوح بين 03 و 07 سنوات مما يعطي المؤسسة نوع من الراحة بتوفر التمويل وانخفاض مخاطر إعادة التمويل أو تجديد القروض قصيرة الأجل ذلك لأن مخاطر الاقتراض القصير الأجل عادة تكون عالية بالنسبة للجهة المقرضة ويرجع ذلك إلى أنه إذا استحق قرض قصير الأجل وكانت المؤسسة مستمرة في حاجتها للأموال ستواجه احتمالات عدم موافقة البنك على تجديد القرض أو يكون التجديد بتكلفة أعلى وشروط غير مناسبة بسبب تغيرات سوق النقد أو المركز المالي للمؤسسة.¹

¹ Philippe Narassiguin, OP-CIT, P 41.

¹ سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، 2000، ص 64.

وتسدد قروض المدة عادة على أقساط دورية متساوية تدفع كل ربع أو نصف سنة أو سنويا وقد تكون هذه الأقساط متساوية أو غير متساوية ويكون التسديد وفقا لجدول تسديد يتم الموافقة عليه بحيث يتناسب مع التدفقات النقدية للمؤسسة والنتيجة عن الأصل الذي موله البنك وبحد أدنى من الضغط على سيولة المؤسسة.

ثانيا: قروض تمويل المعدات: تعرف قروض تمويل المعدات بأنها تلك القروض المباشرة، والتي تتراوح مدتها من سنتين إلى 07 سنوات، حيث تكون موجهة من حيازة السلع الرأسمالية، والتي تهتك خلال مدة تتراوح من 08 إلى عشر سنوات²، وتمول الجهة المقرضة ما بين 70% إلى 80% من قيمة التجهيزات مثل: السيارات، الشاحنات.

ويسمح هذا النوع من القروض بتمويل بعض الإنشاءات والبناءات ذات التكاليف المنخفضة نسبيا، ويقوم بتقديم هذا النوع منه القروض من طرف بنوك الإيداع، بنوك الأعمال، وكذلك بنوك القروض المتوسطة والطويلة الأجل.

الفرع الثالث: القرض الإيجاري

هو قرض يتمثل في كراء استثمارات (معدات، أدوات، عقارات، أراضي)، ذات الاستعمال المهني، مع الاحترام الكامل لكافة شروط العقد، ليكون عملية استثمار وأداة غير مباشرة للتمويل لتحقيق موضوع ثلاثي:

- ضمان استعمال الاستثمار بصفة المالك وبأجر محدد.

- تأمين استرجاع قيمة الاستثمار بعد مدة معينة.

- إمكانية السماح للمؤجر باقتناء الاستثمار في نهاية العقد.¹

حيث يعتبر ائتمان إيجاري كل: عملية تجارية ومالية، يتم تحقيقها من قبل البنوك والمؤسسات المالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا ومعتمدة صراحة بهذه الصفة، مع المتعاملين الاقتصاديين الجزائريين أو الأجانب أشخاصا طبيعيين كانوا أم معنويين تابعين للقانون العام أو الخاص، ويجب أن تكون قائمة على عقد إيجار يمكن أن يتضمن أو لا يتضمن حق الخيار بالشراء لصالح المؤجر، وتتعلق فقط بأصول منقولة أو غير منقولة ذات الاستعمال المهني أو بالمحلات التجارية أو بمؤسسات حرفية.

من التعاريف السابق يمكن استخلاص خصائص القرض الإيجاري:²

1- إن مدة الإيجار غير قابلة للإلغاء و أنها تغطي على الأقل 75% من العمر الافتراضي للأصل المؤجر (تكلفة الأصل زائد هامش الربح).

2- المستأجر غير مطالب بإنفاق المبلغ الكلي للاستثمار مرة واحدة وإنما يدفعه على شكل أقساط تسمى أقساط الإيجار، و تتضمن هذه الأقساط جزء من ثمن شراء الأصل مضافا إليها الفوائد التي تعود للمؤسسة المؤجرة و مصاريف الاستغلال المرتبطة بالأصل المتعاقد حوله.

² Farouk Bouyacoub, *l'entreprise et le financement bancaire*, édition casbah, Alger, 2000, p 252.

¹ Patrice Vizzavona, *Gestion Financière*, 9^{ème} édition, Berti Edition, Alger, 2004, p 378.

² عاشور كتوش، عبد الغني حريري، التمويل بالائتمان الإيجاري، الاكتاب في عقوده و تقييمه-دراسة حالة الجزائر-، الملتقى الدولي حول سياسات

التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة محمد خيذر بسكرة، نوفمبر 2006.

3- يحتفظ المؤجر بملكية الأصل والمستأجر يستفيد من حق الاستعمال فقط، وبالتالي فإن مساهمة المؤجر قانونية و مالية، أما مساهمة المستأجر فهي إدارية و اقتصادية.

4- الائتمان الإيجاري يكون في شكل أصول عينية (استثمارات مادية) لا يقوم بمنح أموال نقدية كما في القرض الكلاسيكي.

5- الائتمان الإيجاري يكون إما متوسط أو طويل الأجل، بحيث أن مدته تحدد حسب طبيعة هذه الأصول و حسب فترة امتلاكها بمعنى العمر الافتراضي لها،(مدة إيجار الأصول المنقولة ما بين 2-10 سنوات، و الأصول غير المنقولة فمدته ما بين 15-20 سنة).

لا شك أن طرق التمويل الكلاسيكية للاستثمارات تشكل عبأ على المؤسسات المستثمرة، خاصة فيما يتعلق بالعبء المالي وطريقة تحمله ولذلك ظهرت الحاجة إلى البحث عن طرق أخرى لتمويل الاستثمارات يكون من خصائصها تجنب عراقيل التمويل الكلاسيكي، ولم يعد شراء للأصل هو الأسلوب الوحيد للاستفادة منه، فقد شهدت بداية النصف الثاني من القرن العشرين بديلا هو الاستئجار، بل وأصبح الاستئجار بديلا شرعيا للاقتراض بهدف شراء الأصل، وفي الولايات المتحدة توجد صناعات خاصة لهذه الخدمة هي صناعة التأجير Leasing industry توجب كل أصل يمكن أن يخطر على البال، ومن أبرز المنشآت العاملة في هذا النشاط في الولايات المتحدة نجد شركة Xerox التي توجب أجهزة تصوير المستندات، وشركة IBM التي توجب الحاسوب وأجهزة تصوير المستندات، وهناك كذلك البنوك وشركات التأمين التي تشتري الأصل من مؤسسة ما بهدف تأجيرها للغير.¹

الفرع الرابع: القروض القصيرة الأجل

يقصد بالائتمان المصرفي تلك القروض القصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك وشركات الأموال، وذلك من أجل تغطية احتياجاتها من الأموال لتمويل دورة استغلالها، وذلك نتيجة لتكرار العمليات خلال هذه الدورة فإنها تحتاج إلى هذا النوع من التمويل الذي يتناسب مع الطبيعة المتكررة لهذه العمليات² وتقسم القروض القصيرة الأجل إلى:

أولاً: القروض العامة: حيث توجه هذه القروض لتمويل الأصول المتداولة بصفة عامة وليست مخصصة لتمويل أصل معين، وتلجأ إليها المؤسسة لمواجهة مشاكل مالية مؤقتة وتتمثل هذه القروض:

1- تسهيلات الصندوق: وتعتبر تسهيلات الصندوق قرضا مصرفيا لا يتجاوز في غالب الأحيان مدة الشهر موجه لمعالجة التذبذبات الحاصلة في خزانة المؤسسة، فهي أداة لتغطية الفوارق الناتجة بين نفقات المؤسسة و إيراداتها، وقد يكون ذلك، نتيجة خلل في الوقت الذي يفصل بين تاريخ الدفع و القبض، والملاحظ أن الحاجة إلى تسهيلات الصندوق تكثر في أواخر الشهر أين تكون مخرجات المؤسسات كبيرة.

¹ برييش السعيد، التمويل التأجيري كبديل لتمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة محمد خيذر بسكرة، نوفمبر 2006.

² Philippe Deubel et Autres, Dictionnaire de sciences économiques et sociales, Bréal, Paris, 2008, P 80.

2- **السحب على المكشوف:** غالبا ما تلجأ المؤسسة إلى طلب سحب على المكشوف للاستجابة لاحتياجات الخزينة، و يجعل هذا القرض حساب العميل مدين لعدة أسابيع أو سنة كاملة، فالسحب على المكشوف لا يغطي تذبذبات في الخزينة مثل ما هو الحال في تسهيلات الصندوق، فالقرض قد يعوض نقصا مزمنيا في رأس المال العامل للمؤسسة نتيجة عدة عوامل مرتبطة بدورة الاستغلال³

3- **القروض الموسمية:** وهي قروض تمنح من البنك لتمويل احتياجات دورة الاستغلال الموسمية، فالهدف والمدة محددان بالموسم والاستغلال، واسترجاع القرض يكون في نهاية الموسم، فلكل مؤسسة موسم خاص حسب طبيعة نشاطها، والتالي تكون مقبوضاتها النقدية خلال موسم النشاط (البيع)، وفي الفترات الأخرى تكون مدفوعاتها أكبر، من مقبوضاتها لذلك تحتاج إلى سيولة لتسديد مدفوعاتها ك شراء المواد واللوازم ودفع رواتب الموظفين والعمال غير أن البنك لا يقوم بتمويل إلا جزء من تلك التكاليف ومدة القرض لا تتجاوز في العادة 09 أشهر، ويشترط البنك إعداد مخطط تمويل متوقع عن نشاط المؤسسة ليتأكد من سلامة العملية.¹

4- **قروض الربط:** : هو عبارة عن قرض يمنح إلى الزبون لمواجهة الحاجة إلى السيولة المطلوبة لتمويل عملية مالية في الغالب، تحققها شبه مؤكد، ولكنه مؤجل فقط لأسباب خارجي²، وتسمى أيضا بقروض الانتظار كتأخر وصول التمويل اللازم من طرف المخول عملية التمويل، أو بسبب تأخر مقبوضات إيرادات الاستثمار في الأسهم والسندات، أو بسبب تأخر إيراد بيع مبان وعقارات مملوكة للمؤسسة، وأن تقديم البنك لهذه القروض مرهون بالتأكد من سلامة العملية بالاطلاع على الوثائق التي تثبت صحة وتأكيد دخول الإيرادات، وينتهي أجل القرض بانتهاء فترة الانتظار.³

ثانيا: القروض الخاصة: تهدف هذه القروض لتمويل أصل معين، أي أنها مخصصة لتمويل أصل محدد ومعين عكس القروض العامة والتي لا يتحدد تخصيصها وتمثل القروض الخاصة بصفة أساسية في:

1- **تسيقات على البضائع:** و تعتبر عملية قرض لتمويل مخزون من البضائع و السلع مقابل رهن محتوى المخزون كضمان للمقرض المتمثل في البنك الذي قام بتقديم هذا القرض، وكثيرا ما تتردد البنوك في تمويل هذا النوع من العمليات لأنها من الناحية التقنية غير مؤهلة للتأكد من قيمة ووجود المخزون، ولكون هذه القروض محل طلب واسع من المؤسسات الصناعية خاصة التي تتعامل كثيرا مع الأسواق الأجنبية، لذلك يطلب من المؤسسة إيداع المخزون لدى مخازن عمومية أو خاصة معتمدة قانونا، وتستلم مقابل ذلك وصل استلام المخزون الذي يطلق عليه ب: Warrant، الذي يتم تظهيره لصالح البنك.⁴

2- **تسيقات على الصفقات العمومية:** عادة تحتاج المؤسسات التي ترسو عليها الصفقات العمومية إلى سيولة ابتدائية للانطلاق في تنفيذ المشروع، وكثيرا ما يصل التمويل متأخرا، ونظرا للأهمية الاقتصادية والاجتماعية

³ C.Marmuse, **Gestion de Trésorerie**, Vuibert, Paris, 1988, P P 110, 111.

¹ مبارك لسوس، مرجع سابق، ص 266.

² الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص 61.

³ مبارك لسوس، نفس المرجع، ص 267.

⁴ Farouk Bouyacoub, op.cit, p 237.

لهذه المشروعات (طرق، مستشفيات، مؤسسات تربية... إلخ)، ثم أن هذه المشروعات تتطلب إنفاقا كبيرا لا تستطيع المؤسسات بإمكانياتها المالية الخاصة تمويل كامل مراحل العملية خاصة في بدايتها قبل وصول تمويل المشروع.

3- الخصم التجاري: تسمح عملية الخصم التجاري للمؤسسة بالحصول على سيولة نقدية، فالمؤسسة في هذه الحالة تقوم بعملية بيع الورقة التجارية المستحقة على زبائنها إلى البنك الذي يقدم للمؤسسة سيولة مقابل تخلي المؤسسة عن جزء من قيمة الورقة وهو ما يعرف بسعر الخصم، فالخصم يعتبر قرضا بما أن البنك يتحمل آجال الدين في انتظار تحصيل القيمة من المدين، فتحسب فوائد الخصم حسب القيمة المتبقية للقبض إضافة إلى العملات المصرفية التي يحتسبها البنك (Agio + TVA).

ثالثا: القروض بالتوقيع: المقصود بقروض التوقيع هو تعهد والتزام البنك عن طريق الإمضاء، الذي يسمح لزبونه بالحصول على قروض لدى الغير، فالبنك يقرض توقيعه للزبون ويلتزم بالدفع مكانه إذا ما تخلف هذا الأخير عن ذلك، وعليه فإن توقيع البنك يكسب مكانة خاصة وثقة كبيرة أمام المتعاملين الاقتصاديين، فيكفي استناد الأطراف المتعاملة إلى التوقيع دون اللجوء إلى تبادل نقدي¹، ويمكن أن يندرج تحت هذا النوع من القروض:

1- الكفالات المدفوعة: الكفالة ضمان يقدمه البنك للدائن في حالة ما لم يوفي المدين بالتزامه، وتكون كتابية على ورقة رسمية يبين فيها الكفيل و المكفول مع ذكر المبلغ والمدة التي تنتهي فيها الكفالة

2- الضمان الاحتياطي: يعتبر صورة من صور الاقتراض يمنحه البنك للمؤسسة عندما تتعاقد مع جهة إدارية في صفقة بيع أو توريد أشغال عامة، ويضمن البنك المؤسسة في حدود مبلغ معين في حالة عدم تنفيذ التزاماتها، فمضمون هذا القرض أن يوقع البنك كضامن احتياطي على ورقة تجارية لصالح المؤسسة ويتحصل البنك في المقابل على عمولة².

الفرع الخامس: قروض تمويل التجارة الخارجية

نظرا للتطورات الاقتصادية و اتجاه معظم الدول إلى تحرير تجارتها الخارجية للاستيراد أو التصدير - فإن التعاملات الخارجية تستدعي أموالا ومبالغا معتبرة لضمان سلامة التبادل بين مختلف الدول، و لتأمين هذا الضمان يلجأ المتعاملين إلى الخدمات البنكية التي تلعب دورا وسيطا بين البائع و المشتري.

أولا: التمويل الطويل والمتوسط الأجل للتجارة الخارجية: نجد الأنواع التالية:

1- قرض المشتري: يعرف قرض المشتري بأنه قرض مباشر يقدم من طرف البنك إلى المستورد الذي يوجد في البلد أ من طرف البنك الذي يوجد في البلد ب حيث يقوم البنك بدفع قيمة السلع والمعدات المتوفرة في بلد

¹ Rachid Moulay Kathir, Bassouh, Nadira, **Les crédits Par signature : une autre vision de financement**, colloque international, les Politiques de Financement el leur effets sur les économies et les entreprises, université, Mohamed kaidher, Biskra, novembre 2006.

² شاكر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000، ص 128.

المصدر³، حيث تتراوح مدة هذا النوع من القروض من 18 شهرا إلى 10 سنوات، و غالبا ما يشترط البنك من المشتري كفالة من بنكه (الأجنبي) تضمن عملية القرض.

2- قرض المورد: وهو القرض الذي يسمح للمصدر بتحصيل مستحقاته، في شكل قروض، مباشرة بعد إرسال البضاعة للمشتري الأجنبي، وذلك في انتظار استلام أمواله من هذا الأخير.

فهذا القرض ناشئ بالأساس عن مهلة للتسديد يمنحها المصدر لفائدة المستورد وبمعنى آخر عندما يمنح المصدر لصالحه زيونه الأجنبي مهلة للتسديد، يلجأ إلى البنك للتفاوض حول إمكانية قيام هذا الأخير بمنحه قرضا لتمويل هذه الصادرات، ولذلك يبدو قرض المورد على أنه شراء لديون من طرف البنك على المدى المتوسط.⁴

3- التمويل الجزافي: يمكن تعريف التمويل الجزافي على أنه العملية التي بموجبها يتم خصم أوراق تجارية بدون طعن، وعملية التمويل الجزافي حسب هذا التعريف هي آلية تتضمن إمكانية تعبئة الديون الناشئة عن الصادرات لفترة متوسطة وبعبارة أخرى يمكن القول أن التمويل الجزافي هو شراء ديون ناشئة عن صادرات السلع والخدمات.

4- القرض الإيجاري الدولي: ويتمثل مضمون هذه العملية في قيام المصدر ببيع سلعه إلى مؤسسات متخصصة أجنبية والتي تقوم بالتفاوض مع المستورد حول إجراءات إبرام العقد الإيجاري وتنفيذه، ويتضمن هذا العقد في الواقع نفس فلسفة القرض الإيجاري الوطني ونفس آليات الأداء مع فرق وحيد هو أن العملية تتم بين مقيمين وغير مقيمين، وبهذه الطريقة فإن المصدر سوف يستفيد من التسوية المالية الفورية وبعملته الوطنية، في حين أن المستورد يستفيد من المزايا التي يقدمها عقد القرض الإيجاري وخاصة عدم التسديد الفوري لمبلغ الصفقة الذي عادة يكون كبيرا.¹

ثانيا: التمويل القصير الأجل للتجارة الخارجية: يمكن أن نجد التقنيات التالية:

1- عقد تحويل الفاتورة (L'affacturage): عقد تحويل الفاتورة هو تمويل مصرفي قصير الأجل تتحصل عليه المؤسسة، مقابل تخليها عن مال أو جزء من حقوقها، بسعر تفاوضي يدفع مسبقا، يكون أقل من القيمة الدفترية المحاسبية²، وهي تقنية أكثر استعمالا في التجارة الخارجية عنها في التجارة الداخلية، نظرا لكون مخاطر عدم التسديد مرتفعة.

حسب القانون التجاري الجزائري المعدل والمتم لسنة 1993 في المادة 543 مكرر من المرسوم التشريعي 08-93 نجد تعريف عقد تحويل الفاتورة " عقد تحل بمقتضاه شركة متخصصة تسمى "عميل" محل زيونها المسمى "متنازل له"، عندما تُسدد فوراً لهذا الأخير المبلغ التام لفاتورة لأجل محدد ناتج عن عقد، وتتكفل بتبعية عدم التسديد وذلك مقابل أجر ".³

³ Farouk Bouyacoub, OP-CIT, p 269.

⁴ الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص 125.

¹ الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص 127.

² Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, OP-CIT, p 273.

2- الاعتماد المستندي: الاعتماد المستندي هو عبارة عن اتفاق متعدد الأطراف مع البنك ، يكون حسب طلب و إرشادات المستورد (المشتري) بحيث يتعهد بسداد مبلغ الفاتورة للمصدر (البائع) مقابل تقديم مجموعة من المستندات تصدر في وقت معين، فور استنفاد شروط و إجراءات الاعتماد المستندي، وسيلة الاعتماد المستندي هي من الوسائل المفضلة للبائع (المصدر) أكثر منه للمستورد.³

المطلب الثاني: سياسة التمويل السندي

تلجأ المؤسسات التي تنشط في محيط يتميز بكفاءة ونشاط للأسواق المالية إلى الاستدانة عن طريق إصدار للسندات في السوق المالي وذلك من أجل الحصول على أموال مهمة لتمويل نشاطها خلال فترات النمو خاصة في حالة ضعف التمويل الذاتي لها أو عدم كفايته أو عدم قدرتها على الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية.

الفرع الأول: تعريف التمويل السندي

- يعرف التمويل بالسندات بأنه: " تلك الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة أو الجهة المصدرة للسندات وذلك بواسطة تمويل قرض جماعي يكون مجزءا على شكل أوراق مالية تسمى بالسندات ".¹

- التمويل السندي هو: " قرض مرتفع تتحصل عليه المؤسسة مقسم على شكل أجزاء متساوية تسمى بالسندات الموضوعة لعموم الجمهور من أجل الاكتتاب من خلال وساطة النظام البنكي ".²

- السندات هي: " من الديون الطويلة الأجل، فهي تمثل ورقة مديونية تتضمن التزاما بالدفع خلال مدة تزيد عن السنة، تصدرها المؤسسات الخاصة أو الهيآت الحكومية، فالسند هو حصة قرض طويل الأجل مدفوع للجهة المصدرة لهذا السند ".³

تعد الاستدانة بواسطة الدعوى العامة للدخار وسيلة من وسائل التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات الكبرى والهيآت العامة، حيث تلجأ المؤسسة إلى الجمهور بواسطة السوق المالي من أجل الاكتتاب وتوظيف أموالهم لدى المؤسسة، حيث تزداد أهمية الدعوى العامة للدخار من الجمهور خاصة في حالة تدني النتائج وتدهور أداء الاقتصاد وعدم قدرة البنوك على منح قروض جديدة استجابة لإجراءات السياسة النقدية في الحد من الائتمان من أجل كبح التضخم حيث يتم تجزئة القرض إلى عدة أجزاء بحيث يمكن للأفراد شراء السندات نظرا لانخفاض ثمنها ودرجة ضمان مهمة في الحصول على الربح والحق في الأصول في حالة التصفية.

ولحامل السند الحق في الحصول على دخل ثابت، يدفع سنويا أو ربع سنوي بصرف النظر عن الأرباح التي حققتها المؤسسة، ويحصل حامل السند على الفوائد قبل دفع توزيعات للملاك مع الأولوية في الحصول على كافة حقوقه عند تصفية المؤسسة.⁴

³ زياد سليم رمضان، محفوظ أحمد جودة، إدارة البنوك، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1996، ص 150.

¹ Joseph Antoine, Jean-Paul Cornil, Lexique thématique de la comptabilité : dictionnaire spécialisé explicatif, 7^e édition, De Boeck, Bruxelles, 2002, P 364.

² Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, OP-CIT, P 364.

³ عدنان تايه النعيمي، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص 203.

⁴ عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 36.

ونظرا لأن المستثمر (مشتري السند) عادة ما يكون واحد من آلاف المستثمرين الذين أقبلوا على شراء تلك السندات حيث يمثل نسبة ضئيلة من القيمة الكلية للإصدار، فإنه لا يستطيع عمليا متابعة استيفاء المؤسسة للشروط التي تضمنها العقد لذا تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد يكون بنكا تجاريا، يعمل بمثابة وكيل ينوب عن معاملات المستثمرين.⁵

وتلجأ المؤسسة للتمويل بالسندات للأسباب التالية:

- الاستفادة من مزايا الرفع المالي (المتاجرة بالملكية).
- محدودية التكلفة.
- الميزة الضريبية.
- استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة.
- إمكانية استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق يؤدي إلى تحقيق مرونة للمؤسسة بتعديل هيكلها المالي.
- تناسب المستثمرين الذين يرغبون بعائد ثابت ولا يرغبون في المخاطرة.

الفرع الثاني: أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات حسب العديد من المعايير من خلال إعداد الجدول التالي:

الجدول(08): أنواع السندات

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

Source : Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, PO-CIT, P 86.

أولا من حيث الضمان:

أ- سندات مضمونة برهن أصول المؤسسة.

ب- سندات غير مضمونة بأصول معينة وتعتمد على المركز الائتماني للمؤسسة المصدرة

ثانيا من حيث سعر الفائدة:

أ- السندات ذات سعر فائدة ثابت: وهي السندات التي يحدد لها سعر فائدة معروف ويبقى ثابت حتى موعد الاستحقاق.

ب- السندات ذات سعر فائدة معدوم: وهي السندات التي لها سعر فائدة متغير، تبعا لحركات أسعار الفائدة في السوق، بأن يتم ربط سعر الفائدة للسند بسعر إعادة الخصم أو بفائدة أذونات الخزينة.

⁵ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 29.

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

ثالثا: من حيث الجهة المصدرة:

أ- السندات الحكومية: وهي السندات التي تصدرها جهات حكومية.

ب- السندات الخاصة: وهي السندات التي تصدرها المؤسسات الخاصة.

رابعا: من حيث القابلية للاستدعاء:

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

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

خامسا من حيث قابلية التحول:

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

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

سادسا من حيث الملكية:

أ- السند لحامله: إذ تدفع فائدة السند وقيمه عند استحقاقها لحامل السند.

ب- السند الاسمي: إذ تدفع فائدة السند وقيمه عند استحقاقها للشخص المسجل اسمه في السند.

الفرع الثالث: خصائص السند

يتميز السند بالخصائص التالية:¹

1- القيمة الاسمية: هي القيمة المسجلة على قسيمة السند حيث تعتبر القاعدة الأساسية في حساب معدل الفائدة المطبقة لتسديد فوائد السند، وتختلف القيمة الاسمية للسند من مؤسسة لأخرى ولكن في غالب الأحيان تشترط السلطات قيمة معينة لا يمكن إصدار السند بأقل من هذه القيمة.

2- قيمة الإصدار (سعر الإصدار): وهو المبلغ الفعلي الذي سوف يدفعه المكتتب في السند حيث يمكن أن تكون هذه القيمة: تساوي، أكبر، أو أقل من القيمة الاسمية للسند حيث قيمة الإصدار يتم التعبير بنسبة من القيمة الاسمية مثلا قيمة إصدار بنسبة 99% معناه أن سند بقيمة إسمية تساوي 1000 دج سيتم الاكتتاب فيه ب: 999 دج.

3- قيمة التسديد: وهو المبلغ الذي سوف يدفع لحامل السند في تاريخ استحقاق هذا السند.

4- علاوة التسديد: وتعتبر عن قيمة لتسديد السندات بمبلغ أكبر من القيمة الاسمية للسند في تاريخ استحقاق السند.

5- سعر الفائدة: وهو يمثل التكلفة التي سوف تدفعها المؤسسة لحاملي السندات مقابل تخليهم عن السيولة النقدية التي بحوزتهم وتقديمها للمؤسسة، وفي غالب الأحيان يتم تسديد الفوائد على شكل سنوي.

¹ Joseph Antoine, Jean-Paul Cornil, OP-CIT, P 365.

6- **طريقة التسديد:** تتعدد طرق تسديد السندات حيث يمكن ذكر أهمها:

- تسديد السندات بطريقة إجمالية في تاريخ الاستحقاق.
- اختيار حائز السند أو المصدر للسند لتاريخ تسديد يناسب كل طرف.
- اختيار مجموعة من السندات بواسطة القرعة وتسديدها في تواريخ ملائمة.
- من خلال إعادة شرائها في البورصة.
- تسديد قبل تاريخ الاستحقاق إذا توفر شرط ينص على ذلك في عقود إصدار السندات.

المطلب الثالث: مبررات، وسلبات سياسة التمويل بالاستدانة.

تلجأ المؤسسة إلى سياسة التمويل بالاستدانة نظرا للعديد من الظروف التي تحتم عليها اللجوء إلى هذا النوع من التمويل والذي يكتسب مجموعة من الإيجابيات والسلبيات على النشاط المالي للمؤسسة.

الفرع الأول: مبررات اللجوء إلى الاستدانة

يجب على الإستراتيجية المالية الأخذ بعين الاعتبار لعامل الاستدانة في تمويل استثمارات المؤسسة وذلك من خلال تحديد لتشكيلة الديون التي سوف يتم الاعتماد عليها في تنفيذ استراتيجية المؤسسة وتلجأ المؤسسة إلى التمويل بالاستدانة نظرا للعديد من الأسباب من أهمها:

أولا: ضعف التمويل الذاتي: قد يكون التمويل الذاتي للمؤسسة ضعيف أو غير كافي وذلك لعديد الأسباب:

- انخفاض النتائج المحققة من المؤسسة بسبب ضعف المنافسة، ارتفاع التكاليف، انخفاض الإيرادات، أزمات مالية، ظروف خارجية غير متحكم بها....إلخ.
- ارتفاع معدلات الضرائب المفروضة من طرف السلطات العمومية.
- رغبة الملاك في الحصول على توزيعات مهمة من الأرباح وعدم قدرة المؤسسة على ضم الاحتياطات والاحتفاظ بأرباح كبيرة.

وبالتالي ورغبة من المؤسسة في البقاء والاستمرار وضمان تنافسيتها التي تستوجب تمويلات مهمة وهو ما يؤدي بالمؤسسة إلى اللجوء إلى الاستدانة من أجل تحقيق أهدافها.

ثانيا: عدم الرغبة في فقدان السيطرة: إذا رغب المساهمون في الاحتفاظ بسيطرتهم على المؤسسة وبالتالي فإنهم لا يفضلون اللجوء إلى السوق المالي لطرح أسهم جديدة مما يترتب عنه دخول مساهمين جدد وهو ما يعني إشراكهم في التسيير وفي التصويت في الجمعيات العامة باعتبار ان القوانين تضمن للمساهمين الحق في التصويت في مجلس الإدارة وهو ما يترتب عليه فقدان سيطرة المساهمين القدامى لصالح المساهمين الجدد، وبالتالي فإن اللجوء إلى الاستدانة سيجنبهم ذلك.

ثالثا: تجنب تكاليف الإصدار العام: إن عملية إصدار الأسهم في السوق المالي تعتبر عملية معقدة تستوجب الالتزام بالشروط المفروضة من طرف سلطات السوق المالي وهو ما ينجر عنه طول المدة مما قد يفوت على المؤسسة العديد من الفرص المتاحة على عكس القروض البنكية التي لا تستغرق وقتا طويلا، كذلك تنطوي هذه العملية على تكاليف مرتفعة تدفعها المؤسسة بالإضافة إلى أن عملية التفاوض بين المؤسسة والمقرض تكون سهلة خاصة إذا كان المقرض طرفا وحيدا.

رابعاً: استعادة التوازن المالي: بما أن الاستدانة الطويلة الأجل تشكل مع الأموال الخاصة مجموع الأموال الدائمة حيث تلعب الأموال الدائمة دوراً مهماً في تحقيق التوازن المالي للمؤسسة من خلال رأس المال العامل الذي يشكل ذلك الفائض من الأموال الدائمة المتبقي بعد تمويل الأصول الدائمة والذي يوجه لتمويل الأصول المتداولة، إن اختلال التوازن المالي معناه عدم قدرة الأموال الدائمة على تحقيق ذلك الفائض أي انخفاض في الأموال الدائمة حيث يمكن حل هذه المشكلة بالحصول على ديون طويلة الأجل التي ستمكن من تحقيق التوازن المالي للمؤسسة.

خامساً: عدم إغشاء أسرار المؤسسة: إن لجوء المؤسسة إلى البنك للحصول على قرض سوف يجنبها نشر المعلومات الخاصة بها وذلك نظراً لأن تلك المعلومات سوف يطلع عليها فقط البنك المقرض على عكس لجوء المؤسسة إلى الادخار العام الذي يفرض عليها نشر كل المعلومات المالية والاقتصادية المتعلقة بها وهو ما يتيح للمنافسين الحصول على معلومات دقيقة حول نقاط قوة وضعف المؤسسة.

سادساً: المرونة في التمويل: حيث تتيح البنوك للمؤسسات مرونة عالية في التمويل في مواجهة احتياجاتها الغير المتوقعة وذلك بواسطة تقنية خط الاقتراض والتي تتيح المؤسسة استعمالها في حالة وجود احتياجات غير متوقعة، وبالتالي فهذه التقنية تسمح للمؤسسة بالحصول على أموال دون أن تدفع تكاليف إضافية حيث تسدد فقط تكلفة عن الأموال المستعملة كذلك تتناسب المؤسسات التي لها احتياجات في رأس المال العامل متقلبة.¹

سابعاً: التكلفة والمردودية: ففي حالة ارتفاع أسهم المؤسسة في السوق المالي فهذا يعني أنها سوف تكون ذات جاذبية للمستثمرين الذين سوف يتوقعون عوائد كبيرة من خلال شراء أسهم المؤسسة وبالتالي فإن انخفاض تكلفة الاستدانة مقارنة بالأسهم سيدفع بها إلى سياسة استدانة بدلاً من التمويل الخاص كذلك إن الفوائد التي تدفعها المؤسسة سواء على القروض أو السندات هي من التكاليف القابلة للخصم بحيث يجب إدراجها في التكاليف وهو ما يسمح بتحقيق ميزة ضريبية للمؤسسة على عكس عوائد الأسهم التي لا يمكن خصمها من التكاليف²، هذا من جهة من جهة أخرى رغبة المؤسسة في تحقيق أثر للرفع المالي من خلال الاستدانة الذي يمثل العوائد الإضافية التي يستفيد منها أصحاب الموال الخاصة من خلال اللجوء إلى الاستدانة حيث تتحقق أساساً من الميزة الضريبية التي تتمتع بها تكاليف الاستدانة.³

الفرع الثاني: سلبيات التمويل بالاستدانة

إن قرار التمويل بالاستدانة هو في الواقع تحكيم بين المردودية والمخاطرة، حيث يمكن أن يشكل التمويل بالاستدانة العديد من الآثار السلبية على المؤسسة وخاصة في حالة عدم كفاية تدفقات الاستغلال من أجل تسديد الديون والفوائد المترتبة عن هذه الديون ومن الآثار السلبية للاستدانة يمكن أن نذكر:

¹ Aswath Damodaran, OP-CIT, P 661.

² Omkar Goswami, **Les procédures de faillite en Inde : une étude comparative**, Presse de l'OCDE, Paris, 1996, P 75.

³ Josée St. Pierre, **La gestion financière des PME : théories et pratiques**, Presse de l'université de Québec, Québec, 1999, P 71

أولاً: احتمال الإفلاس: إن الخطر الأساسي الذي يهدد المؤسسة من خلال انتهاجها لسياسة التمويل بالاستدانة هي احتمال الإفلاس والذي ينجر عنه مجموعة من التكاليف التي ترهق كاهل المؤسسة والمتمثلة في تكاليف الإفلاس.

ونقول عن المؤسسة بأنها في حالة إفلاس وذلك عندما تتوقف عن تسديد التزاماتها التعاقدية اتجاه الغير وهذا لا يتمثل في المؤسسات المستدينة فقط بل حتى حالة المؤسسات الغير مستدينة يمكن أن تقع في حال إفلاس وذلك عند عدم قدرتها على تسديد أجور مستخدميها، وفي هذه الحالة فغنه سوف يتم التنازل عن أصول المؤسسة وتسديد التزاماتها من خلال نتيجة التنازل عن هذه الأصول.¹

فاحتمال الإفلاس في المؤسسة يمثل إمكانية عدم كفاية التدفقات النقدية المحققة من طرف المؤسسة مواجهة التزاماتها نتيجة لقيامها بالاستدانة من الغير التي وعدت دائئنها بتسديدها في تواريخ محددة حيث يمكن أن تعجز المؤسسة عن تسديد فوائد الديون أو أصولها أو الأصول والفائدة معا.

ليس لعملية الاقتراض دائما نفس الإيجابيات، فعند بلوغ نسبة الاقتراض حدا معيناً في هيكل رأس مال المؤسسة تصل معها المؤسسة إلى إمكانية الإفلاس، ويترتب عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، فعملية الإفلاس تتطوي على العديد من التكاليف منها تكاليف مرتبطة مباشرة مثل: المصاريف الإدارية، والتكاليف الإضافية مثل ارتفاع تكاليف القروض، فقدان الثقة بالمؤسسة ضرورة بيع بعض أصول المؤسسة من أجل تغطية رأس المال العامل، الأمر الذي يخلق اضطرابات مالية لها تكلفة تفوق الفوائد المادية التي تعود من وراء الاقتراض.²

ويمكننا تمثيل مختلف تكاليف الإفلاس التي تتحملها المؤسسة في الجدول التالي:

الجدول(09): تكاليف الإفلاس

تكاليف غير مباشرة	تكاليف مباشرة	
- تكلفة صورة المؤسسة المصدقية المالية والتجارية).	- التكاليف الإدارية. - تكاليف إعادة الهيكلة. - التكاليف المالية.	قبل الإفلاس
- تكلفة الفرصة (غياب الأرباح)	- تكاليف الوكالة. - تكاليف إعادة الهيكلة. - تكلفة التنازل الإجباري والسريع للأصول. - التكاليف الاجتماعية	بعد الإفلاس

Source : Yadriss Ziane, **La structure d'endettement des petites et moyennes entreprises françaises**, <http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/doclyon/ziane.pdf>

¹ Aswath Damodaran, OP-CIT, P 733.

² Aly Diadjiry Coulibaly, **La défaillance des PME belges : analyse des déterminants et modélisation statistique**, Thèse de doctorat, Université de Louvain, Louvain, 2004, P 71.

ثانياً: تكلفة الوكالة: يتلقى المساهمون في المؤسسة جزءاً من التدفقات النقدية المحققة من طرف المؤسسة، حيث يرغب المساهمون بتعظيم الأرباح التي يتلقونها من خلال توظيف أموالهم في المؤسسة، ونتيجة لذلك سيسعى المسكرون لزيادة الأرباح حتى وإن أدى ذلك إلى زيادة المخاطر المالية التي يمكن أن تؤثر على المؤسسة من خلال الاستدانة، حيث يسعى المقرضون إلى ضمان حقوقهم واسترجاع أموالهم المقرضة للمؤسسة، وبالتالي سوف يحاول كل طرف حماية مصالحه في المؤسسة فالاستدانة سوف تعرض المؤسسة إلى نوع من الصراع بين المساهمين والمقرضين والتي سوف يكون له الأثر السلبي ليس فقط من خلال دفع فوائد إضافية ولكن من أيضاً فقدان الحرية في اتخاذ القرارات.¹

الصراع بين المساهمين والمقرضين يظهر عندما ترغب المؤسسة بتمويل مشروع استثماري جديد حيث يفضل تمويله من خلال مقرضين جدد، بضمان أصول المؤسسة وبإعطاء المقرضون الجدد الأولوية في التسديدات على المقرضون القدامى وذلك رغبة من المؤسسة في تخفيض معدلات الفائدة التي سوف تطبق على القروض الجديدة ولكن في المقابل فإن المقرضين السابقين لا يرغبون بإعطاء الأولوية للمقرضين الجدد لأن ذلك سيترتب عليه جعل حقوقهم أكثر مخاطرة وانخفاض لقيمتها السوقية في حالة إذا كانت قيم منقولة.²

كما ينص عقد الاقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ أي إجراءات تتعلق بشراء أصول جديدة، أو إجراء توزيعات، أو رفع مرتبات المديرين، وحتى يتأكد المقرضون من أن الإدارة لم تخل بشروط التعاقد، فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، ومن ثم يتحمل المقرضون بعض التكاليف في سبيل ذلك، أو أن يقوم المقرضون من البداية برفع معدل الفائدة على القروض، ويطلق على التكاليف التي يتحملها المقرضون من أجل عملية المتابعة بتكاليف الوكالة والتي سوف تحمل إلى المؤسسة.

ثالثاً: فقدان المرونة: يقصد بالمرونة ذلك الهامش الذي تحققه المؤسسة من أجل مواجهة الظروف الغير متوقعة، حيث تحافظ المؤسسة على جزء مهم من فائض الخزينة وقدرة على اقتراض إضافية وذلك بهدف تحقيق مشاريع استثمارية والتي يمكن أن تتأثر بسياسية الاستدانة فلجوء المؤسسة على الاستدانة سوف يؤدي إلى فقدان مرونة المؤسسة في إعادة استثمار التدفقات النقدية المحققة، أو اعتماد سياسة معينة لتوزيع الأرباح، أو مواجهة ظروف غير متوقعة قد تصيب المؤسسة، وذلك من خلال أولية الديون في الحصول على جزء من الإرباح المحققة وخاصة في ظل انخفاض الأرباح المحققة من طرف المؤسسة.³

¹ Ahmed Naciri, **Traité de gouvernance corporative : théories et pratiques à travers le monde**, Presses de l'université de Laval, Laval, 2006, P 31.

² Frédéric Parrat, **Le gouvernement d'entreprise**, Maxima, Paris, 2005, P 39.

³ Aswath Damodaran, OP-CIT, P741.

خلاصة الفصل الثاني:

إن سياسة تمويل المؤسسة هي ذلك التسلسل في المراحل والقرارات المنهجية والقائمة على أسس مالية واقتصادية معينة من أجل اختيار طبيعة التمويل المناسب بهدف تغطية احتياجات المؤسسة الاستثمارية والاستغلالية والتي تتناسق وتتكامل من أجل تنفيذ الإستراتيجية المالية للمؤسسة وتحقيق أهداف هذه الإستراتيجية، حيث ونظرا للتطور الكبير في مجال مالية المؤسسة وظهور مختلف الأسواق المالية والمؤسسات المتخصصة في التمويل أصبح يتاح أما المؤسسة العديد من مصادر التمويل والتي تعتمد عليها في اختيار السياسة التمويلية التي تناسب المؤسسة تحت شروط: التكلفة، المردودية، المخاطرة والتي يتم أخذها بعين الاعتبار عن اختيار هذه السياسة التمويلية، ولذلك فإنه تتعدد السياسات التمويلية التي يمكن أن تنتهجها المؤسسة، بحيث تكتسب كل سياسة إيجابيات وسلبيات.

نظرا لأن التمويل الذاتي لا يكون كافيا في غالب الأحيان، لذلك فإن المؤسسة سوف تضطر إلى اللجوء إلى الأطراف الخارجية من أجل زيادة التمويل لتغطية احتياجات النمو الضرورية لبقاء المؤسسة، ومن أهم المصادر الخارجية نجد تلك المصادر التي ترفع من رأس مال المؤسسة و زيادة عدد المالكين والمساهمين فيها، وأهم قرار تمويل يرفع من رأس مال المؤسسة هو التمويل بواسطة السوق المالي من خلال إصدار الأسهم، سواء الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة التي تخضع في إصدارها لمجموعة من الشروط التي تفرضها سلطات السوق المالي، كما أنه بإمكان زيادة رأس مال المؤسسة من خلال الحصول على الأصل مباشرة دون المرور إلى البحث عن مصدر للتمويل ثم الحصول على الأصل وهي توفر على المؤسسة الكثير من الوقت والجهد في البحث عن مصادر للتمويل خاصة إذا كان الأصل يكتسي أهمية إستراتيجية للمؤسسة ولكن في المقابل فإنه لا بد من زيادة الخصوم لتحقيق توازن الميزانية وهو ما يعني دخول سلطة أخرى للرقابة والقرار، ويهدف تخفيف أثر الديون على المؤسسة فإنه بإمكانها تحويلها إلى أسهم مما يعني زيادة المساهمين ولكن تخفيض الدائنين، ويهدف زيادة موارد المؤسسة دون التأثير على سلطة القرار تم إنشاء العديد من الأدوات المالية التي تحقق هذا الهدف مثل: شهادات الاستثمار، سندات الاستحقاق... إلخ وتختلف حسب اختلاف الأنظمة المالية للدول.

ولنتامي دور البنوك والأسواق المالية وما أصبح تتيحه من إمكانيات مهمة للمؤسسات الاقتصادية للتمويل أصبح يشكل هذين العنصرين جزءا مهما و فعالا في سياسة تمويل المؤسسة من خلال سياسة الاستدانة والتي تقوم في الأساس على سعر الفائدة، وتنقسم سياسة الاستدانة إلى قسمين: سياسة الاقتراض البنكي وسياسة الاقتراض السندي، حيث تتوجه في الأولى نحو النظام البنكي من أجل الحصول على قروض بنكية حسب الحاجة للتمويل: طويل، متوسط، قصير الأجل، في حين عند اختيار سياسة الإقراض السندي فإنها ستتوجه نحو السوق المالي من أجل إصدار السندات بمختلف أنواعها للاكتتاب والتداول بين الجمهور.

الفصل الثالث

الهيكل المالي المؤسسة

تمهيد

يشكل مفهوم الهيكل المالي عنصرا هاما ومحوريا في النشاط المالي للمؤسسة وذلك نظرا لتأثيره على الأداء المالي للمؤسسة وخاصة من ناحية تأثير هذا الهيكل على القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتبر الهدف الأساسي للوظيفة المالية للمؤسسة (تعظيم القيمة السوقية) ونتيجة لذلك فقد اهتم الباحثون في مجال الإدارة المالية بالهيكل المالي ومحاولة تحديد وتفسير مختلف العوامل المحددة والمفسرة لاختيار نوع الهيكل المالي للمؤسسة، ولقد شكل هذا المفهوم المحور الأول لنظرية الهيكل المالي.

أما المحور الثاني الذي ركز عليه الباحثون هو إمكانية تحقيق المؤسسة هيكل مالي أمثل وتأثر هذا الهيكل على القيمة السوقية للمؤسسة، ونتيجة لذلك فقد ظهرت العديد من النظريات والمقاربات في محاولة تفسير اختيار المؤسسة لطبيعة الهيكل المالي وتأثير هذا الهيكل على القيمة السوقية حيث تستند كل نظرية على مجموعة من الفرضيات التي يتم الانطلاق منها لمحاولة إسقاطها في الواقع من أجل تحديد خيارات التمويل للمؤسسة، في حين ظهرت نظريات أخرى تنطلق من الواقع العملي ثم محاولة تفسير مختلف العوامل والعناصر التي جعلت المؤسسات تنتهج سلوك تمويلي معين، حيث إن العامل الأساسي الذي تم الاستناد إليه في نظريات الهيكل المالي تمثل في مدى إمكانية المؤسسة التوسع في الاستدانة من أجل الاستفادة من ميزة الاستدانة المتمثلة أساسا في الرفع المالي.

المبحث الأول: مدخل للهيكل المالي للمؤسسة

منذ أبحاث العالمين الأمريكيين موديفلياني وميلر سنة 1958 حول أسلوب التمويل الأمثل للمؤسسات، تزايد اهتمام الباحثين في مجال تمويل المؤسسات بقرار التمويل في المؤسسة وتحديد مختلف المحددات التي تتحكم في عملية اتخاذ قرار التمويل تأثير ذلك القرار على الهيكل والقيمة السوقية للمؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي للمؤسسة

يخص الهيكل المالي الجزء الأيسر من الميزانية والمتمثل في خصوم المؤسسة، فمن الناحية المحاسبية فإن الخصوم تمثل التزامات على المؤسسة الواجب عليها تسديدها في مواعيد استحقاقها، أما من الناحية المالية فإنها تعبر عن مصادر تمويل المؤسسة التي تم استعمالها من أجل حيازة أصول المؤسسة.

الفرع الأول: تعريف الهيكل المالي

يمكن تعريف الهيكل المالي للمؤسسة بأنه:

- يعرف الهيكل المالي بأنه: " تلك التوليفة بين الأموال الخاصة والقروض التي تستعملها المؤسسة في تمويل استثماراتها " ¹.

- الهيكل المالي يشير إلى: " رسملة المؤسسة وذلك من خلال ما يحتويه من المصادر التمويلية الطويلة الأجل (أسهم، سندات، قروض، احتياطات) " .

- الهيكل المالي: " مصادر التمويل الدائمة ممثلة بالمزيج من الأموال الخاصة والقروض الطويلة الأجل " ².

- الهيكل المالي: " ذلك المزيج بين القروض الطويلة الأجل والأموال الخاصة والذي يستعمل لتمويل الأصول الإنتاجية للمؤسسة " ³.

إن الهيكل المالي للمؤسسة يترجم الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها، حيث تتكون من عنصرين هامين في الحياة المالية للمؤسسة:

- الديون: والتي تتمثل في عقد تلتزم فيه المؤسسة بسداد مبلغ معين لهيئة معينة وذلك في مقابل حصولها على هذا المبلغ والاستفادة منه.

- الأموال الخاصة: هي تلك المساهمات التي يساهم بها ملاك المؤسسة حيث يضعونها تحت تصرف المؤسسة مقابل حصولهم على حقوق معينة.

وهنا يجب التفريق بين مصطلحين أساسيين: الهيكل المالي (هيكل رأس المال) و هيكل التمويل حيث يشير المصطلح الأول إلى المزيج بين الأموال الخاصة والديون الطويلة الأجل أما هيكل التمويل فيعبر عن جميع مصادر التمويل: الطويلة + القصيرة الأجل، حيث يكون التحليل دائما بواسطة الهيكل المالي وليس هيكل التمويل وذلك على اعتبار أن المصادر القصيرة الأجل غير مستقرة ولا تبقى في ميزانية المؤسسة طويلا على عكس المصادر الطويلة التي تتسم بنوع من الثبات.

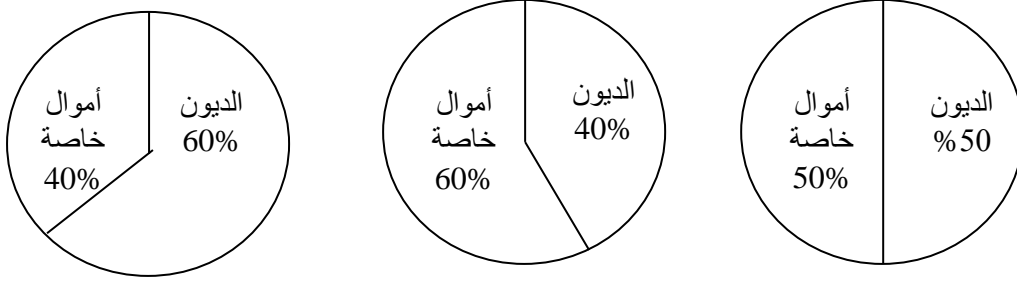
¹ Harold Bierman, **The capital structure decision**, Kluwer Academic Publisher, Massachusetts, 2003, P01.

² Karunakar Patra, **Accounting and Finance for Managers**, Srups and sons, New Delhi, 2006, P 237.

³Zane Swanson and others, **The capital structure paradigm: evolution of debt/equity choices**, Praeger Publisher, England, 2003, P 02.

إن تحديد الهيكل المالي في مؤسسة ما يعني تحديد النسبة الملائمة للديون إلى الأموال الخاصة حيث يمكن التعبير عن الهيكل المالي للمؤسسة في الشكل التالي:

الشكل (27): الهيكل المالي للمؤسسة



المصدر: من إعداد الطالب

من خلال الشكل فإن كل دائرة تمثل مجموع الديون والأموال الخاصة للمؤسسة حيث يشكل المجموع بينهما القيمة السوقية للمؤسسة، فزيادة القيمة الكلية للمؤسسة من شأنه أن يزيد من القيمة السوقية للأموال الخاصة وهو الأمر الذي يحفز الملاك محاولة معرفة ما إذا كان هناك هيكل مالي معين بإمكانه زيادة القيمة الكلية للمؤسسة وبالتالي زيادة القيمة السوقية للأموال الخاصة، ويمكن التعبير عنها كما يلي:

$$V = F + D$$

V: القيمة السوقية للمؤسسة.

F: القيمة السوقية للأموال الخاصة.

D: القيمة السوقية للديون.

الفرع الثاني: الهيكل المالي الأمثل

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

- يعرف الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة بأنه: " ذلك المزيج من الأموال الخاصة والديون الذي يخفض تكلفة الأموال ويعظم في نفس الوقت قيمة المؤسسة مما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين ".¹

- كما يعرف بأنه: " ذلك الهيكل الذي يعظم القيمة السوقية للأموال الخاصة من خلال تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة ككل وذلك من خلال اختيار لمزيج تمويلي يخفض تكلفة التمويل لأقصى درجة ممكنة ".²

¹ Jean Marie Gagnon, Nabil Khouri, **Traité de gestion financière**, 2^e édition, Gaëtan Mourin, Paris, 1981, P 343.

² Pierre Conso, Farouk Hemici, OP-CIT, P 579.

- الهيكل المالي الأمثل هو: " تلك التوليفة من الأموال الخاصة والديون والتي سوف تعظم ثروة المؤسسة، ففي هذا الهيكل تكون القيمة السوقية للسهم عظمى وتكلفة التمويل تكون في قيمتها الدنيا".¹

إن التطور الذي عرفته وسائل التمويل يعود إلى الخاصية الإستراتيجية للهيكل المالية إذ تعكس هذه الأخيرة طبيعة الإستراتيجية المالية التي تسمح بمباشرة نشاطها من خلال حيازة أصولها، حيث أنه من بين المشاكل الأكثر إلحاحاً في مجال مالية المؤسسة هي تلك التي تتعلق بالتساؤل المحوري ما هو أثر الهيكل المالية على قيمة المؤسسة حيث أن إمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل من عدمه قد أثار جدلاً حاداً بين الباحثين في مجال مالية المؤسسة حيث منهم من يقر بوجود هيكل مالي أمثل ومنهم من ينفي إمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل، لقد تعددت النظريات الخاصة بهيكل رأس المال، إلا أن التطبيق العملي لهذه النظريات يعد أمراً بالغ الصعوبة، إذ يلزم لتحديد هيكل رأس المال أن تتم الموازنة بين الوفر الضريبي من ناحية وتكلفة القروض من جهة أخرى دون أن يكون هناك نموذج أمثل يمكن الاعتماد عليه في تحديد الحجم الأمثل لنسبة القروض إلى الأموال الخاصة، حيث تدخل العديد من العوامل الأخرى من أجل تحديد نوع التمويل وبالتالي الهيكل المالي للمؤسسة حيث تذكر بعض المراجع أن هناك أكثر من 400 طريقة للتمويل بين الأموال الخاصة أو القروض أو المزج بينهما³، فالرافعة المالية ترتبط بهيكل التمويل وذلك من خلال شراء الأصول من الأموال المقترضة، وهو ما يعني محاولة المؤسسة استثمار رأس المال المقترض بما يحقق عائد أكبر من تكلفة الاقتراض.⁴

إن الهدف الأساسي للمسير المالي هو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، ومن أجل تحقيق هذا الهدف يجب على المديرين للمؤسسة اتخاذ قراراتين هامتين:⁵

- القرار الأول مرتبط بمحفظه الأصول التي يسيرونها والمتمثل في حيازة الاستثمارات وإدارتها.
- القرار الثاني مرتبط بحجم وأشكال التمويل التي يمكن استخدامها لتمويل هذه الأصول.
- ولاتخاذ هذين القرارين يجب على متخذ القرار الأخذ بعين الاعتبار العوامل التالية:
- معدل المردودية المطلوب الأدنى الواجب تحقيقه للاستثمار.
- طريقة التمويل المعتمدة من طرف المؤسسة هل ستؤثر أم لا على هذا المعدل والقيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي فإن تحقيق الهيكل المالي الأمثل يجب أن يحقق العناصر التالية:
- تكون القيمة السوقية للسهم أعلى ما يمكن، بما يحقق تعظيم قيمة المؤسسة.
- تخفيض التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال أقل ما يمكن.
- الاستخدام الأمثل لموارد التمويل، ورفع معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي.
- زيادة إمكانية الحصول على الأموال اللازمة والاستفادة من الفرص الاستثمارية.

¹ S. K. Chakraborty, *Cost Accounting And Financial Management*, New Age, London, 2004, P 1175.

³ يحيوي مفيدة، مرجع سابق، ص 88.

⁴ منير محمد شاكر وآخرون، التحليل المالي (مدخل صناعة القرارات)، دار وائل للنشر، عمان، 2004، ص 255.

⁵ Alain Capiez, *Elément de gestion financière*, 4^e édition, Masson, Paris, 1995, P 149.

المطلب الثاني: تكلفة الأموال

تعد تكلفة الأموال من أهم العوامل المؤثرة على اختيار المصدر التمويلي واختيار سياسة تمويلية معينة للمؤسسة وذلك على اعتبار أن تكلفة التمويل تعد بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة تمويله يجب رفضه إذ أن قبوله سوف يؤثر سلبيا على ثروة الملاك الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم.

الفرع الأول: تعريف تكلفة الأموال

يمكن تعريف تكلفة الأموال من خلال التعاريف التالية:

- تكلفة الأموال هي: " الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة " ¹.
- تكلفة الأموال هي: " المتوسط المرجح لتكلفة مختلف مصادر التمويل التي تقوم المؤسسة بالحصول عليها " ².
- تكلفة الأموال: " الحد الأدنى للمعدل الذي تطلبه المؤسسة للاستثمارات الجديدة أو ذلك الحد الأدنى الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الجديدة لكي ترضي جميع المستثمرين وهو كذلك معدل العائد المطلوب على الاستثمارات الذي يضمن بقاء سعر السهم العادي للمؤسسة بدون تغير " ³.
- تكلفة الأموال هي: " معدل المردودية الصافي الواجب تحقيقه من أجل القبول باستخدام مصادر التمويل في المؤسسة " ⁴.

من أجل تمويل الاستثمارات في المؤسسة فإنها سوف تقوم باختيار مجموعة من مصادر التمويل لكن حصول المؤسسة على هذه المصادر لا يكون مجانيا لأن الممولين سوف يتوقعون عوائد نتيجة قبولهم بتمويل المؤسسة، هذه العوائد التي سوف تدفع للمولين تعتبر تكلفة بالنسبة للمؤسسة وبالتالي حتى تقبل المؤسسة تلك المصادر يجب أن تعرف أولا تكلفتها حيث يلزم لقبول تلك الأموال أن تحقق المؤسسة عائدا أعلى من تكلفة الحصول عليها وذلك حتى يستفيد الملاك من الفرق المتحقق من الاستثمار المعين:

- إذا كان العائد على الاستثمار أكبر من التكلفة فإنه سوف يستفيد الملاك من التمويل.
- إذا كان العائد يساوي أو أقل من التكلفة فإنه لا يستفيد الملاك من العملية ويجب البحث عن مصادر أقل تكلفة.

من الضروري أن تقوم الإدارة المالية بدراسة تكلفة كل مصدر من المصادر المتاحة لديها للوصول إلى القرار المالي المناسب بخصوص استخدام مصدر من مصادر التمويل، فإن معرفة تكلفة الأموال تعتبر عنصرا هاما وأساسيا في عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالتمويل ثم إجراء المقارنة بين البدائل المتاحة للوصول إلى القرار المالي الأمثل.

¹ عيد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 158.

² Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, OP-CIT, P 168.

³ حمزة الشبيخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 377.

⁴ Réjean Brault, **Comptabilité de management**, 5^e édition, Presses de l'université de Laval, Laval, 2006, P 788.

بصورة عامة هناك تكلفة ظاهرة لمصادر التمويل وهي عبارة عن العائد الذي يجب أن تحققه الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة للتمكن من تسويقها وقبولها من طرف جمهور المستثمرين في الأسواق المالية وتُقاس هذه التكلفة بنفس الطريقة التي يحسب بها معدل المردود الداخلي فهي الخصم الذي يحقق المساواة بين القيمة الحالية للأموال التي تم الحصول عليها من مصدر التمويل والقيمة الحالية للدفعات التي تدفعها المؤسسة. بالإضافة إلى ذلك توجد تكلفة ضمنية لبعض مصادر التمويل كالتمويل بالديون والأسهم الممتازة وهي تعرف بالتغير في شروط الحصول على تمويل في المستقبل إذا جرى التمويل من هذا المصدر الآن فمثلا إذا مولت المؤسسة مشاريع الاستثمار لديها الآن بالاقتراض أو بإصدار أسهم ممتازة فإن المؤسسة تستهلك طاقتها على الاقتراض مستقبلا فإذا احتاجت المؤسسة إلى تمويل في المستقبل فإنها لا تستطيع الحصول عليه إلا بشروط مشددة وينعكس ذلك بمعدل فائدة أعلى وبرنامج تسديد متشدد بالنسبة للقروض وعائد مطلوب أعلى و ضمانات أعلى بالنسبة لإصدارات السندات والأسهم الممتازة والعادية.¹

وبالنظر لعدم وجود قواعد واعتبارات متفق عليها ثابتة ومحددة من الناحية الحسابية في تحديد تكلفة الأموال فإن جميع المداخل المتخصصة بدراسة تكلفة الأموال تعتمد التنبؤ في تقدير تلك التكلفة وتركز على مقدار العائد المتوقع ومحاولة أن يكون التمويل باتجاه المصدر الأقل تكلفة الذي يحقق أعلى عائد قياسا بمجال وحدود التكلفة المتوقعة.

ولحساب تكلفة الأموال فإن المسير المالي يتبع الخطوات التالية:²

- تحديد أنواع التمويلات التي سوف تستخدم لتحقيق هيكل مالي متوازن للمؤسسة أخذا بعين الاعتبار نسبة الديون إلى الأموال الخاصة.
- يتم حساب تكلفة كل مصدر من هذه المصادر ويتم إظهارها بشكل معدل وذلك لأنه سيتم مقارنته بمعدلات العائد أو الحساب للقيم الحالية التي تقوم على أساس صافي التدفق النقدي بعد الضرائب.
- استخدام أسلوب الترجيح بالأوزان لتكلفة كل مصدر من مصادر التمويل المستخدمة بحيث تكون في النهاية التكلفة المرجحة للأموال التي سوف تستثمر.

الفرع الثاني: حساب تكلفة الأموال

- تختلف تكلفة الأموال حسب مصادر التمويل لكن يمكن القول بوجه عام بأن تكلفة التمويل الخارجي أقل من تكلفة التمويل الداخلي وذلك لسببين رئيسيين:
- إن تكلفة إصدار الأسهم العادية أو الممتازة والتي تتحملها المؤسسة تكون عادة مرتفعة نظرا لترتيب أصحاب الأسهم عادة في آخر الترتيب عند عملية توزيع العوائد وتحملهم لمخاطر أكبر.
 - يحقق التمويل الخارجي للمؤسسة المقترضة مزايا ضريبية باعتبار الفوائد المدفوعة على القروض تكاليف يتم خصمها من الوعاء الضريبي، بينما لا تحقق الأسهم هذه الميزة.

¹ محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سابق، ص 631.

² James R. Hitchner, **Financial valuation: applications and models**, Wiley, New jersey, 2006, P 189.

أولاً: **تكلفة الأموال الخاصة**: تعرف تكلفة الأموال الخاصة بأنها معدل المردودية المطلوب أو المتوقع من طرف المساهمين في المؤسسة فحملة الأسهم يسعون للحصول على عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى لها نفس درجة المخاطرة وهو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة.¹ يمكن حساب معدل المردودية للأسهم والذي يمثل تكلفة الأموال الخاصة من خلال نموذجين مختلفين:

طريقة نماذج الاستحداث، طريقة نموذج توازن الأصول المالية:

أ- **طريقة نماذج الاستحداث (Modèles actuariels)**: وتقوم بحساب معدل المردودية وذلك من خلال العوائد المتوقعة للأسهم، لكن في الواقع يصعب تقدير الأرباح المتوقعة في المستقبل بدقة، بسبب كون المدة غير محددة.

إن قيمة سهم بحوزة مساهم في السوق، تساوي القيمة الحالية للأرباح الموزعة (Dividendes) المتوقعة وذلك كما تبينه العلاقة التالية:

$$C_0 = \sum_{i=1}^n D_i (1+t)^{-i} + c_n (1+t)^{-n}$$

بحيث: C_0 : القيمة الحالية للسهم في الفترة 0.

C_n : قيمة السهم في الفترة n.

t: معدل المردودية المطلوب من المساهمين.

D_i : العوائد المتوقعة.

و لتبسيط هذا النموذج افترض قوردون و شاببيرو (Gorden et Shapiro) أن الأرباح يمكن أن تتزايد كل سنة بمعدل متوسط (g):

$$\begin{array}{ccccccc}
 0 & & 1 & & 2 & & 3 & & & & n \\
 | & & | & & | & & | & & & & | \\
 C_0 & & D_1 & & D_1(1+g) & & D_1(1+g)^2 & & & & D_1(1+g)^{n-1} \\
 C_0 = D_1(1+t)^{-1} + D_1(1+g)(1+t)^{-2} + D_1(1+g)^2(1+t)^{-3} + \dots + D_1(1+g)^{n-1}(1+t)^{-n} \\
 C_0 = D_1(1+t)^{-1} \frac{(1+g)^n(1+t)^{-n} - 1}{(1+g)(1+t)^{-1} - 1} = D_1 \frac{(1+g)^n(1+t)^{-n} - 1}{g-t}
 \end{array}$$

عندما n يؤول إلى ما لا نهاية، $(1+g)^n(1+t)^{-n}$ يؤول إلى 0 حيث $g < t$ وبالتالي: $C_0 = \frac{D_1}{t-g}$

ومنه يكون معدل المردودية والذي يمثل تكلفة السهم بالعلاقة التالية:

$$t = \frac{D_1}{C_0} + g$$

¹ Jean Barreau, Jacqueline Delahye, OP-CIT, P 169.

وتسمى هذه المعادلة بمعادلة (Gorden et Shapiro)

ب- طريقة نموذج توازن الأصول المالية: (Modèle d'équilibre des actifs financiers)

يتم استعمال هذا النموذج في حالة تقييم مردودية الاستثمارات المتوقعة وذلك بالأخذ بعين الاعتبار المخاطرة، فالمردودية المتوقعة من طرف المساهمين تساوي المردودية للأصل الاقتصادي بدون مخاطرة مضافا إليها علاوة الخطر (B Beta)، والذي يساوي علاوة الخطر للسوق المالي.¹ وبما أن الأمر يتعلق بتقديرات احتمالية للمستقبل فإنه يتم استعمال الأمل الرياضي لذلك تحسب المردودية المتوقعة بالعلاقة التالية:

$$E(R_x) = R_F + B [E(R_M) - R_F]$$

حيث: $E(R_x)$: الأمل الرياضي لمردودية للسهم X.

R_F : مردودية الأصل بدون مخاطرة (الأصل بدون مخاطرة هو الأصل الذي تكون مردوبيته في المستقبل مؤكدة مثل سند الخزينة).

$E(R_M)$: الأمل الرياضي لمردودية السوق المالي.

$R_F - E(R_M)$: علاوة المخاطرة.

B: مقياس لخطر السهم.

ج- حالة إصدار أسهم جديدة واحتجاز الأرباح: قد تقوم المؤسسة بإصدار أسهم جديدة أو احتجاز للأرباح:

1- إصدار أسهم جديدة: عند إصدار أسهم جديدة فإنه يجب الأخذ بعين الاعتبار تكلفة إصدار تلك الأسهم وبالتالي فإن المؤسسة سوف تتحصل على مبلغ أقل من القيمة الاسمية للإصدار وفي المقابل فإن المساهمين يتوقعون عائدا أكبر من القيمة الاسمية للاكتتاب مما يرفع من تكاليف المؤسسة¹ وذلك حسب العلاقة التالية:

$$t = \frac{D_1}{C_0 - f} + g$$

بحيث f: مصاريف إصدار الأسهم الجديدة.

2- حالة احتجاز الأرباح: الأرباح المحتجزة هي أرباح تحققت غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم وذلك بهدف تمويل استثمارات مختلفة، وحيث أن هدف الإدارة المالية هو تحقيق مصالح الملاك فإن المؤسسة لا ينبغي أن تحتجز هذه الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع على استثماره يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرصة بديلة متاحة للمساهمين ولذلك يستلزم قياس تكلفة هذا العنصر من مصادر التمويل وتحسب تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:

$$t = \frac{D_1}{C_0} + g$$

¹ Jean Barreau, Jacqueline Delahye, OP-CIT, P 170.

¹ محمد مطر، التحليل المالي والائتماني، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2000، ص 286.

ثانياً: **تكلفة الأموال المقترضة:** إن تكلفة الدين هي عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين (المقرضين) للقبول بإقراض المؤسسة، ويقاس هذا العائد بالطريقة نفسها التي يقاس بها معدل المردود الداخلي، أي أن تكلفة الدين تساوي إلى معدل الخصم الذي يحقق المساواة بين حصيلّة الأموال التي تم الحصول عليها بالإقتراض والقيمة الحالية للفائدة المدفوعة ولدفعات تسديد المبلغ الأصلي المقترض.²

عند حساب تكلفة الاقتراض فإن المؤسسة تراعي الأضرار التي قد تلحق بحملة الأسهم من انخفاض في القيمة السوقية للسهم الواحد وهو عامل أساس للحكم على قبول أو رفض القروض أو إصدار السندات وعليه فإن التكلفة تتمثل في المعدل الواجب تحقيقه من توظيف القروض للمحافظة على إيرادات السهم العادي بدون تغيير، وتحسب تكلفة الاقتراض كما يلي:

أ- تسديد فائدة كل سنة وفي السنة الأخيرة تسديد أصل القرض: تحسب تكلفة القرض كما يلي:

$$E = F_t \frac{1 - (1 + K_d)^{-n}}{K_d} + K_t (1 + K_d)^{-n}$$

بحيث: E: المتحصلات بعد طرح مختلف المصاريف (مصاريف الإصدار).

F_t: الفائدة السنوية.

K_d: معدل الفائدة السنوية بعد التعديل الضريبي K_d = معدل الفائدة الاسمي x (1 - الضريبة).

K_t: أصل القرض.

ب- تسديد القرض على شكل دفعات: تحسب التكلفة في هذه الحالة كما يلي:

$$E = a \frac{1 - (1 + K_d)^{-n}}{K_d}$$

حيث a قيمة الدفعة السنوية الثابتة

كما يمكن حساب تكلفة الاقتراض بالطريقة التقريبية وذلك كما يلي:

$$E = \frac{F_t}{K_d} \Rightarrow K_d = \frac{F_t}{E}$$

ج- **تكلفة القرض الإيجاري:** إن تكلفة الاستئجار هي عبارة عن القيمة الحالية لدفعات الإيجار المستقبلية مخصومة بمعدل الفائدة الذي يجب أن تدفعه المؤسسة للبنك إذا اقتضت مبلغاً مماثلاً لقيمة الأصل (الآلة) ولذات الفترة الزمنية.¹

² محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سابق، ص 233.

¹ محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سابق، ص 517.

عند حساب تكلفة القرض الإيجاري يجب الأخذ بعين الاعتبار مايلي:

- المدفوعات عند نهاية كل فترة والتي تمثل دفعات الإيجار التي تدفعها المؤسسة للمؤجر وهي من المصاريف التي تخصم من الوعاء الضريبي.
- المصاريف المالية على القرض المقدم وكذلك الاهتلاكات السنوية للاستثمار المعني والقابلة للخصم الضريبي.

وبما أن تكلفة القرض الاستتجاري هي عبارة عن القيمة الحالية لدفعات تسديد القرض وتكلفة الصيانة مطروحا منها القيمة الحالية للوفر الضريبي الناتج عن طرح الفائدة على القرض والاهتلاك والصيانة كنفقات زائد القيمة الحالية المتبقية (الخردة) للتجهيزات، كلها مخصومة بمعدل الفائدة على الاقتراض ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية:¹

$$I_0 = \sum_{t=1}^n \frac{L_t(1-T) + TA_t}{(1 + K_{cb})^t} + \frac{R}{(1 + K_{cb})^n}$$

حيث: I_0 : قيمة الأصل

L_t : الدفعة السنوية

T : معدل الضرائب

TA_t : مقدار التخفيض من الضرائب للإهتلاكات.

K_{cb} : تكلفة القرض الإيجاري.

R : قيمة التجهيز كخردة في نهاية المدة في حالة شرائه.

الفرع الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة

إن التكلفة الوسطية المرجحة للأموال تتوقف على المزيج المكون لهيكل رأس المال وتكلفة كل عنصر فيه ونظرا لأن نسبة العناصر المكونة للهيكل ليست متساوية، وكذلك تكلفتها، يصبح من الضروري استخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان فعند حساب التكلفة الوسطية المرجحة فإنه يؤخذ بعين الاعتبار هيكل رأس المال فقط أمّا مصادر التمويل قصيرة الأجل، واستنادا إلى نظرية التمويل، فهي لا تؤخذ في الحسبان أثناء تقدير تكلفة الأموال على اعتبار أنها مصادر مؤقتة ولا تبقى على حال.²

وتحسب التكلفة الوسطية المرجحة باستعمال العلاقة التالية:

$$K_c = t \frac{K}{K + D} + i \frac{D}{K + D}$$

¹ Alain Capiez, OP-CIT, p 230.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار المالي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 85.

حيث: K_c : التكلفة الوسطية المرجحة للأموال.

t : تكلفة الأموال الخاصة.

K : قيمة الأموال الخاصة.

D : قيمة الديون.

i : تكلفة الديون (بعد التعديل الضريبي).

و هناك ثلاث مداخل من أجل حساب التكلفة الوسطية المرجحة للأموال:¹

1- حساب تكلفة الأموال على أساس الأوزان الفعلية أو التاريخية: في هذا المدخل تحسب تكلفة الأموال المرجحة إما على أساس القيمة الدفترية أو التاريخية التي يتكون منها الهيكل المالي أو على أساس القيمة السوقية.

2- مدخل الأوزان المستهدفة: ويقتضي هذا المدخل قيام المؤسسة على هيكل رأس مال مستهدف تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وعدم الانحراف عنه قدر الإمكان، ويوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليه في التمويل والوزن النسبي لكل مصدر وعلى هذا الأساس يتم تقدير تكلفة الأموال بالنسبة للمؤسسة ككل.

3- المدخل الحدي: في ظل المدخل الحدي فإن تكلفة الأموال يتم حسابها على أساس أوزان العناصر التي ستستخدم في تمويل الاقتراحات الاستثمارية المعروضة ومعنى هذا أن تكلفة الأموال في هذا المدخل سوف تختلف من اقتراح لآخر إذا اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله أو اختلفت أوزان تلك المصادر وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.

المطلب الثالث: أثر الرفع المالي

يستخدم مفهوم أثر الرفع المالي عند تحديد درجة تأثير استخدام الديون في الهيكل المالي للمؤسسة وكيف يمكن أن يؤثر هذا الاستخدام على الأرباح الصافية التي يمكن أن يتحصل عليها أصحاب الأموال الخاصة والذي يمكن تحديده من خلال عائد السهم المتحصل عليه.

الفرع الأول: مفهوم أثر الرفع المالي

الرفع المالي هو نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة في المؤسسة وبذلك فهو يختلف عن

مفهوم أثر الرفع المالي الذي يمكن تعريفه كما يلي:

- أثر الرفع المالي هو: نسبة التغير التي تحدث في عائد السهم العادي Eps بسبب تغير بنسبة معينة تحدث في صافي الربح قبل دفع الفوائد والضرائب $EBIT$.²

- أثر الرفع المالي يتصل باستخدام الديون في تمويل استثمارات المؤسسة حيث يبين العلاقة بين $EBIT$ و EPS .³

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 85، 86.

² محمد مطر، مرجع سابق، ص 235.

³ Angelico A. Groppelli, Ehsan Nikbakht, **Finance**, Barron's, New York, 2000, P 225.

- أثر الرفع المالي: "زيادة المردودية المالية للمساهمين والتي تنتج من الزيادة في استعمال الديون في الهيكل المالي للمؤسسة وذلك بمعدل أكبر من معدل المردودية الاقتصادية".⁴

- حيث: EPS وهو عائد السهم (Earnings per share) أو يمكن أن يصطلح عليها ب:ROE: Return on equity)

EBIT- (Earnings before interest and taxes) هي العائد قبل دفع الفوائد والضرائب وهي من تنطلق من الأدبيات المالي للدول ANGLO-SAXONE وخاصة بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية حيث يتم حساب النتيجة من خلال الطريقة التالية:

الجدول(10): حساب صافي الربح

المبالغ	البيان
	1- المبيعات
	2- التكاليف (ثابتة + متغيرة)
	3- العائد قبل دفع الفوائد والضرائب EBIT (2-1=3)
	4- فوائد القروض.
	5- الربح قبل الضريبة EBT (Earnings before taxes) (4-3=5)
	6- مبلغ الضريبة
	7- صافي الربح بعد الضريبة

المصدر: محمد مطر، مرجع سابق، ص 237.

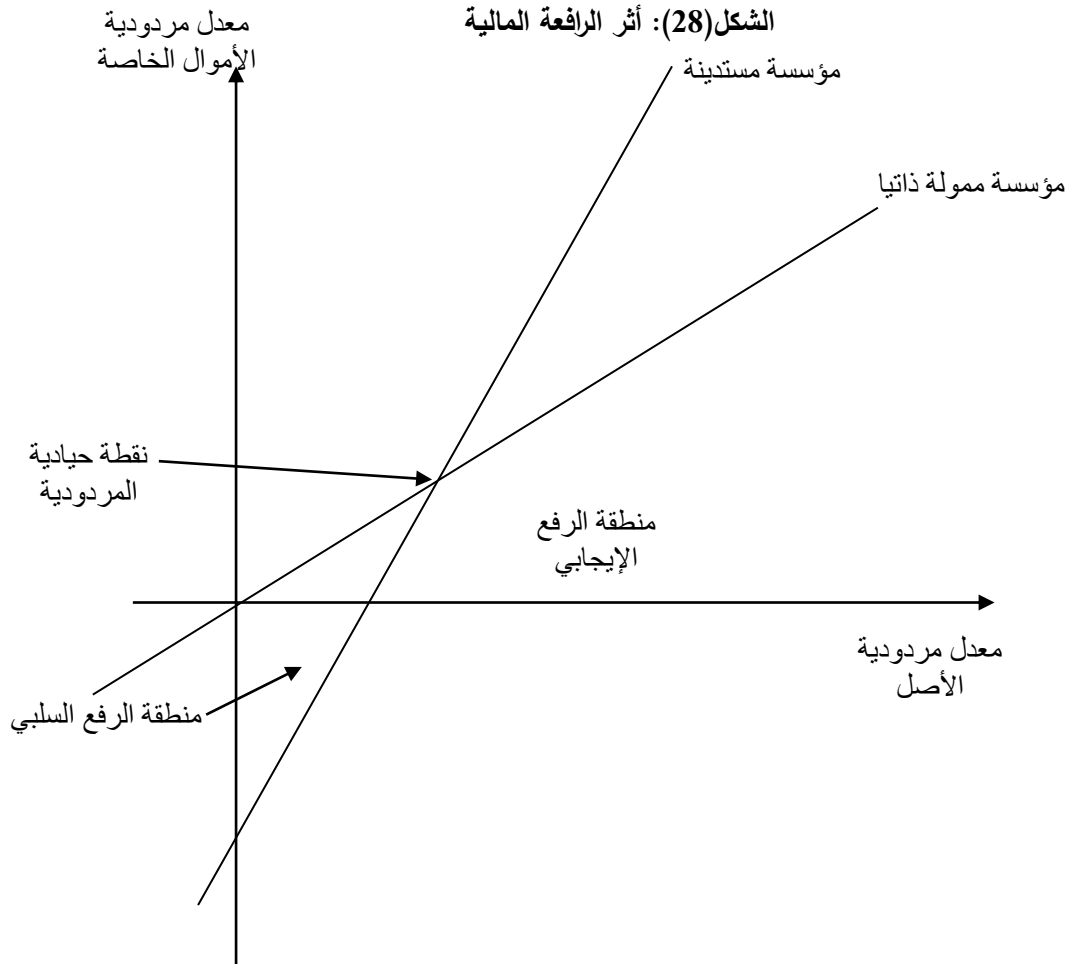
إن المديونية يمكن أن ترفع من مردودية الأموال الخاصة للمؤسسة دون أن تغير من المردودية الاقتصادية لكن الفرضية الأساسية لهذا الميكانيزم تحقق جدلية أن المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة وفي خلاف ذلك عندما تستخدم المؤسسة ديون بمعدل فائدة أعلى من المردودية التي يمكن الحصول عليها من هذه الديون سينتج عجز يحمل إلى الأموال الخاصة لأن النتيجة تتخفف وتصبح مردودية الأموال الخاصة أقل من المردودية الاقتصادية، فأثر الرفع المالي يقيس كذلك درجة مخاطرة المؤسسة التي تنشأ نتيجة للجوء المؤسسة إلى الديون لتمويل استثماراتها حيث يمكن تحديد أثر الرفع المالي بأنه إيجابي أو سلبي وذلك من خلال قياس مدى تأثيره على عائد السهم الذي سوف يتحصل عليه أصحاب الأسهم حيث يكون هذا التأثير نتيجة لتغير في النتيجة قبل دفع الفوائد والضرائب فالأرباح سوف ترتفع مادام ارتفاع الإيرادات من المبيعات هو أكبر من ارتفاع عبء الفوائد على القروض مع باقي التكاليف وتسمى هذه العملية بالمتاجرة بأموال الغير.

يعني أثر الرفع المالي استعمال المؤسسة للديون في الهيكل المالي بهدف زيادة العائد على حقوق المساهمين ذلك لأن الديون تعتبر مصدر تمويلي أقل تكلفة نسبياً وذلك إذا أخذنا بعين الاعتبار الوفر الضريبي الناجم عن طرح الفوائد على الديون كتكاليف الاستغلال ما يؤدي على تخفيض الربح الخاضع للضريبة والسبب

⁴ Gérard Melyon, OP-CIT, P 178.

الرئيسي الذي يجعل أدوات الدين أقل تكلفة وذلك لأنها أقل خطرا من أدوات الملكية في السوق المالي كون الأولى تدفع دخلا ثابتا ولها الأولوية على أرباح المؤسسة وعلى قيمة أصول المؤسسة في حالة التصفية وبما أن العائد المطلوب على الاستثمار هو علاقة طردية مع خطر الاستثمار فإن العائد المطلوب على الاستثمار في الدين يكون أقل من العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم العادية، فإذا مولت المؤسسة استثماراتها بالدين وحققت عائدا أعلى من تكلفة الدين فإن الفرق سيعود للمساهمين وكلما كان الفرق أكبر وكان تمويل المساهمين أقل كان العائد على حقوق المساهمين أكبر أي أن التمويل بالدين يعظم مردودية المساهمين.¹

ويمكن تمثيل أثر الرفع المالي من خلال الشكل التالي:



Source : Marie-Laure Guillerminet, la décision de l'investissement et son financement dans un environnement institutionnelle en mutation, Thèse de doctorat en science économique, Université de Montpellier I, 2002, P 163.

إذا مبدأ الرافعة هو أنه عندما تقوم المؤسسة بالاستدانة واستثمار الأموال المقترضة في نشاطها فإنها تتحصل من خلال ذلك على نتيجة اقتصادية تكون أعلى من تكاليف الاستدانة حيث تحقق المؤسسة فائض تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الأموال المقترضة هذا الفائض سيعود إلى المساهمين ويرفع من مردودية الأموال الخاصة ويتأتى ذلك من أثر الرافعة المالية.

¹ Scott Besley, Eugene F. Brigham, *Essentials of Managerial Finance*, Thomson, USA, 2008, P 694.

الفرع الثاني: حساب أثر الرفع المالي

درجة الرفع المالي هي نسبة التغير في عائد السهم Eps نتيجة للتغير في العائد قبل دفع الفوائد والضرائب EBIT نتيجة لاستخدام القروض في الهيكل المالي للمؤسسة ويمكننا حساب درجة الرفع المالي بواسطة طريقتين كما يلي:

أولاً: الطريقة الأولى: حيث نقوم بحساب درجة التغير في عائد السهم نتيجة للتغير في العائد قبل العائد والضرائب كما يلي:¹

$$DFL = \frac{\frac{\Delta Eps}{Eps}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}} = \frac{\left[\frac{\Delta Eps}{Eps} \right]}{\left[\frac{\Delta EBIT}{EBIT} \right]} = \frac{\left[\frac{Eps^* - Eps}{Eps} \right]}{\left[\frac{EBIT^* - EBIT}{EBIT} \right]}$$

حيث: DFL (Degree of Financial Leverage): درجة الرفع المالي.

ويمكن تحديد درجة الرفع المالي DFL مباشرة بالمعدلة التالية:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBT}$$

وبناء على المعادلات السابقة فإنه أن أي تغير بالزيادة أو النقصان في EBIT فإنه سيترتب عليه

تغير موازي وفي نفس الاتجاه ل Eps فإذا تغيرت EBIT بنسبة 20% سواء بالزيادة أو النقصان فإن Eps سيتغير كذلك بنسبة 20% في نفس الاتجاه بالزيادة أو النقصان.

كما يستخدم مؤشر آخر لتحليل أثر الرفع المالي على العائد وهو ما يسمى بمضاعف الرفع المالي

Financial Leverage Multiplier والذي يحدد من خلال المعادلة التالية:

$$FLM = \frac{\text{مع الرفع المالي (Eps)}}{\text{بدون الرفع المالي (Eps)}}$$

ثانياً: الطريقة الثانية: تقوم هذه الطريقة على مبدأ المردودية كما يلي:²

$$R_e = \frac{EBIT}{C_p + D} (1-t)$$

حيث: R_e (Rentabilité économique): المردودية الاقتصادية، وهي تمثل ما تدره الأموال المستثمرة من نتيجة الاستغلال.

C_p : (Capitaux propres): الأموال الخاصة.

D : (Dettes): الديون.

t : معدل الضريبة.

ولدينا:

$$R_f = \frac{R_n}{C_p}$$

¹ محمد مطر، مرجع سابق، ص 235، 236.

² Jacques Teulié, Patrick Topscalian, OP-CIT, P 348.

حيث: R_f (Rentabilité financière): المردودية المالية وهي ما تحققه أموال الملاك من نتيجة صافية.
 R_n : النتيجة الصافية.

$$R_n = (EBIT - F)(1 - t) \quad \text{ولدينا}$$

حيث: F (frais financiers): المصاريف المالية على الديون (مبلغ الفائدة).
 ويمكننا إعادة صياغة التحليل السابق كما يلي:

$$R_f = [R_e(C_p + D) - iD](1 - t) =$$

$$R_f = [R_e + (R_e - i)D/C_p](1 - t)$$

حيث: R_f المردودية المالية.

R_e المردودية الاقتصادية.

i : التكاليف المالية للديون.

D : مبلغ الديون.

C_p : الأموال الخاصة.

t : معدل الضريبة.

ويمكننا صياغة العلاقة الرياضية السابقة كما يلي:

$$\text{المردودية الاقتصادية} = [\text{المردودية الاقتصادية} - \text{تكلفة الديون}] \times \text{الديون/أموال خاصة} + (1 - \text{معدل الضريبة})$$

إن العلاقة الديون/الأموال الخاصة تسمى الرافعة المالية، والعلاقة (المردودية الاقتصادية)*الديون/أموال خاصة

تسمى بأثر الرافعة وحسب هذه العلاقة يمكن تصور 03 حالات:¹

- معدل المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الدين أثر الرافعة يلعب دورا إيجابيا.

- معدل المردودية مساوي لتكلفة الاقتراض أثر الرافعة حيادي ولا يؤثر على المردودية المالية وبالتالي عدم تأثير أرباح المساهمين.

- المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاقتراض سوف يؤدي ذلك إلى التهام الأرباح من طرف الديون وهو ما يسمى بتبخر الإرباح مما يخفض من المردودية المالية وانخفاض قيمة المؤسسة.

¹ Charles H. Gibson, **Financial reporting and analysis**, South-Western, USA, 2009, P 335.

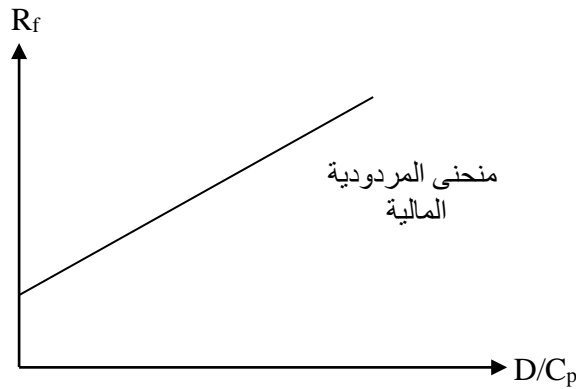
وبالتالي فإنه يكون أثر الرافعة إيجابي في حالة تحقيق مردودية اقتصادية قوية مقارنة مع تكاليف الاستدانة ويكون أثر الرافعة سلبي في الحالة التي تصبح فيها المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الديون أو من خلال عدم تقدير تكلفة الديون بشكل جيد وخاصة عند ارتفاع التكلفة فجأة بسبب زياد معدلات الفائدة.

الفرع الثالث: آليات أثر الرافعة

يوضح أثر الرافعة المالية تطور المردودية المالية للمؤسسة تبعا للمردودية الاقتصادية وكذا مستوى الاستدانة، مع الأخذ بعين الاعتبار لتكلفة هذا الأخير وبالتالي ففي حال كون نسبة المردودية الاقتصادية موجبة فإنه يمكن التمييز بين ثلاث حالات كما يلي:

أولاً: أثر الرافعة إيجابي $(R_e - i) > 0$: عندما تكون المردودية الاقتصادية R_e أكبر من معدل الفائدة i فإن نسبة المردودية المالية R_f تزداد كلما زادت نسبة الاستدانة D/C_p وبالتالي يكون أثر الرافعة إيجابيا كما يوضحه الشكل التالي:

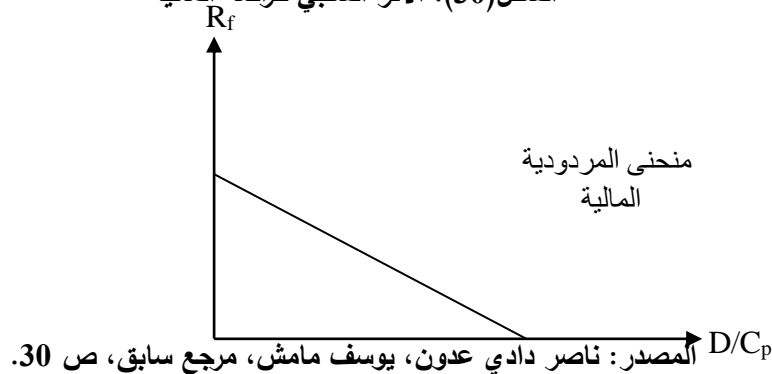
الشكل(29): الأثر الإيجابي للرافعة المالية



المصدر: ناصر دادي عدون، يوسف مامش، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008، ص 30.

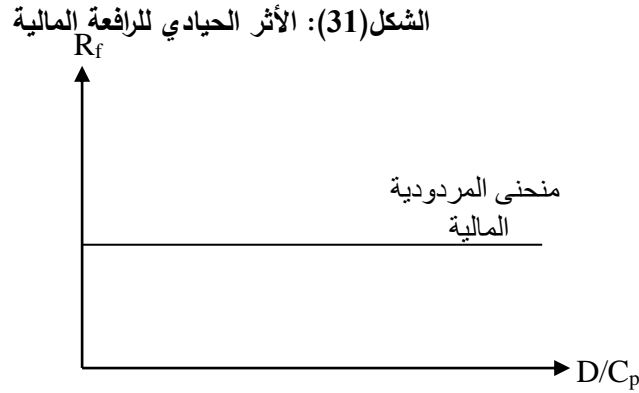
ثانياً: الأثر السلبي للرافعة المالية $(R_e - i) < 0$: عندما تكون نسبة المردودية الاقتصادية R_e أقل من معدل الفائدة i فإن نسبة المردودية المالية R_f تنخفض كلما زادت النسبة D/C_p وبالتالي يكون أثر الرافعة سلبيا كما يبينه الشكل التالي:

الشكل(30): الأثر السلبي للرافعة المالية



المصدر: ناصر دادي عدون، يوسف مامش، مرجع سابق، ص 30.

ثالثاً: الأثر الحيادي للرافعة $(R_e - i) = 0$: عندما تكون نسبة المردودية الاقتصادية R_e مساوية لمعدل الفائدة i فإن حجم الديون في هيكل رأس المال لا يكون له أي تأثير على المردودية المالية للمؤسسة وبالتالي فإن أثر الرافعة المالية يختفي وفي هذه الحالة فإن المردودية المالية تساوي المردودية الاقتصادية بعد الضريبة وهذا مهما كان مستوى الاستدانة كما يبينه الشكل التالي:



المصدر: ناصر دادي عدون، يوسف مامش، مرجع سابق، ص 30.

من خلال ما سبق فإن أثر الرافعة هام ويقاس درجة المخاطرة وحدود استخدام الديون وأثرها على مردودية الأموال الخاصة كما يتبين أيضاً أنه يركز على ثلاثة عناصر أساسية هي: تكلفة الاستدانة، الهيكل المالي، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية.

المطلب الرابع: القيمة السوقية للمؤسسة

تتأثر القيمة السوقية للمؤسسة، حسب طبيعة سياسة التمويل المعتمدة فالهدف الأساسي للوظيفة المالية هو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي فإن المسير المالي للمؤسسة سوف يلبأ إلى اختيار السياسة التمويلية التي من شأنها أن تعظم القيمة السوقية للمؤسسة، والتي سوف تنعس إيجابياً على المساهمين وارتفاع قيمة أسهم المؤسسة في السوق وهو ما يجعلها ذات موقف قوة مع المتعاملين معها.

الفرع الأول: تعريف القيمة السوقية للمؤسسة

تعرف القيمة السوقية للمؤسسة بأنها:

- قيمة المؤسسة هي: "القيمة الاقتصادية لمجموع الأصول التي تحوزها المؤسسة من أجل تحقيق هدف الاستثمارية في النشاط ورسملة توزيعات الأرباح حيث تقوم على فكرة بأن الأرباح الموزعة تمثل المصدر الأساسي لمداخيل مقدمي الأموال للمؤسسة".¹

- القيمة السوقية للمؤسسة هي: "قيمة مجموع رؤوس الأموال المستثمرة في المؤسسة، وهي تمثل إشارة على الأداء الوظيفي الذي ينتظره المستثمرون في المؤسسة".²

¹ Sébastien Dossogne, **Valorisation et cession d'entreprise**, Edi Pro, Liège, 2006, P 227.

² J. Edward Graham, **Financial sector of the american economy**, Garland Publishing, New York, 2001, P 18.

إن قيمة المؤسسة هي ما تساويه في لحظة زمنية معينة، حيث تتطور هذه القيمة بصفة مستمرة، وخاصة عندما تكون المؤسسة مسعرة في البورصة ونتيجة لذلك فإن قيمتها هي قيمة أصولها الاقتصادية التي تتكون أساسا من أموالها الخاصة بقيمتها السوقية أي رسملتها في البورصة والقيمة السوقية للديون المؤسسة حيث تتغير هذه القيمة سواء بالزيادة أو النقصان، أما في حالة كون المؤسسة غير مسعرة في البورصة فإنه يتم تحديد قيمة المؤسسة من خلال تقييم أصول المؤسسة التي تعبر عن قيمة المؤسسة.

فقيمة المؤسسة يمكن النظر إليها من جانبيين مختلفين:¹

- جانب الأصول: وهي تمثل القيمة السوقية للوسائل الصناعية والتجارية التي تحوزها المؤسسة من أجل تحقيق أهدافها.

- جانب الخصوم: وهي تمثل القيمة السوقية للأموال الخاصة (المرسلة في البورصة إذا كانت المؤسسة مسعرة في البورصة) والقيمة السوقية لمجموع ديون المؤسسة الصافية.

و يمكننا النظر كذلك إلى قيمة المؤسسة من خلال ما يلي:²

- القيمة المحاسبية (قيمة الميزانية): قيمة الأصول الصافية للمؤسسة التي تنتج من المخطط القانوني للحسابات السنوية.

- القيمة الجوهرية: هي قيمة المؤسسة الناتجة عن إعادة تقييم مختلف مراكز لحسابات الميزانية السنوية.

- القيمة الإستراتيجية: وهي قيمة المؤسسة لمستثمر معين مع الأخذ بعين الاعتبار إعادة الهيكلة التي يرغب المستثمر في الشروع فيها.

- القيمة السوقية: هي قيمة المؤسسة التي تم تحديدها بواسطة السوق المالي وذلك بتوجه مالي بحث.

- القيمة الشاملة: وهي القيمة الناتجة عن عملية تجميع لمختلف أنواع قيم المؤسسة السابقة.

القيمة الشاملة = القيمة الجوهرية + القيمة الإستراتيجية + القيمة السوقية.

الفرع الثاني: أهم العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للمؤسسة

القيمة الحالية للمؤسسة هي عبارة عن القيمة الحالية للأرباح النقدية المتوقع الحصول عليها من قبل

حملة الأسهم، وتمثل هذه القيمة السعر السوقي للسهم مضروبا في عدد الأسهم، وتتأثر القيمة الحالية للمؤسسة بالعديد من العناصر أهمها:

- العائد المتوقع للسهم، إذ يؤدي ارتفاع العائد للسهم إلى زيادة تلقائية في قيمته وقيمة المؤسسة.

- الأرباح الموزعة، إذ أن زيادة نسبة التوزيع تزيد من القيمة الحالية للمؤسسة، والعكس صحيح.

- التوقيت الذي يحصل فيه المستثمر على عائدات استثماره.

- سعر الخصم في السوق، إذ كلما زاد سعر الخصم قلت القيمة الحالية للربح المتوقع الحصول عليه مستقبلا، والعكس صحيح.

¹ Tim Koller and other, **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**, Wiley, New Jersey, 2010, P 13.

² Patrick della Faille, **Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises**, Larquier, Bruxelles, 2001, P 13.

- المخاطر المتوقعة للمؤسسة، ويتم التعبير عن المخاطر العالية باختيار نسبة خصم عالية عند إيجاد القيمة الحالية للمؤسسة، والعكس صحيح.

- توقعات المستثمرين بشأن مستقبل المؤسسة ونشاطها لما لذلك من أثر مباشر على الدخل والأرباح الموزعة.
- مدى استعمال المؤسسة للدين حيث تؤدي زيادة الدين إلى زيادة الأرباح، لكنها في نفس الوقت تزيد المخاطر.
إن تعظيم القيمة الحالية للمؤسسة هي محصلة القرارات المالية في مجالي الاستثمار والتمويل وتوزيع العائد ويأتي تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة من خلال تأثيرها على حجم العائد الذي يتوقع أن تحققه، ومن خلال تأثيرها على حجم المخاطر التي قد تتعرض لها المؤسسة أيضاً، ويوضح الجدول التالي هذه العلاقة:
الجدول(11): العوامل المحددة لقيمة المؤسسة

العوامل المحددة للقيمة الحالية للمؤسسة	
القرارات المالية:	العائد المتوقع
1-قرارات الاستثمار	قيمة الأسهم
2-قرارات التمويل	درجة المخاطرة

المصدر: من إعداد الطالب

الفرع الثالث: قياس القيمة السوقية بواسطة مقاربة الرسملة والتحيين (Méthodes de capitalisation et de actualisation)

ترتكز هذه الطرق على محور أساسي يتمثل في الاستجابة لاهتمامات المساهمين وأهدافهم، وذلك من خلال تحقيق الهدف الأساسي لاستثماراتهم والمتمثل في الربح والمردودية، فنقيّم مردودية الأموال الخاصة لا يعد أمراً سهلاً، حيث تكمن الصعوبة أساساً في عدم إمكانية التوقع الدقيق بالتدفقات المستقبلية وذلك لتمييز الأرباح بعدم الضمان والتأكد.

أولاً: نموذج القيمة الحالية لتدفقات لأرباح الأسهم: يسعى هذا النموذج لاعتبار بأن المردود المتوقع لورقة مالية في المؤسسة يأتي من مصدرين للعوائد الممكن توقعهما عوائد الأسهم والأرباح/أو الخسائر لرأس المال¹، وينقسم هذا النموذج إلى نوعين:

1- عوائد الأسهم الثابتة: وحسب هذه الفرضية مبلغ عوائد السهم المتوقع يبقى ثابتاً وبالتالي فإن قيمة السهم تكون ما كما يلي:²

$$K = \frac{Div}{P_0}$$

حيث: K: مردودية السهم (قيمة السهم).

Div: العائد المتوقع للسهم.

P₀: سعر السهم.

¹ Pablo Fernández, **Valuation methods and shareholder value creation**, Gettyimage, California, 2002, P 148.

² Albert Corhay, Mapapa Mbangala, OP-CIT, P141.

2- عوائد الأسهم المتزايدة: حسب هذه الطريقة فإن قيمة السهم يتم تحديدها كما يلي:

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

حيث: g: معدل النمو في العوائد.

كما تعرف هذه العلاقة بعلاقة Gordon et Chapiro، حيث تبين بأن معدل الرسملة يساوي لمجموع معدل المردودية للسهم وعدل النمو المتوقع للعوائد، حيث أن معدل النمو g المقترح يفترض بأن المؤسسة ممولة كلية بالتمويل الذاتي، وبالتالي فهو معادلة لمعدل احتجاز الأرباح ومعدل المردودية حيث أن معدل احتجاز الأرباح يتمثل في معدل إعادة الاستثمار أي المكمل للجزء الموزع من الأرباح.

ثانياً: طريقة نسبة السعر إلى الربح (PER, Price Earning Ratio): حسب هذه الطريقة قيمة الأموال الخاصة لمؤسسة يتم تحديدها عن طريق البورصة (capitalisation boursière)، تنتج من قدرة المؤسسة الربحية والتي تسمى بمعامل الرسملة للأرباح، حيث يفسر هذا المعامل عدد مرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته وتستخدم هذه الطريقة من أجل من أجل المقارنة بين ورقتين ماليتين في سوق الأسهم¹ ويتم حسابها كما يلي:

$$Per = \frac{P_0}{Div}$$

وبالتالي فإن قيمة المؤسسة تكون كما يلي:

$$V = \frac{Per}{B}$$

حيث: B: الربح الإجمالي للمؤسسة.

ثالثاً: طريقة Q de Tobin (Price to Book Ratio): ففي سوق مالي كفاء عندما تكون مردودية الأموال الخاصة متطابقة مع تلك المطلوبة من المساهمين فإن القيمة السوقية تساوي إلى قيمة الذمة أو قيمة الأموال الخاصة، أما في كون السوق المالي لا يتميز بالكفاءة فإنه فإن القيمتين سوف تكون مختلفتين وبالتالي فإن Q يسمح بقياس الفارق من خلال العلاقة التالية:²

$$Q = \frac{VM}{VP} = \frac{CB}{CPC}$$

حيث VM: القيمة السوقية.

VP: قيمة الذمة المالية.

CB: الرسملة البورصية.

CPC: الأموال الخاصة المحاسبية.

¹ Belverd E. Needles and others, **Principles of Accounting**, Houghton Mifflin Company, Boston, 2007, P 549.

² Albert Corhay, Mapapa Mbangala, OP-CIT, P145.

فعندما تكون المردودية المتوقعة للأموال الخاصة أكبر من تكلفة الأموال الخاصة القيمة البورصية للمؤسسة أكبر من قيمة ذمتها المالية وهذا يمكن تفسيره بإنشاء القيمة، عندما تكون تكلفة الأموال الخاصة أكبر من مردوديتها قيمة ذمتها المالية أكبر من قيمتها البورصية وهو ما يحقق تخفيض للقيمة حيث أقرت العديد من الدراسات أنه عندما يكون Q أكبر من 1 فإن المؤسسات في الغالب تكون ذروة النمو، أما في حالة كونه أقل من 1 فإن المؤسسات تعاني من صعوبات ومشاكل.

رابعاً: الطرق المرتكزة على التدفق النقدي: ونجد حسب هذه المقاربة الطرق التالية:

أ- التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي: يمكن استعمال هذا المفهوم في حساب قيمة مردودية مؤسسة معينة بدلا من استخدام مفهوم الربح الصافي وبالتالي فإن المعدلة تصبح على الشكل التالي:¹

$$V = CAF \times K$$

حيث : V : قيمة المؤسسة.

CAF : القدرة على التمويل الذاتي.

K : المضاعف.

- فيما يتعلق بمعدل الرسملة والزمن المرجعي تبقى نفس الملاحظات الموجهة في حساب المردودية باستخدام الربح الصافي المصحح، إلا أنه وفي غياب تقديرات دقيقة فإنه يتم الرجوع إلى التكلفة الوسطية المرجحة لمختلف مصادر التمويل.

- فيما يتعلق بالقدرة على التمويل الذاتي يمكن استعماله مثل Per في طرق مقارنة نظرا للانتقادات الموجهة لهذا الأخير فيما يخص سياسة الاهتلاكات التي تميز بعض المؤسسات أو القطاعات كقطاع الصناعات الثقيلة حيث تصبح القدرة على التمويل الذاتي أمثرا تمثيلا للقدرة الربحية للمؤسسة منها على الربح الصافي، وتكتب على الشكل التالي:²

$$\frac{\text{cours}}{\text{cashflow}}$$

وباستبدال قيمة القدرة على التمويل الذاتي مكان الربح في العلاقة التي تحسب بها المردودية فإن قيمة المؤسسة وفق القدرة على التمويل الذاتي تكون كما يلي:

$$V = \frac{\sum_{t=1}^n CAF_t}{(1+i)}$$

حيث تبين هذه العلاقة المجموع المحين للقدرة على التمويل الذاتي، التي تعطينا أيضا القدرة المتوقعة لنمو المؤسسة فالرسملة لقدرة التمويل الذاتي تعطينا القيمة المحتملة لنمو المؤسسة.

¹ Chantal.N Honigman, Hubert M Tubiana, **Diagnostic évaluation et transmission des entreprises**, Litec, Paris, 1992, P 202.

² Jean Brilmain, Claude Marie, OP-CIT, P 75.

ب- التقييم على أساس التدفق النقدي المتاح: وهي الطريقة التي تقيم المؤسسة انطلاقاً من قدرتها على تحقيق التدفقات النقدية المتاحة والتي نقوم بتحيينها بمعدل معين آخذين بعين الاعتبار الخطر الذي يحيط بالاستثمار، ومجموع هذه التدفقات المستقبلية يكون أفق توقعات مستقبلية تراوح بين 10 و 15 سنة وبعد انقضاء هذه المدة تأتي إضافة قيمة نهائية (قيمة باقية) كما يلي:¹

$$V = \frac{\sum_{t=1}^n DCF_i}{(1+i)^i + VT(1+t)^n}$$

حيث أن V: تمثل قيمة المؤسسة.

DCF_i : تمثل التدفق النقدي المتاح للسنة i.

t: معدل الاستحداث.

n: عدد السنوات المأخوذة كأفق للتقدير.

VT: القيمة الباقية للمؤسسة.

التدفق النقدي المتاح والذي يتم استعماله في هذه الطريقة هي التدفقات المحققة من استغلال المؤسسة فقط حيث لا تدخل التدفقات النقدية الخاصة بالهيكل المالي (عوائد الأسهم، الأعباء المالية...).

خامساً: مقارنة فائض القيمة Goodwill:

تقوم هذه المقارنة في تقييم المؤسسة على مبدأ أن القيمة ليست فقط معادلة للذمة المالية لها ولكن أيضاً قدرتها على تحقيق المردودية في آفاق نشاط استغلالي مستقبلي²، وبالتالي فهي مزيج من المقارنة المحاسبية و مقارنة الرسملة و التحيين، حيث تقوم هذه المقارنة بقياس المزايا المعنوية (سمعة المؤسسة، كفاءة العمال، الربح المتوقع...)، التي بحوزة المؤسسة فهذه المزايا تفسر تحقيق المؤسسة لعوائد أعلى من العوائد العادية، المبررة لأصل الصافي المصحح فهي عبارة عن تصحيح لقيمة الذمة المالية³، وتحتوي هذه المقارنة على العديد من طرق التقييم من أهمها:

أولاً: طريقة الخبراء المحاسبين: حسب هذه الطريقة فإن قيمة الأموال الخاصة V_p تكون:⁴

$$V_p = VC + \sum_{t=1}^n \frac{\theta}{(1+r)^t}$$

حيث: VC القيمة المحاسبية القائمة على الذمة المالية.

θ : فائض الربح.

t: الفترة للسنة الأولى للمدة n.

n: أفق حساب الربح.

¹ Belverd E. Needles and others, OP-CIT, P 551.

² Albert Corhay, Mapapa Mbangala, OP-CIT, P153.

³ James R. Hitchner, **Financial valuation: applications and models**, Wiley, New Jersey, 2006, P 824.

⁴ Albert Corhay, Mapapa Mbangala, OP-CIT, P154.

ثانيا: الطريقة الأنفلوكسونية: حيث يتم حساب فائض القيمة ثم قيمة المؤسسة دون الرجوع إلى القيمة الإجمالية وقيمة الأصل الصافي المصحح ويتم حسابها كما يلي:¹

أ- الطريقة الإجمالية: وتحسب كما يلي:

$$V = ANC + \frac{1}{t} (CB - i)VS$$

ب- الطريقة الصافية: وتحسب كما يلي:

$$GW = \frac{1}{t} (CB - i)VS$$
$$V = ANC + \frac{1}{t} (B - i)ANC$$

حيث V: قيمة المؤسسة.

ANC: الأصل الصافي المصحح.

t: معدل الاستحداث بخطر.

CB: القدرة الربحية.

i: سعر الفائدة.

VS: القيمة الجوهرية.

B: الربح المصحح.

حيث أن قيمة (i.ANC) تمثل المردودية النظرية التي تساوي الربح الأدنى الضروري لأجل الحصول على مكافأة عادية وعندما نقوم بإنقاص هذا الأخير من الربح الحقيقي B نحصل على فائض القيمة والمسمى Goodwill.

ثالثا: الطرق الغير مباشرة: وحسب هذه الطريقة فإن فائض القيمة GW يحسب انطلاقا من القيمة الإجمالية حيث يعتبر فائض القيمة الفرق بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة أصولها الصافية المصححة والفرق بين قيمتها الإجمالية وقيمتها الجوهرية كما يلي:

أ- الطريقة الإجمالية: وتحسب من خلالها قيمة المؤسسة كما يلي:²

$$V = \frac{1}{2} \left[VS \left(\frac{CB}{i} \right) \right] + AHE - E$$

¹ Mauguière Henri, *l'évaluation des entreprises non cotée*, Dunod, Paris, 1990, P 36.

² Mauguière Henri, *OP-CIT*, P 28.

$$GW = \frac{1}{2} i(CB.i)VS$$

حيث: V: قيمة المؤسسة.

VS: القيمة الجوهرية.

CB: القدرة الربحية.

i: معدل الفائدة.

AHE: عناصر خارج الاستغلال.

E: الديون.

GW: فائض القيمة.

ب- الطريقة الصافية: ويتم من خلال هذه الطريقة حساب قيمة المؤسسة كما يلي:¹

$$V = ANC + \frac{1}{2} i[B - (i.ANC)]$$

$$GW = \frac{1}{2} i[B - (i.ANC)]$$

من خلال التحليل السابق لتحديد السوقية للمؤسسة فإنه يمكن الاستنتاج بأن طرق ومبادئ تقييم المؤسسة قائمة على اقتصاد السوق حيث يجد تقييم المؤسسة في هذا النوع من السوق أرضية جيدة وذلك نظرا لوجود إطار تنظيمي واقتصادي مستقر، وتوفر عدد مهم من الأسواق وخاصة السوق المالي، لأنه في الأساس فإن القيمة السوقية للمؤسسة هي القيمة الحالية للأرباح المتوقعة، هذه الأرباح يمكن أن تكون:²

- ربح دائم متشكل من التدفقات النقدية السنوية المستقبلية إذا كان قرار المساهمين هو استمرارية نشاط المؤسسة، في هذه الحالة فإن قيمة المؤسسة هي قيمة المرودية V_R (valeur de rendement)، تساوي إلى التدفقات المحينة بتكلفة الأموال.

- ربح حالي متشكل من قيمة التصفية (قيمة التنازل عن المؤسسة)، إذا كان قرار المساهمين التوقف عن النشاط والتنازل عن أصول المؤسسة، في هذه الحالة فإن قيمة المؤسسة هي قيمة الذمة المالية V_P (valeur de patrimoniale) والتي تساوي لقيمتها المحاسبية الصافية المصححة.

وبما أن الهدف الأساسي للمساهمين هو تعظيم ثروتهم، فإنهم سوف يختارون استمرارية نشاط المؤسسة إذا كانت $V_R > V_P$ ، وسوف يختارون التنازل عن المؤسسة إذا كانت $V_R < V_P$.

- إن قيمة المؤسسة V يمكن تمثيلها بالمعادلة $V = \text{Max}(V_R, V_P)$ ، فإذا كان الفرق $V_R - V_P$ موجبا فإن هذا الفرق يسمى بفائض القيمة goodwill، أما إذا كان الفرق سالبا فإن الفرق يسمى بعجز القيمة badwill.

¹ IBIDEM, P 28.

² Gliz Abdelkader, Valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché, thèse de doctorat en sciences économiques, université d'Alger, Alger, 2001, P 73.

ويطرح هنا تساؤل جوهري هو لماذا يكون للمؤسسة قيمتين مختلفتين: قيمة الذمة وقيمة المردودية؟ والجواب هنا هو أن للمؤسسة نوعين من الأسواق: سوق الأصول المالية (الأسهم)، وسوق الأصول المادية فإذا كان كل سوق يتميز بالكفاءة فإنه ستكون هناك عملية مراجعة (Arbitrage) بين V_P و V_R حيث يمكن أن يظهر انحراف كبير بين V_P و V_R نظرا للعديد من الأسباب أهمها:¹

- المردودية المخططة (prévisionnelle) يمكن أن تختلف عن المردودية المحتملة (espéré) وهو ما يؤدي إلى انحراف V_P و V_R .

- مفهوم قيمة الذمة هو مفهوم غير كامل وذلك نظرا لأنه لا يدرج العديد من العناصر المهمة مثل: المعارف، نوعية التسيير...، والتي تعتبر استثمارات مميزة (investissements spécifiques).

- التقارب بين V_P و V_R يواجه عائق السيولة الغير كافية للسوقين (سوق الأصول المالية، سوق الأصول المادية) وخاصة آجال التعديل الطويلة الأجل على مستوى سوق الأصول المادية.

المبحث الثاني: النموذج الكلاسيكي لدراسة الهيكل المالي

لقد بدأت وجهات النظر بعد سنة 1952 حين قام أحد المفكرين في مجال الإدارة المالية وهو David Durand بعرض أسلوبين مختلفين لتحديد قيمة المؤسسة من خلال اعتمادها على الديون في تكوين هيكلها المالي وهما أسلوب صافي الربح (Net Income)، وأسلوب صافي ربح العمليات (Net Operating Income) أو (EBIT)، وقد أثار الأسلوبان جدلا كبيرا ترتب عليه ظهور العديد من الاتجاهات فيما يتعلق بوجود أو عدم وجود هيكل مالي أمثل لرأس المال يترتب عليه تخفيض التكلفة وتعظيم قيمة المؤسسة.

المطلب الأول: مدخل صافي الربح (Net Income)

يقوم هذا المدخل على تحديد قيمة المؤسسة على أساس صافي الربح أو ما يعرف بالنتيجة الصافية حيث يتم الانطلاق من هذه النتيجة في تحديد تأثيرها على الهيكل المالي للمؤسسة.

الفرع الأول: فرضيات النموذج الكلاسيكي

يقوم المدخل التقليدي على مجموعة من الفرضيات والتي تعتبر قاعدة انطلاق لتحديد تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة تتمثل هذه الفرضيات في:²

- المؤسسة تعمل في محيط تتعدم فيها توجد الضرائب على الأرباح وتتعدم فيه كذلك تكاليف تحويل.
- المؤسسة تقوم بتوزيع جميع الأرباح المحققة على المساهمين ولا تقوم باحتجاز أي أرباح.
- خطر الاستغلال ثابت ولا يتغير باعتماد مشروع معين.
- في حالة تغير نسبة الأموال (المقترضة / الأموال الخاصة)، فإن مورد التمويل الجديد (القروض مثلا) يتم اللجوء إليه من أجل التقليل من المصدر الآخر (الأموال الخاصة).
- توقعات الشركاء بشأن النتائج المستقبلية للمؤسسة تكون متجانسة.
- لا تشكل الديون أي خطر.

¹ Gliz Abdelkader, OP-CIT, P 74.

² Jae K Smith, Joel G Siegel, **Schaum's outline of financial management, third edition**, The McGraw-Hill companies, USA, 2009, P 309.

الفرع الثاني: محتوى مدخل صافي الربح

يعتمد هذا المدخل على افتراض أساسي وهو أن تكلفة كل من الأموال الخاصة وتكلفة الديون ثابتة ولا تتغير وليس لها علاقة بالهيكل المالي، وهذا يعني أن ارتفاع أو انخفاض نسبة الرفع المالي (نسبة الاقتراض) في الهيكل المالي لا يترتب عليها ارتفاع أو انخفاض في تكلفة أموال القروض أو الأموال الخاصة وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة فإن الاعتماد على الاقتراض في التمويل بنسبة أكبر من الأموال الخاصة فإن ذلك سوف يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للأموال وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة¹، فإذا كان:

$$K_d = \frac{I}{D} \quad \leftarrow \quad 1$$

بحيث: K_d : تكلفة الدين، I : الفائدة المدفوعة، D : القيمة السوقية للديون

$$K_c = \frac{E}{S} \quad \leftarrow \quad 2$$

بحيث: K_c : تكلفة الأموال الخاصة، E : العوائد الصافية المحققة، S : القيمة السوقية للأسهم.

$$V = S + D \quad \leftarrow \quad 3$$

حيث: V تمثل القيمة
للدیون مضافا إليها القيمة
السوقية للمؤسسة والتي تساوي القيمة السوقية
السوقية للأموال الخاصة.

$$K_e = K_d(D+S/D) + K_c(D+S/S) \quad \leftarrow \quad 4$$

$$K_e = \frac{I+E}{V} \quad \text{حيث } K_e: \text{تمثل التكلفة الكلية للأموال والتي يمكن الحصول عليها كذلك بطريقة ثانية}$$

$$F_1 = \frac{D}{S} \quad \leftarrow \quad 5$$

حيث F_1 : يمثل الرفع المالي أي نسبة القروض إلى الأموال الخاصة في الهيكل المالي للمؤسسة بالنسبة لنظرية صافي الربح تكلفة الديون K_d وتكلفة الأموال الخاصة لا يتغيران عند تغير الرفع المالي وذلك لأن السلوك العقلاني في التمويل يكون محاولة الرفع من حصة المصدر التمويلي الأقل تكلفة و يلاحظ دائما أن تكلفة الاقتراض عادة أقل من تكلفة الأموال الخاصة بسبب إمكانيات التخفيض الجبائي لمصاريف الاستدانة وتميزها بعائد ثابت مما يقلل من مخاطرها على عكس الأسهم التي لا تتمتع بمزايا الديون مما يجعلها أكثر مخاطرة وبالتالي أكثر تكلفة تحت هذه الشروط فإن التكلفة الكلية K_e تكون دالة متناقصة من أجل F_1 ².

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص 189.

² يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 120.

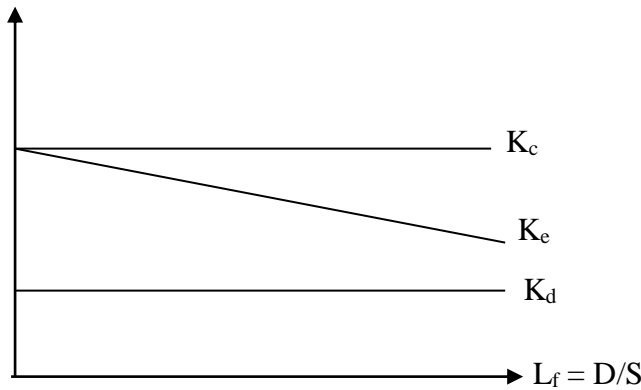
وبالتالي فحسب نظرية صافي الربح فإن القيمة السوقية للمؤسسة مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بالهيكل المالي للمؤسسة، وبعبارة أخرى فإن أي تغيير في الرفع المالي سوف يؤدي إلى تغيير في التكلفة الكلية لرأس المال وبالتالي تغيير في القيمة السوقية للمؤسسة ولذلك فإن زيادة في درجة الرفع المالي التي تعبر عن نسبة الديون إلى الأموال الخاصة سوف تؤدي إلى انخفاض في التكلفة الكلية لرأس المال في حين سوف ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة وكذلك ارتفاع القيمة السوقية للأسهم العادية، على عكس ذلك فإن انخفاض درجة الرفع المالي سوف يؤدي إلى ارتفاع في التكلفة الكلية لرأس المال والانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة وانخفاض القيمة السوقية للأسهم.

نظرية الربح الصافي للتقييم قائمة أساساً على ثلاث فرضيات أساسية: لا تدفع المؤسسة ضرائب على الأرباح، تكلفة الديون هي دائماً أقل من تكلفة الأموال الخاصة، استعمال الديون لا ينتج أي مخاطر مالية، فالرفع المالي مرتبط ارتباطاً وثيقاً بنظرية صافي الربح ويشكل متغير مهم في الهيكل المالي للمؤسسة ومع مزيج مناسب بين الديون والأموال الخاصة تتمكن المؤسسة من تكوين هيكل مالي أمثل والذي يتميز بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة (Maximisation) مع تندية تكلفة رأس المال (Minimisation)، والذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية.

ففي حالة عدم استعمال المؤسسة للديون وكان الرفع المالي مساوياً للصفر فالتكلفة الكلية لرأس المال تكون مساوية لرسملة الأموال الخاصة (تكلفة الأموال الخاصة) وتبدأ هذه التكلفة في الانخفاض مع زيادة الرفع المالي أي بتوسع المؤسسة في استعمال الديون في رأسمالها.¹

فزيادة اعتماد المؤسسة على الاقتراض أدى إلى زيادة قيمة المؤسسة وانخفاض تكلفة الأموال رغم بقاء كل من تكلفة الاقتراض والأموال الخاصة ثابتة ولا شك أن هذه النتيجة تدفع المؤسسة إلى استبدال أموال الملكية بالاقتراض إلى أن تصل إلى أقصى حد ممكن من الرفع المالي، ويمكن تمثيل ذلك من خلال المنحنى التالي:

الشكل (32): العلاقة بين الرفع المالي والتكلفة حسب مدخل صافي الربح.
% تكلفة الأموال



Source : Jae K Smith, Joel G Siegel, OP-CIT, P 311.

يتضح من الشكل أن تكلفة الأموال الكلية K_e تتخفف كلما زادت نسبة الرفع المالي وتستمر هذه التكلفة في الانخفاض إلى أن تصل أداها وتصبح مساوية لتكلفة الاقتراض وحيث أن انخفاض تكلفة الأموال يعني

¹ M Y Khan, P K Jain, **Financial management**, The Mcgraw-Hill companies, USA, 2007, P 195.

ارتفاع قيمة المؤسسة فإن الهيكل المالي الأمثل طبقاً لهذا المدخل يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة حيث تصل إلى أقصاها عندما تعتمد المؤسسة في تمويلها على الديون بنسبة 100 % تقريباً.

الفرع الثالث: نقد مدخل صافي الربح

يعاني هذا المدخل من نقطة ضعف أساسية هو افتراض ثبات تكلفة الديون والأموال الخاصة وهذا بعيد كل البعد عن الواقع العملي، حيث أن افتراض ثبات تكلفة الاقتراض يعني أن المؤسسة يمكنها أن تعتمد على القروض إلى ما لا نهاية دون أن يترتب على ذلك زيادة المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة ودون أن يطالب المقرضون زيادة في سعر الفائدة نتيجة لأي مخاطر متوقعة.

كذلك افتراض ثبات تكلفة الأموال الخاصة يعني أن المساهمين لا يتوقعون مخاطر نتيجة للاستدانة وهذا التصرف لكل من المساهمين والمقرضين بعيد عن الواقع حيث يلجأ المساهمون والمقرضون إلى المطالبة بزيادة في عوائدهم عند شعورهم بحالات الخطر المالي التي يمكن أن تقع فيها المؤسسة.¹

المطلب الثاني: مدخل صافي ربح العمليات (Net operating income)

وهي من بين النظريات التي تنفي إمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل في المؤسسة وذلك من خلال انطلاقها من مبدأ أساسي وهو استقلالية الهيكل المالي عن القيمة السوقية للمؤسسة فأى تغير في الهيكل المالي سوف لن يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة.

الفرع الأول: محتوى النموذج

على عكس مدخل صافي الربح فإن جوهر نموذج صافي ربح العمليات هو أن الهيكل المالي مستقل عن التكلفة الكلية، فأى تغيير في الرفع المالي سوف لن يغير من التكلفة الكلية للأموال حيث تبقى هذه التكلفة ثابتة مهما كانت نسبة المديونية في المؤسسة، وبالتالي ثبات القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك رغم أنه يفترض أن تكلفة الاقتراض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاقتراض بينما تكلفة الأموال الخاصة سترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض.

ويقوم هذا المدخل على التكلفة الكلية للأموال ثابتة مهما كانت نسبة الرفع المالي حيث أن قيمة المؤسسة يمكن قياسها بواسطة التغير في صافي ربح العمليات (NOI) أو ما يسمى EBIT حيث يمكن قياس قيمة المؤسسة من خلال العلاقة التالية:

$V = EBIT/K_e$ وبالتالي فإن قيمة المؤسسة سوف تتغير حسب التغير في صافي ربح العمليات وليس التكلفة الكلية باعتبار أن من فرضيات النموذج هو ثبات التكلفة الكلية للأموال.²

وينطلق هذا النموذج في تحليله من أن زيادة الاقتراض سوف تؤدي إلى زيادة المخاطر المالية مما يؤدي بأصحاب الأموال الخاصة إلى المطالبة بزيادة العائد مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال الخاصة ومن ناحية أخرى فإن زيادة تكلفة الأموال الخاصة يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاستدانة الناتج من زيادة

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص 194.

² Rao M.E Thukaram, **Management accounting**, New Age International, New Delhi, 2007, P 516.

الاعتماد على هذا المصدر الذي يعتبر ذو تكلفة منخفضة نسبيا ولذلك فمن المتوقع أن تبقى تكلفة الأموال ثابتة.

ولذلك فإن تكلفة الاقتراض في مدخل صافي ربح العمليات تتكون من جزأين تكلفة ظاهرة (Explicit)، ممثلة بمعدل الفائدة وتكلفة ضمنية (Implicit)، فزيادة في تكلفة الأموال الخاصة بسبب الزيادة في نسبة الرفع المالي ونتيجة لذلك فالميزة المصاحبة لاستخدام القروض المنخفضة التكلفة نسبيا من حيث التكلفة الظاهرة سوف يكون له أثر حيادي من خلال التكلفة الضمنية المتمثلة في ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة، ولذلك فالتكلفة الحقيقية للديون والأموال الخاصة سوف تكون نفسها وبالتالي فالخلاصة النهائية لهذا المدخل هو عدم إمكانية المؤسسة تحقيق هيكل مالي أمثل معين وبالتالي فإن أي هيكل تحققه المؤسسة مهما كان المزيج المكون منه يعتبر هيكل مالي معين.¹

يقوم هذا النموذج على فرضيات أساسية: المؤسسة تقوم باستخدام حصيلة الاقتراض في شراء أسهم سبق أن أصدرتها، أن المؤسسة سوف تقوم باستخدام الديون فقط في التمويل الإضافي، تكلفة الديون تبقى ثابتة مهما كان حجم الديون التي تتحصل عليها المؤسسة، تكلفة الأموال الخاصة ترتفع مع زيادة الرفع المالي في هيكل رأس المال، ومن خلال هذه الفرضيات فإن التكلفة الكلية للأموال هي دالة خطية للرفع المالي وهو ما يعني أنه وفي أي وقت التغيير في نسبة الرفع المالي لن يؤدي إلى تغيير في التكلفة الكلية للأموال وهو ما يعني عدم تغيير القيمة السوقية للمؤسسة.²

ويمكن حساب قيمة المؤسسة حسب نموذج صافي ربح العمليات من خلال المراحل التالية:

- صافي ربح العمليات (NOI) أو EBIT.

- التكلفة الكلية للأموال K_e

- القيمة السوقية للمؤسسة $(V) = EBIT/K_e$

- القيمة الكلية للديون (D)

- القيمة الكلية للأموال الخاصة $V-D = S$

- تكلفة الأموال الخاصة $K_c = (EBIT-I)/(V-D) = K_e + (K_e - K_d)D/S$ أو

من خلال العلاقات السابقة فإن القيمة الكلية للمؤسسة يمكن الحصول عليها بخصم صافي ربح العمليات بمعدل ثابت وهو تكلفة الأموال الكلية ثم بطرح قيمة الاقتراض من القيمة الكلية للمؤسسة يمكننا الحصول على قيمة الأموال الخاصة وإذا افترضنا أن تكلفة الأموال الخاصة غير معلومة وتوفرت لدينا المعلومات السابقة فإنه يمكن حساب تكلفتها من خلال المعادلة التالية:

$K_c = EBIT (1-t)/S$ ، حيث S القيمة السوقية للأموال الخاصة.

¹ M Y Khan, P K Jain, **Theory and problems in financial management**, The Mcgraw-Hill companies, USA, 2008, P 102.

² Rajat Joseph, **Reading In financial management**, Anmol Pulplication, New Delhi, 1998, P 17.

الفرع الثاني: التدايل على مدخل صافي ربح العمليات

من أجل توضيح مدخل صافي الربح سوف نقوم بإعطاء مثال تطبيقي كما يلي:

- صافي ربح العمليات EBIT = 60000 دج.

- مبلغ الديون 150000 دج بتكلفة 10 % ، التكلفة = 15000 دج

- التكلفة الكلية للأموال 15 %.

من البيانات السابقة يمكننا الحصول على قيمة المؤسسة: $V = EBIT / K_e = 60000 / 0.15 = 400000$

القيمة السوقية للأموال الخاصة = القيمة السوقية للمؤسسة - قيمة القرض = $250000 = 150000 - 400000$ دج

وبتحديد القيمة السوقية للأموال الخاصة يمكننا تحديد تكلفتها = $18\% = 250000 / 15000 - 60000$.

ونفترض أن المؤسسة ستقوم بالحصول على قرض جديد بنفس معدل الفائدة قيمته 50000 دج فتصبح القيمة

الكلية للاقتراض 200000 دج. والتكلفة = $10\% \times 200000 = 20000$ دج

قيمة المؤسسة تبقى ثابتة حيث قيمة المؤسسة $EBIT / K_e = 400000$

قيمة الأموال الخاصة ستخضع إلى 200000 دج وذلك حسب الافتراض الأساسي لهذا المدخل وهو أن

المؤسسة تقوم باستخدام حصيلة الاقتراض في شراء الأسهم التي سبق لها إصدارها، ويمكن عرض النتائج كما

يلي:

قيمة المؤسسة $V = 400000$ دج

يطرح منها قيمة الديون $D = 200000$ دج

نجد قيمة الأموال الخاصة $S = 200000$ دج.

تكلفة الأموال الخاصة $K_c = 20\% = 200000 / 20000 - 60000$

ولكي نتحقق من التكلفة الكلية للأموال ثابتة ولم تتغير بتغير الهيكل المالي نقوم بحساب تكلفة الأموال بعد

الاقتراض:

- التكلفة قبل الاقتراض = 15 %.

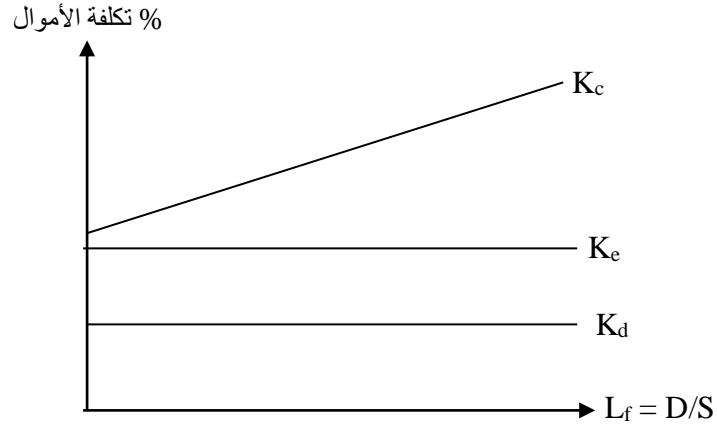
- التكلفة بعد الاقتراض:

$$K_e = K_c(S/S+D) + K_d(D/S+D) = 0.2(200000/400000) + 0.1(200000/400000) = 15\%$$

من خلال هذا المثال يتضح أن التكلفة الكلية للأموال لا تتغير بينما نجد أن تكلفة الأموال الخاصة تزداد بزيادة

نسبة الرفع المالي ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل (33): العلاقة بين الرفع المالي وتكلفة الأموال حسب مدخل صافي ربح العمليات



Source : Jae K Smith, Joel G Siegel, OP-CIT, P 310.

يتضح من الشكل السابق أن كل من تكلفة الاقتراض والتكلفة الكلية ثابتة بينما نجد أن تكلفة الأموال الخاصة تتزايد بزيادة نسبة الرفع المالي حيث يمكننا التأكد من أن تكلفة أموال الملكية تزداد خطياً مع نسبة الاقتراض كما يلي:

$K_e = K_c(S/V) + K_d(D/V)$. وباعتبار أن تكلفة الديون K_d ثابتة فإنه يمكننا إعادة صياغة علاقة حساب

تكلفة الأموال الخاصة كما يلي: $K_c = K_e + (K_e - K_d)D/V$

الفرع الثالث: انتقادات مدخل صافي ربح العمليات

لقد تعرض هذا المدخل لمجموعة من الانتقادات من أهمها:¹

- إن النقد الأساسي الذي تعرضت له هذه النظرية هو افتراضها بأن تكلفة الأموال الكلية تبقى ثابت مهما كانت درجة الرفع المالي في المؤسسة، حيث أن القيمة الرأسمالية للمؤسسة ككل هي عبارة عن القيمة الحالية للديون مضافاً إليها القيمة الحالية للأموال الخاصة، فزيادة في استعمال الديون التي من المفترض أنها أقل تكلفة من الأموال الخاصة سوف يقابله زيادة في معدل العائد المطلوب من طرف أصحاب الأموال الخاصة وحيث أن لجوء أصحاب الأموال الخاصة إلى رفع هذا المعدل عند كل اقتراض جديد وبالتالي فإن الدائنون كذلك سوف يلجؤون كذلك إلى رفع معدل الفائدة وخاصة إذا كانت المؤسسة منقلبة بالديون وذلك لارتفاع درجة المخاطر التي يمكن أن تلحق بهم وهو ما يؤدي إلى رفع التكلفة الكلية للأموال.

- أن الفرضيات التي قامت عليها النظرية التقليدية غير واقعية (مثلاً ديون بدون مخاطر)، كما أن للرافعة المالية أثر إيجابي عند مستويات معينة في بعض الحالات، وأثر سلبي في البعض الآخر، بالإضافة إلى ذلك فإن كلا من المساهمين والدائنين يجدون عند حد معين من الاستدانة (ليس من الضروري نفسه) زيادة في الخطر والذي يؤدي إلى زيادة معدل المردودية المطلوب منهم، الشيء الذي يغير من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

¹ R S Bhatia, *Encyclopaedia of investement and management*, Anmol Piblication, New Delhi, 2000, P 153.

المطلب الثالث: المدخل التقليدي

ويقوم هذا المدخل على إمكانية وجود هيكل مال أمثل والذي يحقق أقل تكلفة للأموال ويعظم قيمة المؤسسة ويتشابه هذا المدخل مع مدخل صافي الربح حيث انه يفترض وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى ادنى حد وعندها تصل قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى.

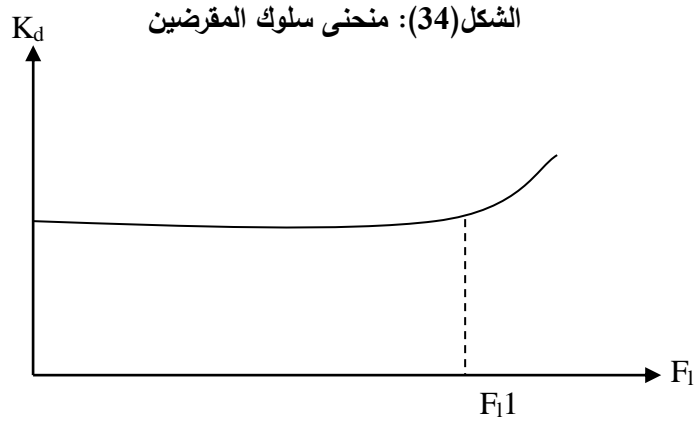
الفرع الأول: افتراضات النموذج

يستخدم هذا المدخل نفس الطريقة المتبعة في مدخل صافي الربح فيما يتعلق بتحديد قيمة المؤسسة، غير انه يختلف عنه فيما يتعلق بالافتراضات الأساسية لهذا المدخل حيث يفترض هذا المدخل أن تكلفة الاقتراض تظل ثابتة إلى حد معين من الاقتراض بعد هذا الحد تتزايد المخاطر المالية مما يستوجب ارتفاع سعر الفائدة وهذا يعني أنه بعد مستوى معين من الاقتراض ترتفع تكلفة الاقتراض بزيادة معدل الرفع المالي ومن ناحية أخرى أيضا نجد أن معدل العائد المطلوب من جانب الأموال الخاصة سيزداد مع زيادة الرفع المالي وهذا يعني أن هناك علاقة طردية بين نسبة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة والديون.

الفرع الثاني: تفسير النموذج

يمكن تفسير هذا النموذج بالاعتماد على تحليل سلوك كل من المقرضين والمساهمين كما يلي:

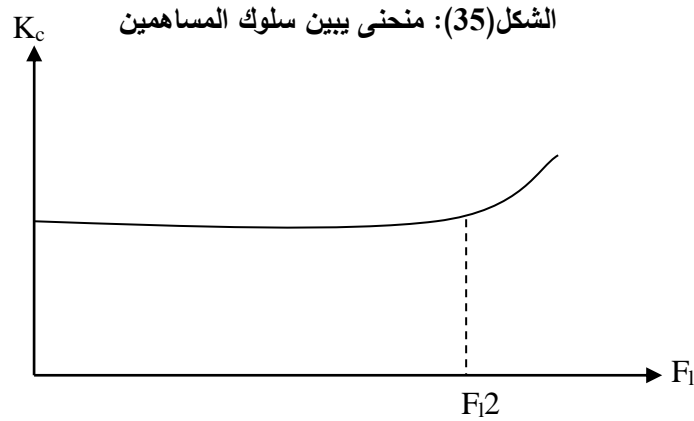
أولاً: سلوك المقرضين: بالنسبة لهذه النظرية فإن ثقل المديونية في المؤسسة يقاس بدرجة الرفع المالي والتمثلة في نسبة الديون إلى الأموال الخاصة $L_f = D/S$ حيث يقود هذا المقرضين إلى الرفع من مطالبهم مما يرفع من تكلفة المديونية بالنسبة للمؤسسة فبصفة عامة فإن تكلفة المديونية i يفترض أنها تتغير حسب L_f حسب مرحلتين حسب المنحنى التالي:



المصدر: يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 122.

- من أجل $0 < F_1 < F_1$ أي أنه بالنسبة لمستويات المديونية المنخفضة تبقى تكلفة الاقتراض K_d ثابتة.
 - من أجل $F_1 > F_1$ يبدأ المقرضون يشعرون بتفاقم المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة بفعل زيادة الاستدانة فيطلبون عوائد إضافية.
- في هذه الحالة F_1 لا يمثل المؤشر الذي يحدد حدود المديونية وإنما عتبة دخول المؤسسة إلى مستوى مخاطرة.

ثانياً: سلوك المساهمين: تقترح هذه النظرية تحليلاً لسلوك المساهمين مشابهاً لتحليل سلوك المقرضين فالمساهمون في المؤسسة يقابلون الارتفاع في F_1 بتقدير أعلى لمعدل العائد المنتظر من المؤسسة وهو ما يمثل تكلفة الأموال الخاصة K_c والتي يمكن تمثيلها حسب المنحنى التالي:



المصدر: يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 123.

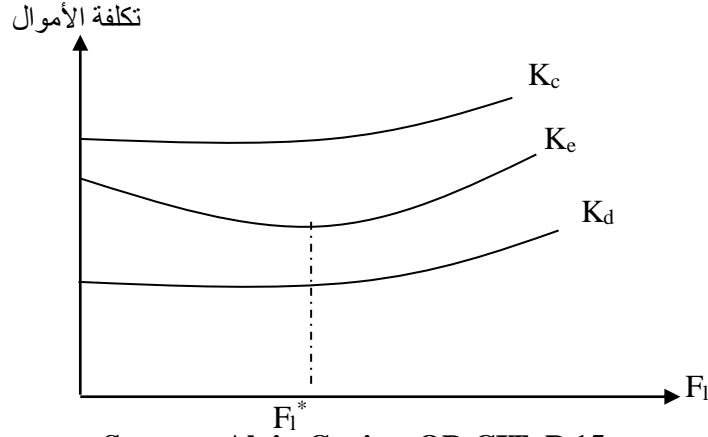
- تكون تكلفة الأموال الخاصة ثابتة من أجل القيم F_1 أقل من F_{12} وأي تجاوز ل F_{12} يؤدي إلى زيادة في تكلفة الأموال الخاصة.

وبالتالي ومن خلال التحليل السابق فإن جوهر هذا المدخل يشير إلى أن تكلفة الأموال تخفض تدريجياً مع زيادة حجم الأموال المقترضة إلى أن نصل إلى حد معين بعده تأخذ هذه التكلفة في الارتفاع وعند هذا الحجم من الاقتراض والذي يتحول عنده اتجاه تكلفة الأموال نحو الارتفاع تتحدد نسبة الاقتراض المثالية، وبالتالي يمكن للمؤسسة أن تحقق هيكل مالي أمثل من خلال تحديد درجة المديونية التي تخفض تكلفة رأس المال وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة مع زيادة المديونية ذات التكلفة المنخفضة يرتفع العائد المطلوب على الأموال الخاصة إلا أن هذا الارتفاع لا يتم بالشكل الذي يتعادل تماماً مع التخفيض في تكلفة الاستدانة الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى تخفيض التكلفة الكلية ولكن و مع استمرار الاستدانة يرتفع العائد الواجب تحقيقه على الأموال الخاصة بشكل يفوق تكلفة الأموال الكلية بسبب الاعتماد على مصادر التمويل المنخفضة التكلفة المتمثلة في الديون كما ترتفع تكلفة الديون مع استمرار المؤسسة في الاستدانة.¹

ويمكننا تمثيل التحليل السابق من خلال المنحنى البياني التالي:

¹ James Lawrence Grant, **Foundation of economic value added**, Wiley, New Jersey, 2003, P 48.

الشكل (36): الهيكل المالي الأمثل في النموذج التقليدي



Source : Alain Capiez, OP-CIT, P 15.

حسب هذا النموذج فإن التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال تصل إلى أدنى لها عند نسبة الاقتراض A^* وهي تمثل نسبة الاقتراض المثالية التي تحقق أعظم قيمة سوقية للمؤسسة.

- في المجال $F_i < F_i^*$ تنخفض التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال والتي تأتي من زيادة نسبة الاقتراض إلى مجموع الأموال الخاصة، وكما هو معلوم فإن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة الأموال الخاصة، وتفسير ذلك أنه على الرغم من أن تكلفة الاقتراض ترتفع تدريجياً بزيادة نسبة الأموال المقترضة، إلا أنه لا يزال مصدر تمويل منخفض التكلفة، وبالتالي فإن زيادة الاعتماد عليه سوف تسهم في تخفيض تكلفة الأموال ورغم ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بزيادة نسبة الاقتراض، فإن تكلفة الأموال الكلية تنخفض، لأن الانخفاض في تكلفة الاقتراض يفوق الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة.

- في المجال $F_i > F_i^*$ تبدأ التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال في الارتفاع مع زيادة نسبة الاقتراض ويرجع ذلك إلى الارتفاع في تكلفة التمويل بالأموال الخاصة، وتفسير ذلك أنه مع زيادة نسبة الاقتراض تزداد المخاطرة المالية التي يتحملها أصحاب الأسهم وذلك لأن أصحاب القروض لهم الأولوية في استرجاع أموالهم قبل حملة الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأسهم.⁽¹⁾

مما سبق يتضح أن المدخل التقليدي يؤيد فكرة وجود هيكل مالي أمثل عند أدنى نقطة لتكلفة التمويل أين تصل قيمة المؤسسة إلى أقصاها، وبعد هذه النقطة المثلى تبدأ تكلفة التمويل في الارتفاع بسبب ارتفاع الديون، لأن المؤسسة قد تعدت حد الرشد في العلاقة بين الديون والأموال الخاصة.

الفرع الثالث: نقد المدخل التقليدي

لقد تعرض هذا المدخل إلى انتقاد أساسي وهو قيامه على افتراض عدم وجود تكلفة الإفلاس كما يهمل كذلك المخاطر المالية المرتبطة بأثر الرافعة المالية التي كان من المفترض أن تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لتعرض مردودية الأموال الخاصة لتقلبات أكبر مع زيادة نسبة الديون ويحدث هذا حتى في ظل افتراض عدم وجود تكلفة الإفلاس، كما أن هذه النظرية تنطلق من أن معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين يبقى ثابت وأن قيمة المؤسسة ترتفع بالاستفادة من أثر الرافعة الإيجابي فإنه ابتداءاً من نقطة معينة

(1) Alain Capiez, op-cit, p 154.

فإنه سوف يكون هناك رد فعل من طرف المساهمين فبأخذهم بعين الاعتبار المخاطر المالية يرفعون تدريجياً مطالبهم في المردودية ومن جهة أخرى يصبح المقرضون أكثر حساسية للمخاطر المرتبطة بمديونية المؤسسة فيطالبون هم كذلك بمعدلات فائدة مرتفعة.

كما لم تحدد هذه النظرية قاعدة حسابية واضحة من أجل حساب نقطة التمويل المثلى التي تتخفف عندها تكلفة الأموال وتزداد القيمة السوقية للمؤسسة بل تفترض أن المؤسسة سوف تلجأ إلى المزيد من الاقتراض ثم تقوم بحساب التكلفة والقيمة السوقية أي أن عملية الحساب تتم بعد التمويل وليست قبل التمويل وهو ما قد يشكل مخاطر مالية على المؤسسة من خلال أثر الرافعة السلبية.

المبحث الثالث: مدخل موديقلياني وميللر (Modigliani and Miller Approach)

لقد قام العالمان الأمريكيان في مجال مالية المؤسسة Franco Modigliani et Merton Miller بتقديم بناء على دراسات تجريبية تفسير لتأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة في سنة 1958 على التوالي في محيط يتميز بكفاءة الأسواق المالية حيث قدم تحليلهما نموذجين، النموذج الأول يتميز باستبعاد أثر الضرائب، أما النموذج الثاني فيأخذ بعين الاعتبار أثر الضرائب.

المطلب الأول: عدم الأخذ بعين الاعتبار للضرائب

لقد قام موديقلياني وميللر بتقديم نموذجهما الأولي حول تفسير الهيكل المالي وعلاقته بالقيمة السوقية للمؤسسة في سنة 1958 وذلك في محيط يتميز بغياب الضرائب على أرباح المؤسسة.

الفرع الأول: فرضيات مدخل موديقلياني وميللر (MM)

قام نموذج MM على مجموعة من الفرضيات أهمها:¹

- إتاحة المعلومات حول المؤسسات في السوق بشكل مجاني.
- حرية شراء المستثمر للأوراق المالية حسب رغبته.
- رشادة وعقلانية المستثمر.
- تصنيف المؤسسات على شكل مجموعات على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها التالي بحيث كل مؤسسة في نفس المجموعة معرضة لنفس درجة المخاطر.
- ليس للديون مخاطر، كما أن تكلفتها متماثلة لكل المساهمين.
- ثبات النتيجة قبل الضرائب والفوائد المقدره في كل الفترات.

يقوم النموذج الأول الذي تم إعداده سنة 1958 على مجموعة من الافتراضات الأساسية حيث أن المؤسسة تتشط في محيط يتميز بانعدام الضرائب كما أن تتاح الحرية للمؤسسات من أجل اختيار مصدر التمويل حيث يمكنها اللجوء إلى التمويل بالديون أو بواسطة الأموال الخاصة وبدون وجود تكاليف للإصدار، كما لا توجد أي تكاليف مباشرة أو غير مباشرة للإفلاس، حيث تتشط المؤسسات في محيط يتميز بانعدام تكاليف

¹ Alain Capiez, OP-CIT, P 155.

للكالة حيث يعمل المسيررون على بهدف أساسي يتمثل في تعظيم ثروة المساهمين و الدائنون لا يقلقون من قيام المساهمين بتجريد المؤسسة من الثروة عند قرارات الاستثمار، التمويل، أو عند توزيع العوائد.¹

الفرع الثاني: محتوى النموذج

يقوم جوهر هذا المدخل على أساس أن القيمة السوقية للمؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها، والتي بدورها تتوقف على العائد المتوقع منها والتي تتأثر بالمخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، وبالتالي مهما كانت التشكيلة التي يتكون منها رأس المال فالقيمة الكلية للمؤسسة لا بد وأن تتساوى مع القيمة الكلية للاستثمارات المكونة لها سواء تم تمويل هذه الاستثمارات بواسطة الديون أو بواسطة الأموال الخاصة وهذا يعني أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس قرارات التمويل.²

فحسب موديقلياني وميللر فإن قيمة المؤسسة تتمثل في القيمة الحالية لأرباح الاستغلال المتوقعة من طرف المؤسسة والموافق لمعدل المخاطرة للشريحة التي تنتمي إليها هذه المؤسسة حيث تحدد هذه النظرية انه وفي محيط يتميز بكفاءة السوق المالي فإن التكلفة الوسطية المرجحة للأموال للمؤسسة المستدينة تساوي التكلفة الوسطية المرجحة للمؤسسة غير المستدينة والتي تتمثل في تكلفة الأموال الخاصة فقط، تحت هذه الشروط لا يكون لمستوى المديونية والهيكل المختار أي اثر حقيقي على تكلفة التمويل فإذا أرادت المؤسسة أن تستفيد من أثر الرافعة المالية بزيادة المديونية في هيكلها المالي فإن الانخفاض في التكلفة المتوقع سرعان ما يتم تحييده كلياً بالارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة وبالتالي ينظر للمديونية كعامل يزيد في ارتفاع المخاطر المالية للمؤسسة فالمساهمون يطلبون معدل مردودية أعلى من أجل تقديمهم لأموال إضافية للمؤسسة، وبالتالي فإن التحليل الأساسي لتكلفة الأموال يتميز ب:

- التكلفة الكلية للأموال تبقى ثابتة مهما كان مستوى الاستدانة.
- تكلفة الأموال الخاصة ترتفع بارتفاع نسبة الاستدانة.
- تكلفة القروض تبقى ثابتة نوعاً ما وقليلة التغير.
- التكلفة الكلية ثابتة رغم زيادة الاستدانة وذلك لأن الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة يتم تحييده من خلال ثبات تكلفة الاستدانة رغم الزيادة في الرفع المالي.
- القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بزيادة الاستدانة لأن التكلفة الكلية غير متغيرة.

إن التحليل السابق هو مخالف تماماً مدخل صافي الربح والمدخل التقليدي من حيث أن المؤسسة التي تعتمد على الديون ترتفع قيمتها الكلية عكس المؤسسة التي لا تعتمد على الديون أو تعتمد عليها بنسبة أقل ويقوم تحليلهم على مفهوم المراجعة Arbitrage والتي تعني على افتراض أن المستثمر يمكنه استبدال الرفع المالي للمؤسسة برافعة مالية شخصية كعملية معاكسة لرفع المؤسسة وبذلك يمكن الحفاظ على التوازن في السوق، وتتطوي فكرة المراجعة على أن المستثمر يستطيع أن يحول استثماراته من مؤسسة تعتمد على الديون في تمويل جزء من أصولها إلى مؤسسة أخرى مشابهة ولكنها تعتمد على الأموال الخاصة بالكامل في التمويل

¹ Aswath Damodaran, OP-CIT, P 748.

² Sergio Focardi, Frank J Fabozzi, **The mathematics of financial modeling and investment management**, Wiley, New Jersey, 2008, P 84.

ويترتب على ذلك أن المستثمر يمكنه أن يحقق العائد الذي كان يحققه من قبل ودون زيادة في المخاطر المالية ولكن باستثمار اقل وبالتالي لا يكون هناك مبرر لقيام هذه المؤسسة التي تعتمد على الأموال الخاصة فقط بإجراء أي تعديل في هيكلها المالي للاستفادة من مزايا الرفع المالي والتي تحقق ميزة لأصحاب الأموال الخاصة وذلك طالما أن أصحاب الأموال الخاصة أنفسهم قادرون على تحقيق ذلك وبالتالي فإن استخدام فكرة المراجعة ستؤدي في النهاية إلى تساوي القيمة السوقية للمؤسستين.¹

الفرع الثالث: التدليل على النموذج

من أجل التدليل على أن تكلفة الأموال القيمة السوقية للمؤسسة مستقلتين عن الهيكل المالي انطلق العالمان من افتراض وجود مؤسستين تنتميان لنفس فئة المخاطرة ولهما نفس معدل مردودية الأصول ومتماثلتين في الحجم وتتميزان بخصائص اقتصادية متشابهة مع افتراض أساسي أنهما مختلفتين من ناحية الهيكل المالي بحث أن أحدهما ممولة بالأموال الخاصة في حين أن الثانية ممولة بمزيج من الأموال الخاصة والديون حيث يتم إثبات أن الهيكل المالي مستقل عن القيمة السوقية للمؤسسة كما يلي:

أولاً: الحقيقة الأولى لموديفلياني وميللر: تتمثل في أنه لا يمكن للمؤسسة أن تزيد من قيمتها السوقية وبالتالي قيمة الأموال الخاصة وهو ما يعرف بالحقيقة الأولى لموديفلياني وميلر.²

حيث تتوقف قيمة المؤسسة على التدفقات الناتجة من الاستثمارات والمتمثلة في صافي ربح العمليات أو EBIT وبالتالي فإن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال العلاقة التالية:

$$V = EBIT / K_e$$

حيث K_e التكلفة الكلية للأموال

نفرض أن لدينا مؤسستين متماثلتين في حجم ونوعية الأصول الخاصة بهما وأنهما تحققان نفس العائد إلا أن إحداها ممول فقط بالأموال الخاصة ونرمز لها بالرمز V_u أما المؤسسة الثانية فتعتمد على الديون في تمويلها ونرمز لها بالرمز V_L ، حيث $V_u < V_L$ كان معنى ذلك أنه لا يوجد مستثمر عقلاني ورشيد يقبل على شراء أسهم المؤسسة التي تلجأ للديون لارتفاع ثمن أسهمها ويرجع ذلك أنه من المريح لهذا المستثمر شراء الأسهم في المؤسسة ذات القيمة الأقل V_u ثم يقوم هو بأعمال الاقتراض بحيث يحقق نفس النتائج التي تحققها المؤسسة المستدينة أي أنه يمكن للمستثمر أن يصل بنفسه إلى نتائج متطابقة لنتائج المؤسسة المستدينة دون الحاجة إلى دفع السعر المرتفع، وبدون شك أن سلوك المستثمر الرشيد من شأنه أن يرفع من قيمة V_u ويقلل من قيمة V_L حتى نصل إلى التساوي بينهما ويتحقق بذلك توازن السوق.

و لاستكمال الإثبات يجب توضيح السياسة التي يمكن أن ينتهجها المستثمر العقلاني بالشكل الذي يحقق التطابق في النتائج ويمكن إظهار هذه السياسة كما يلي:

- نفرض أن المؤسسة التي لا تستعمل الديون قيمتها $V_u = S_u$ حيث S_u تمثل الأموال الخاصة ونفرض أن المؤسسة تحقق عائد معين نرمز له بالرمز E_{un} وأنه يتم توزيع هذا العائد بالكامل مع افتراض ثبات معدل نمو التوزيعات.

¹ عبد الغفار حنفي، زكية رسمي قرياقص، مرجع سابق، ص 205.

² حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل والتحليل المالي، الكتبة الأكاديمية، الإسكندرية، 2005، ص 507.

- القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة قيمتها V_L حيث $V_L = S_L + D_L$ حيث D_L قيمة الديون، وأنها تحقق عائد يساوي العائد مطروحا منه مبلغ الفائدة = $Earn - i$ حيث i مبلغ الفائدة، علما أن الفائدة هي: $i = t \times D_L$ حيث t يمثل معدل الفائدة.

فإذا قام المستثمر بشراء نسبة من الشركة V_u ولتكن aV_u كان هذا معناه أنه يستثمر المقدار aS_u ويحقق العائد $aEarn$ وتسمى هذه الإستراتيجية الأولى (ST1).

وإذا قام المستثمر بشراء نفس النسبة a في المؤسسة المقترضة كان معنى ذلك أنه يقوم بشراء aS_L ويحقق عائد مقداره $a(Earn - i)$ وتسمى هذه بالإستراتيجية الثانية (ST2).

فإذا كانت $V_L > V_u$ فإنه يمكن أن يحقق نفس نتائج الإستراتيجية الثانية (ST2) وذلك من خلال الإستراتيجية التالية:

يقوم بشراء aS_u في المؤسسة الأولى على أن يفترض aD_L وبالتالي تكون الكمية المستثمرة والتي قام المستثمر بدفعها هي:

$aS_u - aD_L = a(S_u - D_L)$ ويحقق عائد قدره $a(Earn - i)$ وتسمى هذه بالإستراتيجية الثالثة (ST3) وحيث أن الإستراتيجية الثالثة والثانية تحققان نفس العائد وقدره $a(Earn - i)$ كان معنى ذلك تساوي المبالغ

المستثمرة في الإستراتيجيتين أي أن: $a(S_u - D_L) = aS_L$

$$\begin{aligned} S_u &= S_L + D_L \\ V_u &= V_L \end{aligned}$$

أما إذا لم تتساوى المبالغ المستثمرة فإن ذلك يدل على عدم كفاءة السوق وهو ما يتعارض مع افتراض الكفاءة أي أن عدم التساوي هو أمر غير وارد.

ونستنتج من هذه الحقيقة الأولى لموديقلياني وميللر ثبات التكلفة الكلية للأموال وأن قيمة المؤسسة تتوقف على الأرباح الناتجة من استخدام استثماراتها.

ثانيا: الحقيقة الثانية لموديقلياني وميللر: يبين العالمان في هذه الحقيقة أن العائد المطلوب تحققه على الأموال الخاصة K_c يرتبط طرديا مع حجم الاقتراض إذ يزيد العائد المطلوب تحقيقه بالنسبة للأموال الخاصة كلما زادت القروض ويرجع ذلك إلى زيادة مخاطر الأموال الخاصة مع زيادة الاقتراض وبالتالي ضرورة زيادة العائد المطلوب تحقيقه نتيجة لذلك.¹

أي أن تكلفة الأموال الخاصة K_c تساوي ما يلي:

- تكلفة الأموال الخاصة K_0 لمؤسسة لا تلجأ إلى الديون.

- يضاف إلى ذلك علاوة مقابل المخاطر المالية نتيجة الاقتراض وتتحدد هذه العلاوة بناء على الفرق $(K_0 - i)$ وحجم الاقتراض D/S_L حيث:

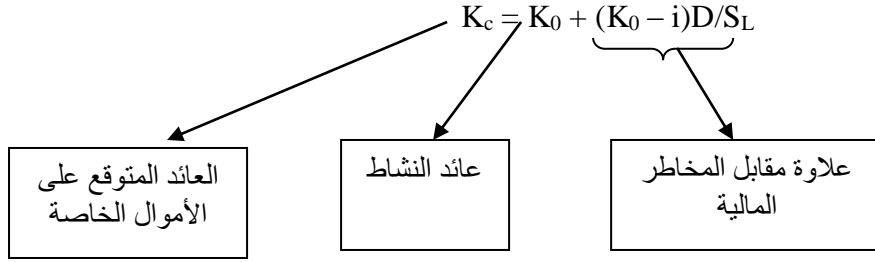
i التكلفة الثابتة للاقتراض.

D : القيمة الكلية للديون.

¹ حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص 520.

S: القيمة الكلية للأموال الخاصة.

فيكون لدينا:



أي أن العائد المتوقع على الأموال الخاصة دالة خطية في ديون المؤسسة لها ميل $(K_0 - i)$ وإن K_0 تمثل الجزء المقطوع من المحور الرأسي.

ويمكننا إثبات ذلك من خلال التحليل التالي:

$$EBIT = (EBIT - tD) + tD$$

$$EBIT/V_L = (EBIT - tD)/V_L + tD/V_L$$

$$= (EBIT - tD)/S_L \cdot S_L/V_L + tD/D \cdot D/V_L$$

$$K_0 = K_c = K_c \cdot S_L/S_L + D + t \cdot D/S_L + D$$

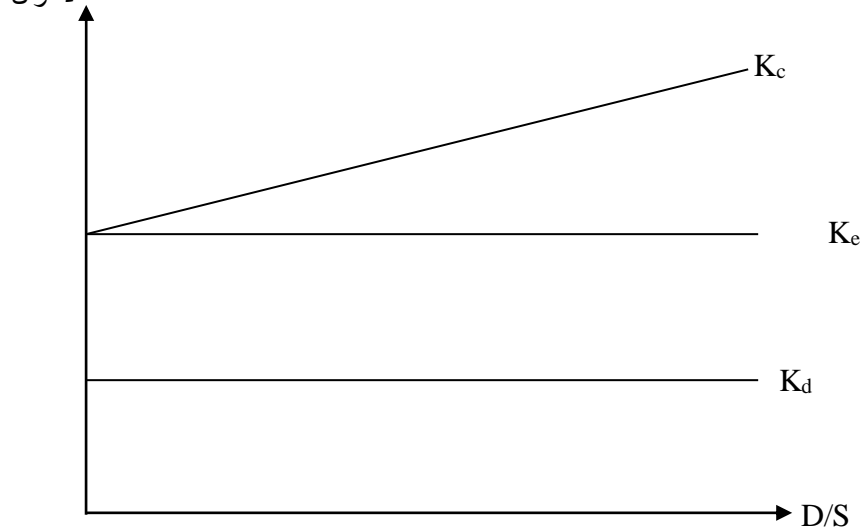
$$K_c = S_L + D/S_L (K_0 - t \cdot D/S_L + D)$$

$$= K_0 + D/S_L \cdot K_0 - D/S_L \cdot t$$

$$= K_0 + (K_0 - i)D/S_L \longrightarrow \text{وهو المطلوب إثباته}$$

ويمكن التعبير عن النتيجة السابقة من خلال المنحنى البياني التالي:

الشكل (37): الهيكل المالي للمؤسسة في نموذج MM (انعدام الضرائب) تكلفة الأموال



المصدر: حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص 522.

من خلال الشكل يمكن ملاحظة أن التكلفة الكلية لا تتجه نحو الانخفاض بلجوء المؤسسة إلى الاقتراض وإحلالها محل حقوق الملكية حتى وإن بدت تكلفة الديون أقل من تكلفة الأموال الخاصة ويرجع ذلك إلى أن زيادة الاستدانة ذات تكلفة منخفضة من شأنه أن يزيد من مخاطر الأموال الخاصة وبالتالي زيادة تكلفتها بنفس مقدار النقص في التكلفة بسبب الاستدانة بحيث يبقى متوسط تكلفة الأموال المستثمرة في المؤسسة كما هو دون تغيير وبالتالي فإنه يمكن التعبير عن الحقيقة الثانية ل MM: لا تختلف قيمة المؤسسة والتكلفة الكلية باختلاف مصادر التمويل سواء كانت أموال خاصة أو أموال مقترضة.

الفرع الرابع: نقد النظرية

لقد تعرض نموذج مودفلياني وميللر في حالة غياب الضرائب لمجموعة من الانتقادات أساسا من حيث واقعية النموذج والفرضيات التي قام عليها ومن أهم هذه الانتقادات:

- انتقاد فرضية مجانية الأسواق المالية وكفاءتها لأنه من غير الواقعي تحقيق عدم وجود أي تكاليف للتحويل وتكاليف إصدار الأوراق المالية في الوقت الذي تؤدي فيه هذه الفرضية دورا أساسيا في تحليل الكاتبين، فوجود هذا العنصر يضعف من عملية المراجعة.¹

- انتقاد فرضية أن المستثمر بإمكانه القيام بالرافعة المالية بدلا من المؤسسة لأنه عندما تقتض المؤسسة وعلى افتراض عدم قدرتها على السداد فإن ذلك يؤدي على إعلان إفلاسها وفي هذه الحالة لا تمتد آثار الإفلاس إلى ثروة المساهمين أما إذا قام المستثمر بنفسه بعملية الرافعة ولم يتمكن من تسديد التزاماته يؤدي ذلك إلى إعلان عسره المالي حيث تمتد آثاره إلى أمواله الخاصة وممتلكاته الشخصية.

- من الصعب قبول افتراض أن كل من المؤسسة والمستثمرين يكون لهما نفس القدرة على الاقتراض بنفس معدل الفائدة وهو ما يقلل من فكرة المراجعة كذلك فمن المؤكد أن الهيئات المالية تختلف في معاملاتها للأعوان الاقتصاديين فهي لا تقتصر في تطبيق معدل واحد في السوق حيث يختلف معدل الفائدة حسب طبيعة المتعامل سواء كان فردا أو مؤسسة.²

- من جهة أخرى تم انتقاده من خلال فرضية عدم وجود أي نوع من الضرائب وهو افتراض غير واقعي في حين أن الفوائد على الديون قابلة للتخفيض من هيكل التكاليف وهو ما يؤدي إلى التخفيض من الوعاء الضريبي للمؤسسة، بينما المساهمون ليس لهم الحق في الإرباح إلا بعد الضرائب وهو ما سيكون له تأثير على تكلفة الدين والمال الخاصة.³

المطلب الثاني: الأخذ بعين الاعتبار الضرائب

في مقال نشره مودفلياني و ميلر سنة 1963، اعترفا بالدور المهم للمديونية في التمويل، نظرا لما تحققه من تخفيض في الضرائب، مستنتجين بذلك أن الهيكل المالي الأمثل يتمثل في تعظيم الاستدانة، و بما أن التكاليف المالية هي تكاليف تدرج في جدول حساب النتائج التي تخفض من المبلغ الخاضع للضريبة، و من ثم

¹ Alain Capiez, OP-CIT, P 157.

² عبد الغفار حنفي، زكي وسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 210.

³ يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 147.

تحقق اقتصادا في الضرائب الشيء الذي يحدث اختلافا في النتائج الجبائية لمؤسستين إحداهما تعتمد فقط على الأموال الخاصة والأخرى تضيف إلى ذلك الأموال المقترضة.

الفرع الأول: دور الضرائب

تلعب الضريبة دورا مهما في المردودية المالية للمؤسسة فهي تخفض الثروة المحققة من خلال ذلك الاقتطاع الذي تقوم به السلطة العمومية من هذه الثروة وكذلك في نفس الوقت نجد من بين التكاليف المسجلة في هيكل تكاليف استغلال المؤسسة التكاليف المالية عن القروض وبذلك فهي تخفض القاعدة الخاضعة وبذلك فهي تحقق اقتصاد الضريبة من خلال الوفورات الضريبية.

وتلعب هذه التقنية بشكل واضح من أجل التكاليف المالية ممثلة في مكافأة الديون وهو ما يعني بالنسبة لمؤسستين الأولى مستدينة والأخرى غير مستدينة أنه ستكون هناك تأثيرات متباينة بين المؤسستين وهو ما يعني عدم حياد مصادر التمويل على الهيكل المالي للمؤسسة.¹

ولتوضيح اثر الضرائب نأخذ مثال لمؤسستين الأولى A تعتمد فقط والمؤسسة الثانية B تعتمد على الأموال الخاصة وديون بقيمة 8000 دج بمعدل فائدة 05% وتحققان نفس نتيجة الاستغلال ب 3000 دج مع معدل الضريبة 33.33% ومن أجل إظهار اثر الضريبة يجب دراسة مراحل تكوين النتيجة الصافية للمؤسسة كما يلي:

الجدول(12): مراحل تكون النتيجة للمؤسستين A و B

المؤسسة B	المؤسسة A	
3000	3000	النتيجة قبل الفوائد والضرائب
400	0	التكاليف المالية
2600	3000	النتيجة قبل الضريبة
867	1000	الضريبة
1733	2000	النتيجة الصافية

المصدر: من إعداد الطالب

والتحليل التالي للمتغيرات يحدد النتائج المتوقعة للضريبة والتكاليف المالية كما يلي:

الجدول(13): المتغيرات والضريبة

النسبة	القيمة الإجمالية	التغيرات
3/1	133 = (864 - 1000)	الضريبة
3/2	267 = (1733 - 2000)	النتيجة الصافية
1	400	المجموع

المصدر: من إعداد الطالب

إن تحليل التغيرات يظهر بأن الضريبة تمثل 3/1 من الفوائد المدفوعة أما بالنسبة لنتيجة الصافية فإنها تمثل 3/2 وبالتالي نستنتج أنه وبصفة غير مباشر أن السلطة العمومية تحملت على عاتقها دفع الثلث والذي

¹ Jacques Teulié, Patrick Topscalian, OP-CIT, P 360.

يمثل معدل الضريبة من فوائد الديون، هذه الميزة تؤدي إلى الاعتقاد بوجود عامل لتثمين المؤسسة لأنه وبدون هذه الميزة إنه يجب دفع ما قيمته 133 دج من الضرائب وأكثر، فإذا كانت هذه الميزة متجددة بانتظام و بافتراض نفس الحجم من الديون ونفس معدل الضريبة فإن القيمة الحالية لاقتصاد الضريبة التي سوف ترفع من قيمة المؤسسة ستكون: $0.05/133 = 2660$ ، فالمعدل المستعمل لرسملة اقتصاديات الضريبة هو تكلفة الديون في حالة التي يمكن معها تعيين درجة مخاطر الديون و اقتصاديات الضرائب الناتجة.

الفرع الثاني: محتوى نموذج MM بوجود الضرائب

لقد انطلق موديفلياني وميللر في نموذجهما الثاني سنة 1963 في مقال تصحيحي بعنوان: *corporate income taxes and the cost of capital: a correction*، حيث قام تحليلهما من أن فوائد الديون تعتبر من التكاليف التي يمكن خصمها من الربح الخاضع للضريبة وبالتالي فإن قبول افتراض خضوع المؤسسة للضريبة على الإرباح يعني أنه يمكن للمؤسسة التي يشمل هيكلها المالي على قروض أن تحقق وفورات ضريبية تقدر بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة ومن هنا يبينان على أن قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من ديون وأموال خاصة سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد فقط على الأموال الخاصة في هيكلها المالي حيث أن الفرق بينهما يتمثل أساس في قيمة الوفورات الضريبية.

وبالتالي فإن النتيجة الأساسية التي توصل إليها موديفلياني و ميللر هي أن القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة تتمثل في قيمة مؤسسة مشابهة لها ولكنها لا تستخدم الديون مضافا إليها القيمة الحالية لاقتصاد الضريبة الناتج عن إدراج التكاليف المالية في الأساس الخاضع للضريبة وبالتالي فإن يجب على المؤسسة اللجوء إلى الاستدانة إلى أكبر قدر ممكن ومن هذا المنطلق لا يرفض موديفلياني وميللر بأنه في حالة وجود ضريبة على أرباح المؤسسات فإن القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة لكنها لا تستعمل الديون في هيكلها المالي بل تكفي فقط بالأموال الخاصة إلا أنهما يؤكدان على أن هذا الفرق بين القيمة السوقية للمؤسستين لا ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة أما إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك فإن عملية المراجعة كفيلا بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين.¹

ففي حالة وجود الضريبة على أرباح المؤسسات قام موديفليان وميللر بإعادة صياغة نظريتهما من خلال

التحليل التالي:²

1- بالنسبة لمؤسسة غير مستدينة فإن قيمتها السوقية V_u يتم التعبير عنها كما يلي:

$$V_u = \frac{EBIT(1-T)}{K_c}$$

2- بالنسبة لمؤسسة مستدينة V_L فإن القيمة السوقية يتم التعبير عنها كما يلي:

$$V_L = \frac{EBIT(1-T)}{K_c} + \frac{TK_d S}{K_d} = V_u + TS$$

¹ Suret Jean-Marc, **Endettement de la PME : état de la situation et rôle de la fiscalité**, Institut des recherches politiques, Canada, 1987, P 89.

² Glen Arnold, **Corporate financial mangement**, Willey, New Jersey, 2008, P 996.

حيث V_L : القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة.

K_c : تكلفة الأموال الخاصة.

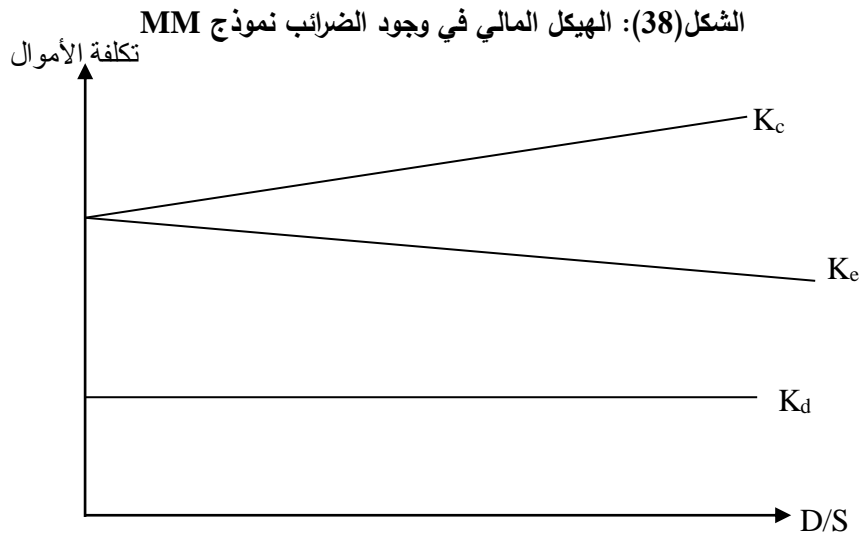
T : معدل الضريبة.

K_d : تكلفة الاستدانة.

S : قيمة الأموال الخاصة.

من خلال العلاقة السابقة فإن القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة هي قيمة معظمة بواسطة اقتصاديات الضرائب بالمقارنة بمؤسسة غير مستدينة هذا التعظيم يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للأموال الخاصة ويغير معدل المردودية المالية أي تكلفة الأموال الخاصة بينما تتخفض التكلفة الكلية للأموال.

ويمكننا تمثيل نموذج موديقلياني وميللر في وجود الضرائب كما يلي:



Source, Alain Capiez, OP-CIT, P 157

ولتوضيح وفهم أكثر نظرية موديقلياني وميللر في حالة وجود الضرائب سنقوم بإعطاء مثال كما يلي:
لنكن لدينا مؤسسة U تكفي فقط بتمويلها بالأموال الخاصة وتكلفة الأموال الخاصة بعد التخفيض الضريبي تقدر ب 6.67% والمؤسسة L يتم تمويلها بقروض بقيمة 8000 دج بتكلفة 5% و النتيجة قبل الفوائد والضرائب تقدر ب 3000 دج في كلتي المؤسستين أما الضريبة على الأرباح فتقدر ب 33.33% ($3/1$) فنتحصل على القيمة السوقية لكل مؤسسة كما يلي:

الجدول(14): قيمة المؤسسة U والمؤسسة L

المؤسسة L	المؤسسة U	المتغيرات
3000	3000	النتيجة قبل الفوائد والضرائب
1000	1000	مبلغ الضريبة
2000	2000	النتيجة بعد الضريبة
0.0667	0.0667	تكلفة الأموال
30000	30000	قيمة المؤسسة
400	0	التكاليف المالية
266.6		التكلفة المالية بعد الضريبة
133.3		اقتصاد الضرائب
0.05		معدل تكلفة الدين
2666		قيمة رسملة اقتصاد الضريبة
32666	30000	القيمة السوقية للمؤسسة المعدلة

المصدر: من إعداد الطالب

من خلال الجدول فإنه يتضح بأنه عند الأخذ بعين الاعتبار للضريبة ينفي فرضية حيادية مصادر التمويل بالنسبة لهيكل المالي للمؤسسة وذلك بواسطة اقتصاد الضريبة التي توفرها الديون وبالتالي فغن المؤسسة المستدينة تكون أكثر قيمة من المؤسسة غير المستدينة وبالتالي يوجد هيكل مالي أمثل والذي يتمثل في تعظيم الاستدانة والتي بإمكانها توفير أعظم اقتصاديات في الضريبة، ولكن يجب الأخذ بعين الاعتبار انه يجب دائما على المؤسسة تحقيق نتائج إيجابية كافية حيث أن:

معدل الضريبة

قيمة الوفورات الضريبية = قيمة الديون x معدل الفائدة x

تكلفة الأموال الخاصة

الفرع الثالث: تأثير الضرائب على أرباح الأفراد

لقد قام ميللر في مقاربة جديدة سنة 1977 في مقال بعنوان: Dept and taxes بتناول أثر ضريبة الدخل على الأفراد حيث بينت هذه الدراسة أن الأخذ في الاعتبار هذه الضريبة يمكنه أن يقضي تماما على الزيادة في قيمة المؤسسة الناتجة عن الوفورات الضريبية وبالتالي عدم إمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل، وخاصة في حالة ارتفاع هذه الضرائب على القروض مقارنة بالأسهم وهو ما يؤدي إلى فقدان حملة السندات المزايا التي تتحقق للمؤسسة من هذه السندات.

جاء Miller بفكرة أن قرار الاقتراض لا يترتب عليه وفورات ضريبية عكس ما جاء به M&M وذلك نتيجة للضريبة الشخصية التي يتحملها المساهمون على دخولهم من تلك الأسهم، وبرهن ذلك من خلال ما لاحظته على اقتراض متمائل نسبة إلى صافي الأصول في العشرينيات والخمسينيات رغم أن معدل الضريبة تراوح في الفترة الأولى ما بين 10% و 11%، بينما وصل في الثانية إلى 52%، ونظرا لأن الوفورات الضريبية

تزداد بازدياد الديون فإنه كان متوقعا ارتفاع نسبة الأموال المقترضة في الخمسينيات، وأشار كذلك إلى أنه إن وجدت وفورات ضريبية فهي تتحقق في حالة واحدة فقط وهي عندما لا يخضع الدخل الشخصي لحملة الأسهم للضريبة على دخولهم من تلك الأسهم، وإن وجدت هذه الوفورات فإنه يجب حسابها كالتالي:¹

$$TS = \left[1 - \frac{(1 - \tau)(1 - \tau_1)}{(1 - \tau_2)} \right] \times D$$

حيث:

TS : الوفورات الضريبية.

τ : الضريبة على أرباح المؤسسة.

τ_1 : معدل الضريبة الشخصية على دخل المساهمين - حملة الأسهم.

τ_2 : معدل الضريبة الشخصية على دخل المقرضين - حملة السندات.

ويعتقد Miller أنه إذا كان $\tau_1 < \tau_2$ كنتيجة لانخفاض الضريبة على الأرباح للأسهم، فإن صافي دخل حملة السندات لا بد وأن يكون كبيرا لتعويض ارتفاع الضريبة على دخولهم، وإلا فإن المؤسسة لن تجد من يقرضها، وأشار Miller كذلك إلى أن الوفورات الضريبية تتلاشى أو تصبح سالبة إذا كان معدل الضريبة على الدخل الشخصي لحملة الأسهم أقل من معدل الضريبة على الدخل الشخصي لحملة السندات. وفي هذه الحالة يصبح من المتوقع أن تستمر المؤسسة في زيادة نسبة الاقتراض حتى يصبح $(1 - \tau_2) = (1 - \tau_1)(1 - \tau)$ ، وهو ما يمثل حالة التوازن أي انعدام الوفورات الضريبية، وبذلك فإن أي زيادة في الاقتراض لن تضيف شيء لقيمة المؤسسة.

والجدير بالذكر أن دراسة Miller تقوم على افتراض أن معدل الضريبة الشخصية على دخل المساهمين يمكن أن يساوي الصفر، وهذا متوقع حدوثه عمليا، فإذا حققت المؤسسة أرباحا وقامت باحتجازها ونجم عن ذلك ارتفاع القيمة السوقية للأسهم، ولم يقر حملتها ببيعها فلن تتحقق أرباحا فعلية ومن ثم لن يكون هناك مجال لفرض ضريبة على دخولهم من تلك الأسهم. وهو ما أكدته Miller & Schles (1978) حيث أوضحا أن المساهمين قادرون عمليا على تأجيل بيع الأسهم وبالتالي تأجيل الحصول على الأرباح وعدم دفع الضريبة حتى نهاية العمر، حيث امتد Miller في تحليله إلى ما يسمى بالتوازن العام على مستوى سوق المال، حيث أشار إلى أن التباين في معدل الضريبة الشخصية للمستثمرين من شأنه أن يؤثر على قرارات الاستثمار، فالمستثمرين الذين تعفى دخولهم من الضريبة الشخصية مثل مؤسسات إدارة أموال المعاشات تفضل أن توجه مواردها المالية إلى الاستثمار في السندات، أما المستثمرون الذين تخضع دخولهم للضريبة فإنهم يفضلون الاستثمار في الأسهم.

ناقش Litzenberger & Van Horne (1978) في مقالة لهم تأثير الضرائب المتعلقة بالمؤسسات وتكلفة الإفلاس على سوق رأس المال، حيث أكدوا أن أي تغيير في الضرائب (ارتفاعها) قد تجعل الأسهم في أسوأ حال، خاصة إذا كان سعرها السوقي أقل من سعرها الاسمي، وكذا تأثير تعديل الضرائب الشخصية على

¹ Zane Swanson and others, **The Capital Structure Paradigm: Evolution of Debt/Equity Choices**, PRAEGER, LONDON, 2003, P49.

المستثمرين، حيث أن حملة الأسهم العادية لا يجمعون على زيادة الديون في هيكل رأس المال تحت تأثير هذه الضرائب، فهم يفضلون الحفاظ على الهيكل الحالي لرأس المال (للحفاظ على تكلفة الإفلاس) لأن اللجوء إلى الديون تعني نقص العائد المتاح للمساهمين وبالتالي بفضل وجود الضرائب الشخصية فإنه سيتم فقدان قيمة من العائد الذي كان من المفروض أن يتحصلوا عليه، ففي العديد من الدول فإن معدل الضريبة على أرباح الأفراد من توظيفاتهم المالية (أسهم، سندات) يفوق معدل الضريبة على أرباح الشركات، كما أنه في بعض الحالات قد يكون هذا المعدل مساوياً للصفر إذا كانت أرباح رأس المال محققة بعد العديد من فترات انخفاض الأرباح أو عدم تحقيقها.

إن المبدأ الأساسي الذي قام عليه تحليل ميلر لتأثير الضرائب على الأفراد هو تحليل مدى ارتفاع أو انخفاض هذه الضرائب على الأسهم أو الديون وخاصة السندات ولذلك فإن المستثمرون الذين يرغبون في حياة الأوراق المالية سيقومون باختيار نوع التوظيفات المالية حسب معدلات الضرائب السائدة:

- فإذا كانت الضرائب على أرباح الأسهم منخفضة أو تتميز بإعفاءات جبائية من طرف السلطات العمومية على عكس الضرائب على أرباح السندات التي تكون مرتفعة فإن ذلك سوف يدفعهم إلى التوجه نحو الأسهم وبالتالي زيادة الأموال الخاصة وهو ما يعني انخفاض الديون في هيكل التمويل وبالتالي عدم إمكانية استعادة المؤسسة من أثر الرفع المالي واقتصاد الضريبة المتأتي من استخدام الديون في الهيكل المالي.¹

المبحث الرابع: النظريات الحديثة للهيكل المالي

لقد استبعدت النظريات المفسرة للهيكل المالي في النظرية الكلاسيكية أية مخاطر متعلقة باستخدام الديون في الهيكل المالي للمؤسسة، حيث أنه كلما زادت نسبة الديون فإنه تزداد معها مجموعة من المخاطر المالية واحتمالات الإفلاس، الناتجة عن عدم قدرة المؤسسة على تسديد ديونها وهو ما يشكل خطراً حقيقياً على المؤسسة كما تزداد تكاليف الوكالة وذلك من خلال قيام الدائنين بالتدخل في تسيير شؤون المؤسسة نتيجة لإحساسهم بالخطر.

المطلب الأول: نظرية المراجعة (Trade-off)

قام العديد من العلماء بإسقاط افتراض أن الديون خالية من الخطر، وبالتالي يترتب عن فشل المؤسسة في سداد قيمة القروض والفوائد عندما تحين آجال استحقاقها مخاطر تدعى بمخاطر الإفلاس وتنتج هذه المخاطر عند قيام المقرضين بإجراءات قانونية لاسترجاع أموالهم قد تؤدي إلى شهر إفلاس المؤسسة ويترتب عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

الفرع الأول: تأثير الاستدانة في ظل تكلفة الإفلاس (Cost of bancruptcy)

أولاً: مفهوم الإفلاس: يمكن تعريف الإفلاس كما يلي:

- الإفلاس هو: " عملية تصفية أصول المؤسسة وذلك بسبب توقف المؤسسة عن الدفع لدائنيها ".²

¹ Merton Miller, Bruce David Grundy, **Selected works of Merton H. Miller : a celebration of markets**, Universite of Chicago Press, Chicago, 2002, P 198.

² Jacques Teulié, Patrick Topscalian,, OP-CIT, P 365.

- " يحدث الإفلاس عندما لا تتمكن المؤسسة من تسديد التزاماتها الحالية اتجاه التزامات الديون، أو عندما تقوم المؤسسة بعدم تخصيص مؤونات كافية لمواجهة الإفلاس أو الإفراط في استخدام هذه المؤونات لغير وجهتها".¹
- الإفلاس: " هو عدم تمكن التدفقات النقدية المحققة من طرف نشاط المؤسسة من تغطية فوائد أو أصل الدين مما يجبر المؤسسة على إعلان إفلاسها والتنازل عن أصولها لتسديد التزاماتها".²

فحالة إفلاس المؤسسة مرتبطة باستخدام ولجوء المؤسسة إلى تمويل هيكلها المالي بالديون، فالتوسع في استخدام الديون سوف لن يكون له الأجر الإيجابي فقط من خلال أثر الرافعة المالية بل يمكن أن يكون له أثر سلبي كذلك والمتمثل أساسا في تزايد المخاطر المالية مما يؤدي إلى احتمال توقف المؤسسة عن الدفع لدائنيها، وخاصة عندما تواجه المؤسسة مشاكل في نشاطها الاستغلالي كانهخفاض الأرباح نتيجة لزيادة المنافسة أو زيادة التكاليف وهو ما يؤدي إلى عدم قدرة التدفقات النقدية المحققة على تغطية الديون وفوائدها عند حلول آجال استحقاقها وهنا تقع المؤسسة في حالة العسر المالي الذي يمكن أن يؤدي إلى إعلان إفلاسها.

حيث تضيف الديون ضغوط على المؤسسات، إذ تلتزم بدفع الفوائد والأقساط في تواريخ محددة بغض النظر عن موقفها النقدي الأمر الذي قد يؤدي إلى اضطرابات مالية لها تكلفة قد تفوق الفوائد المالية التي تأتي من خلال الاستدانة، وحتى في حالة عدم وصول المؤسسة إلى حالة إعلان الإفلاس فإن الأمر يمتد كذلك إلى التكاليف الناتجة عن هذه الاضطرابات المالية وما يصاحبها من تكاليف مثل التكاليف القانونية والإدارية الخاصة بمثل هذه الحالات وكذلك التكاليف الناتجة عن الاحتمالات الخاصة بضعف صورة المؤسسة.

ثانيا: أنواع تكاليف الإفلاس: ينطوي الإفلاس على نوعين من التكاليف: تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة كما يلي:³

أ- التكاليف المباشرة للإفلاس: وتتمثل في تلك التكاليف الإدارية المرتبطة بعملية الإفلاس مثل التكاليف الإدارية، تكاليف المحامين والهيئات القضائية المختصة، تكاليف المحاسبين ووكلاء التصفية القضائية، تكاليف البنوك... إلخ، حيث يمكن أن تكون هذه التكاليف بالملايين في القضايا المعقدة.

ب- التكاليف الغير مباشرة للإفلاس: بالإضافة إلى التكاليف المباشرة للإفلاس هناك مجموعة من التكاليف الغير مباشرة التي يمكن أن تتحملها المؤسسة نتيجة لعملية الإفلاس والتي تتمثل أساسا في هز صورة المؤسسة في المجتمع مما ينتج عنه تحقيق خسائر اقتصادية هامة، وهو ما ينتج عنه تحويل وقت الإدارة نحو عملية الإفلاس، وانخفاض المبيعات خلال وبعد الإفلاس، زيادة القيود على استثمارات والبحث والتطوير في المؤسسة وكذلك خسارة أهم الموظفين.

ويمكننا توضيح تأثير تكاليف الإفلاس على المؤسسة كما يلي:⁴

أ- التأثير سلبي على القيمة السوقية للمؤسسة: وذلك كما يلي:

¹ Michael C Jensen, **A theorie of the firm**, Harvard university press, USA, 2003, P 117.

² William L Megginson and other, **Introduction to Corporate finance**, South Western, London, 2008, P 417.

³ IBIDEM, P 414.

⁴ Fouzi Rassi, OP-CIT, P 453

1- البيع الجبري لأصول المؤسسة بأسعار منخفضة، تصفية المخزونات، بيع عقارات المؤسسة بأسعار جد منخفضة.

2- ارتفاع التكاليف القضائية.

3- ضياع نسبة هامة من زبائن المؤسسة وذلك عند ظهور بوادر الإفلاس.

فتكاليف الإفلاس هي محتملة بشكل أكبر مع زيادة لجوء المؤسسة للاستدانة، حيث أن مبلغ الفوائد الواجبة الدفع دوريا ترتفع مع ارتفاع نسبة المديونية وتخفيض من نتيجة المؤسسة وبالتالي فإن احتمال انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة وارتفاع تكلفة الأموال تزداد ويزداد معها احتمال إفلاس المؤسسة.

ب- **معدل الفائدة:** يرتفع معدل الفائدة عند وصول المؤسسة إلى عتبة معينة من الاستدانة وذلك نتيجة لزيادة درجة الرفع المالي وهو ما يؤدي إلى زيادة في تكلفة الأسهم نتيجة لزيادة الاستدانة وفي نفس الوقت زيادة تكلفة الاستدانة و هو ما يؤثر سببيا على القيمة السوقية للأسهم العادية.

ج- **نتيجة الاستغلال:** تبقى نتيجة الاستغلال غير حساسة لتغيرات الهيكل المالي، غير أن الاستدانة المهمة والمبالغ فيها تجعل من الأصعب الحصول على التمويل القصير الأجل الضروري لتمويل نشاطات الاستغلال وخاصة عندما تكون الظروف الاقتصادية العامة غير مشجعة والقروض مرتفع التكلفة و محدود، فالتمويل الغير كافي للزبائن أو المخزونات يمكن أن يحد من الإنتاج والمبيعات ويؤثر بشكل سلبي على نتيجة الاستغلال.

ثالثا: محتوى نظرية تكلفة الإفلاس

تتعلق نظرية تكلفة الإفلاس من الانتقادات الموجهة لنموذج موديقلياني وميللر بتجاهلهما إمكانية إفلاس المؤسسة عند التوسع في عمليات الاقتراض حيث يفترض العالمان في تحليلهما أنه بإمكان المؤسسات الزيادة في حجم الاستدانة دون أن يكون لذلك تأثير سلبي عليها حيث يفترضان في تحليلهما الأولي سنة 1958 بأن للاستدانة أثر حيادي وبالتالي عدم إمكانية تحقيق المؤسسة لهيكل مالي أمثل بينما يبينان في تحليلهما الثاني لسنة 1963 بان للديون أثر إيجابي فقط من خلال اقتصاديات الضرائب الذي يتحقق من خلال الوفر الضريبي. ليس لعملية الاقتراض دائما نفس الإيجابيات، فعند بلوغ نسبة الاقتراض حدا معيناً في هيكل رأس مال المؤسسة تصل معها المؤسسة إلى إمكانية الإفلاس، ويترتب عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

يترتب على الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف التي تسمى بتكاليف الإفلاس وبالتالي فإنه لا يمكن تجاهل عملية الإفلاس التي تتطوي على نوعين من التكاليف فالنوع الأول يضم التكاليف المباشر المتمثلة في التكاليف الإدارية، تكاليف إعادة التنظيم، تكاليف مالية، تكاليف الوكالة، تكاليف البيع الجبري للأصول المستعجل، التكاليف الاجتماعية بينما يضم النوع الثاني من التكاليف تكاليف غير مباشر تكس مباشرة صورة المؤسسة في المجتمع أي المصدقية المالية وتكاليف الفرصة البديلة.

ويدرك المقرضون جيدا أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس في حالة حدوثه إذ قد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل، ولكي يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر إذا ما حدثت فإنهم يقومون

بنقل هذه التكاليف إلى الأموال الخاصة تحسبا لوقوع الإفلاس وبأخذ ذلك شكل ارتفاع معدل المردودية الذي يطلبونه للاستثمار في السندات أي ارتفاع معدل الفائدة على الديون وبالتأكيد فإن هذه التكاليف تزداد مع زيادة احتمال حدوث الإفلاس.

إن قيام المقرضين بنقل تكلفة الإفلاس إلى الأموال الخاصة يعني أنهم أصبحوا يتحملون وحدهم مخاطر الإفلاس غير أنهم لا يستطيعون التخلص منها لأن مخاطر الإفلاس تزداد مع زيادة نسبة الرفع المالي ولا يمكن التخلص منها بالتنوع محفظة الأوراق المالية الخاصة لأن الإفلاس يعتبر أساسا من المخاطر الغير منتظمة ونتيجة لعدم قدرتهم على التخلص من هذا الخطر فإن الطريقة المثلى لإقناع المستثمر هو الحصول على مردودية مرتفعة لتعويضه عنها وهذا يعني وجود علاقة طردية بين نسبة الرفع المالي ومعدل مردودية الأموال الخاصة.

ففي عالم يسوده الضرائب اقترح موديفلياني وميللر أن قيمة المؤسسة تكون كما يلي:

$$V_L = V_u + TS$$

حيث: V_L : القيمة السوقية للمؤسسة.

V_u : قيمة المؤسسة بدون ضرائب.

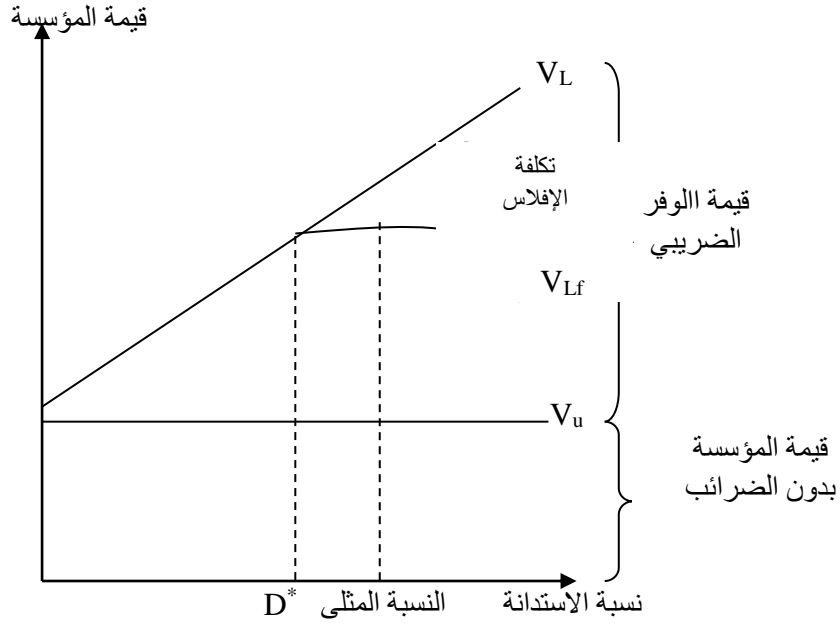
TS : القيمة الحالية للوفورات الضريبية

حيث تعبر العلاقة السابقة عن قيمة مؤسسة مستدينة وبدون الأخذ بعين الاعتبار لتكلفة الإفلاس ولكن عند إدراج تكلفة الإفلاس وأخذها بعين الاعتبار فإن القيمة السوقية للمؤسسة تصبح كمايلي:
فإذا اعتبرنا أن $V_a(F)$ هي القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس، فإن قيمة المؤسسة المقترضة تتخذ الصيغة الرياضية التالية:

$$V_{Lf} = V_u + TS - V_a(F)$$

أي أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثرا عكسيا على القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وعليه، تتحد نسبة الاقتراض المثالية في هذه الحالة بالنقطة التي تكون عندها تكلفة الإفلاس في حدها الأدنى، وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى، ويمكننا تمثيل ذلك بيانيا كما يلي:

الشكل(39): تأثير تكلفة الإفلاس على الهيكل المالي

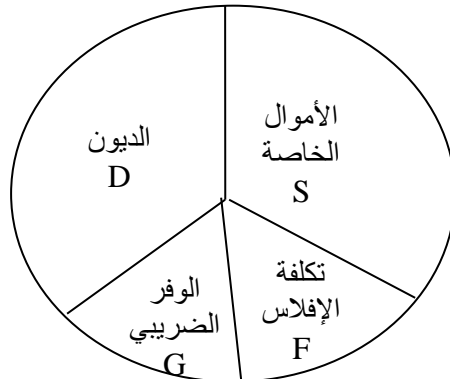


Source : Source : Jacques Teulié, Patrick Topscalian, op.cit, 366.

من خلال الشكل السابق فإن قيمة المؤسسة بدون اقتراض V_u تأخذ شكل خط أفقي ثابت القيمة وأن قيمة المؤسسة حالة الاقتراض V_L تأخذ شكل خط مستقيم يرتفع إلى أعلى بسبب الوفر الضريبي من ناحية وانعدام الضغوط المالية من ناحية أخرى ويكون ذلك صحيحاً في مرحلة الاقتراض بدرجات صغيرة وما قبل النقطة D^* إلا أن الزيادة في الاقتراض يبعد المؤسسة عن عالم مودفيليانى وميللر وتبدأ تكلفة الضغوط المالية في الارتفاع وبالتالي يبدأ خط قيمة المؤسسة V_L في الانخفاض بسبب ارتفاع تكلفة الضغوط المالية بشكل متزايد إلى أن نصل إلى نقطة تتساوى عندها التكلفة الحدية لاقتراض وحدة واحدة من النقود مع الإيراد الحدي نتيجة الوفر الضريبي الناتج عن هذا الاقتراض وتمثل هذه النقطة أعلى قيمة للمؤسسة وعندها يكون مستوى الاقتراض أفضل ما يمكن بالنسبة لمؤسسة ولكنه في الواقع لا يوجد نموذج رياضي يتم استخدامه في تحديد قيمة النسبة المثلى بشكل دقيق وذلك لصعوبة التعبير عن الضغوط المالية في شكل كمي دقيق.

وفي ضوء ما سبق يمكن تحديد قيمة المؤسسة من خلال الشكل التالي:

الشكل(40): الهيكل المالي في ظل الضرائب وتكلفة الإفلاس



المصدر: حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص 544.

أي أن قسمة المؤسسة هي حاصل جميع القيمة السوقية للأموال الخاصة والديون وتكاليف الإفلاس المحتملة والقيمة الحالية للوفر الضريبي وبالتالي يمكن التعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة لتصبح كما يلي:

$$V_{Lf} = S + D + F + G$$

ويمكن أن نشير هنا إلى وجود فارق واضح في المطالبات السابقة من حيث إمكانية تسويقها فالمطالب من جانب المساهمين وحملة السندات يمكن تسميتها بمطالبات يمكن تسويقها Market claims إذ يمكن شرائها وبيعها ومطالبات لا يمكن تسويقها Nonmarket claims كالضرائب والتكاليف المتعلقة بالإفلاس.

وبالتالي يمكن إعادة التعبير عن قيمة المؤسسة كما يلي:

$$V_{Lf} = V_M + V_N$$

حيث : V_M : المطالبات الممكن تسويقها.

V_N : المطالبات الغير ممكن تسويقها.

وعليه يمكن القول بأن نسبة الاقتراض المثالية في ظل وجود تكلفة الإفلاس، تتحدد بالنقطة التي عندها تكون تكلفة الأموال في حدها الأدنى وتبلغ عندها القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة أقصى حد ممكن لها، حيث تتعادل القيمة السوقية لمؤسسة تعتمد على القروض في تمويل أصولها مع القيمة السوقية لمؤسسة ممولة بالكامل عن طريق الأموال الخاصة، مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية ومطروحا منها تكلفة الإفلاس، وقد تمت صياغة نظرية هيكل المالي الأمثل لكل مؤسسة، والذي يتحدد عن طريق التوازن بين العائد الحدي للوفر الضريبي مع التكلفة الحدية للإفلاس.

ويختلف الدارسون في حقل الإدارة المالية بشأن حجم تكاليف الإفلاس ونسبتها إلى قيمة المؤسسة، فإذا كان هناك من يعتقد في ضالة التكاليف المباشرة للإفلاس، فإن هناك أيضا التكاليف غير المباشرة التي يتحملها الملاك سواء أسفر الإفلاس عن إعادة تنظيم المؤسسة أو عن تصفيتها فقد كشفت دراسة "ألتمان" عن أن دراسات الإفلاس قد أهملت التكاليف غير المباشرة للإفلاس، حيث ترتفع نسبة هذه التكاليف إلى 17,7% من القيمة السوقية للمؤسسة في المتوسط.

وتجنباً لمخاطر الإفلاس، يقوم المقرضون بنقل تكلفة الإفلاس إلى الملاك (ارتفاع معدل العائد الذي يطلبونه للاستثمار في سندات المؤسسة أو ارتفاع معدل الفائدة على القروض التي يقدمونها)، وبما أن الملاك لا يستطيعون التخلص من هذه المخاطر، فإن الوسيلة الوحيدة أمامهم هو المطالبة بمعدل عائد أعلى على الاستثمار لتعويضهم عنها، مما يعني أن هناك علاقة غير مباشرة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة، وبين معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار.

يفترض من التحليل السابق أن زيادة نسبة الاقتراض إلى حد معين سوف يترتب عليه ظهور تكاليف للإفلاس فقط، إلا أن زيادة نسبة الاقتراض عن حدود معينة قد تختلف نوعا ما عن التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الوكالة.

الفرع الثاني: نظرية تكلفة الوكالة (cost of agency):

تعرف الوكالة بأنها: " عقد يقترض بموجبه لجوء شخص أو عدة أشخاص لاستفادة من خدمات شخص

آخر حيث يقوم بعدة مهام باسمهم وهو ما ينطوي على تفويض سلطة اتخاذ القرارات ".¹

أولاً: نموذج Jensen and Meckling: لقد تم إعداد هذا النموذج من طرف عالمي الإدارة Jensen and

Meckling سنة 1976 في مقال بعنوان:

Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structur

ولقد حاول العالمان التدايل على أن الهيكل المالي للمؤسسة هو أكثر من مجرد محاولة تخصيص التدفق النقدي المحقق أي أن الهيكل المالي للمؤسسة يمكن أن يتأثر بطبيعة العائد الذي سوف يوزع حيث وجه النظر هذه من بين أهم الانتقادات الموجهة لنموذج موديقلياني وميللر، ومن أجل تمييز نظريتهم عن المقاربات النيوكلاسيكية قام العالمان باستخدام مصطلح " هيكل الملاك ownership structur " بدلا من هيكل رأس المال، بذلك قاما بالتأكيد على أن الهيكل المالي للمؤسسة لا يتكون من العلاقة بين الأموال الخاصة والديون ولكن كذلك يرتبط الهيكل المالي بتوزيع الأسهم بين المالكين للمؤسسة حيث يقسمون لنوعين من المساهمين النوع الأول ويسمى ب Insiders أو المساهمين المسيرين الذين يقومون بالإدارة والمراقبة والنوع الثاني يسمى ب Outsiders وهم المساهمون الذين لا يقومون بالإدارة أو المراقبة.²

إن التطور الكبير في مجالات التسيير وتعقدتها والذي يقابله كبر حجم المؤسسات لدرجة تصبح معها من الصعوبة بمكان أن يقوم المساهمون بتسيير مؤسساتهم بأنفسهم ونتيجة لذلك ظهر مبدأ فصل الملكية عن التسيير حيث يقوم المساهمون بتفويض سلطة اتخاذ القرارات إلى شخص متعاقد (Mandatire) يتم التعاقد بواسطة عقد (Mandat) معه من أجل القيام بتسيير المؤسسة وذلك نظرا لكفاءة هذا الشخص في التسيير وتوفر الخبرة لديه على عكس المساهمين الذين يمكن أن لا تتوفر لديهم هذه الكفاءات في التسيير .

ومن هنا فإنه يعمل كل طرف على تعظيم منفعته الخاصة حيث يعمل المساهمون على تعظيم ثروتهم في حين يعمل المسيرون على تعظيم أرباحهم الخاصة، حيث من المحتمل أن لا يقوم المتعاقدون دائما باتخاذ قرارات في صالح المساهمين الذين وكلوهم، ومن أجل الحد من تصرفات المسير فإن المساهم يمكن أن يتحمل تكاليف من أجل مراقبة عمل المسير (moniotoring costs) وينشأ نظام حوافز للمسير، من جانبه المسير يمكن أن يقوم بتكاليف التبرير (bonding costs) من أجل إقناع المساهمين بمطابقة تصرفاته لمصلحتهم الخاصة، لكن يمكن الوصول بأن تكون تكاليف المراقبة وتكاليف الإقناع بأن تفوق الخسارة المحتملة الناتجة عن تصرف غير ملائم للمسير وبالتالي تكون هناك تكلفة الفرصة أو التكاليف المتبقية، هذه الأصناف من التكاليف تشكل في مجملها تكاليف الوكالة حيث تشترط الفرق الغير قابل للتخفيض بين ما ستكون عليه ثروة المساهمين

¹ John S Walker, A financial- agency analysis of privatization, Associated university press, New Jersey, 1997, P 34.

² Gregor Gossy, A stakeholder rationale for risk management : implication for corporate finance decisions, Gabler edition wissenschaft, Germany, 2008, P 72.

عندما يتخذون بأنفسهم جميع قرارات التسيير و ثروتهم عندما يفوضون جزءاً أو كل سلطتهم إلى مسيرين مأجورين.¹

وبالتالي فإن تكاليف الوكالة تنشأ أساساً من التعارض في المصالح بين المساهم والمسير حيث يتحملها الطرفين ويمكن أن تكون نقدية أو غير نقدية ويمكن إعادة تصنيفها كما يلي:

- تكاليف المراقبة les coûts de contrôle: والتي تتمثل أساساً في تكاليف المسيرين و تحفيزاتهم ومصاريف التدقيق وتكلفتها هي تكاليف نقدية ويتحملها المساهم.

- تكلفة البرهنة les coûts de justification: مجسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكل، من خلال المؤشرات التي يظهروها الوكيل للموكل والتي يعبر له من خلالها على حسن التسيير.

- التكاليف الباقية les coûts résiduels: والتي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل، أي التي تتجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل.

ويشير العالمين على نوعين من الصراع الذي يمكن أن ينشأ بين المتعاملين مع المؤسسة:²

1- الصراع بين المساهمين والمسيرين: ينشأ هذا الصراع من أن المسيرين يملكون فقط نسبة ضئيلة من رأس مال المؤسسة ويستفيدون فقط من نسبة قليلة من الأرباح الناتجة أساساً من نشاطهم الكفاء في التسيير، وبالتالي تحمل التكلفة فالتصرف العقلاني للمسيرين هو البحث عن تعظيم قيمة الامتيازات غير النقدية (طائفة المؤسسة، مكاتب فخمة، تشكيل إمبراطورية...)، بالأحرى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وهو ما يشكل مصدراً لعدم الكفاءة والتي تكون جد منخفضة مقارنة بنسبة الأموال الخاصة التي يحوزها المسيرين، وبالتالي إذا كانت القيمة المطلقة لاستثمارات المسيرين في المؤسسة يتم الحفاظ عليها ثابتة فإن كل توسع في الاستدانة يرفع الحصة المرتبطة باستثمارات المسيرين ويخفض من الصراع بين المسيرين والمساهمين، بالإضافة إلى ذلك الاستدانة تخفض من التدفق النقدي الحر (free cash flow) وهو التدفق النقدي المتبقي عندما تكون جميع المشاريع الاستثمارية ذات قيمة عالية صافية موجبة تم تحقيقها، تحت تصرف المسيرين من أجل رفع وضعيتهم الشخصية، ويوسع ذلك خطر الإفلاس المرتفع التكلفة بالنسبة للمسيرين في شكل فقدان المراقبة والسمعة.

2- الصراع بين المساهمين والدائنين: يفهم من خلال أن عقود الاستدانة تحت المساهمين على الاستثمار على نحو تحت أمثل (sous-optimale)، وبالتالي فمنطق الأوراق المالية يدل على أن الاستثمارات في مشاريع ذات مخاطرة تعود بفائدة كبيرة على المساهمين في حالة تحقيق النجاح، لأنهم يكتفون فقط بتسديد الدين فقط، أما في حالة تحقيق الخسارة فإنهم يتحملون فقط جزءاً من هذه الخسارة بمقدار نسبة مساهماتهم، فإذا كان الدائنون لا يمتلكون أحقية الاطلاع على طبيعة الاستثمارات المنجزة من خلال أموالهم يمكن أن يكون هناك أثر " إحلال الأصول " والذي يشكل تكلفة وكالة الدين، فالدائنون ملزمون بمطالبة المؤسسة بالإدراج في عقود إصدار الديون عدة شروط موجهة لحماية الدائنين (ضمانات حقيقية، إلزام المؤسسة بإعادة التسجيل في هيئات التأمين، حق الاطلاع على سياسة الاستثمار...)، وفي نفس الوقت اللجوء إلى الأوراق الشبيهة (titres

¹ Alain Capiiez, OP-CIT, P 160.

² Gregor Gossy, OP-CIT, P 72.

(hybrides) مثل السندات القابلة للتحويل، السندات المسددة على شكل أسهم، السندات بوصول إعادة التسجيل كأسهم، يخفضون من قيمة عملية شراء المساهمين على أصول المؤسسة، وفي النهاية اللجوء إلى القرض الإيجاري من خلال حق الملكية يحد من خطر إحلال الأصول.

وبالتالي فإنه ينص عقد الاقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ أي إجراءات تتعلق بشراء أصول جديدة، أو إجراء توزيعات، أو رفع مرتبات المديرين، وحتى يتأكد المقرضون من أن الإدارة لم تخل بشروط التعاقد، فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، ومن ثم يتحمل المقرضون بعض التكاليف في سبيل ذلك، أو أن يقوم المقرضون من البداية برفع معدل الفائدة على القروض، ويطلق على التكاليف التي يتحملها المقرضون من أجل عملية المتابعة بتكاليف الوكالة، حيث أسقط كل من "جنسن وميكلنج" (Jensen & Meckling) افتراض تماثل دالة الهدف لكل من الملاك والدائنين، حيث أثبتنا أنّ هناك تكلفة وكالة للديون تلعب دورا هاما في قرار التمويل، وبظهور هذه التكلفة أصبح الهيكل المالي الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معا.¹

وكما هو الشأن في تكاليف الإفلاس، فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك، وهذا برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، مما يؤدي بالملاك أيضا إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار، والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

وفي هذا الصدد يشير "كيم وسورنس" (Kim & Sorensen) ردا على ما أشارت إليه نتائج دراسة "ميلر" من ثبات نسبة الاقتراض خلال فترة العشرينات والخمسينات رغم تغير معدلات الضريبة، إلى أن ذلك يؤكد على أهمية تأثير تكلفة الوكالة، ففي الخمسينات زاد عدد الشركات المساهمة على حساب الشركات الفردية والصغيرة، وصحب ذلك ارتفاعا في تكلفة الوكالة، مما أدى بالشركات إلى الحد من الاقتراض رغم المزايا الضريبية التي قد تنشأ عنه، بعبارة أخرى يمكن أن تكون تكلفة الوكالة قد زادت بنفس القدر الذي زادت به الوفورات الضريبية، وترتب على ذلك ثبات تشكيلة هيكل رأس المال.

وسواء تمثلت تكلفة الوكالة في خسائر ناجمة عن انفصال الإدارة عن الملكية، أو في القيود التي يفرضها الدائنون والتي تسفر عن انخفاض كفاءة التشغيل أو تمثلت في ارتفاع تكلفة الاقتراض، فإن العديد من الدراسات قد أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد بزيادة نسبة الأموال المقترضة، ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمنشأة، أي أن هذه القيمة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

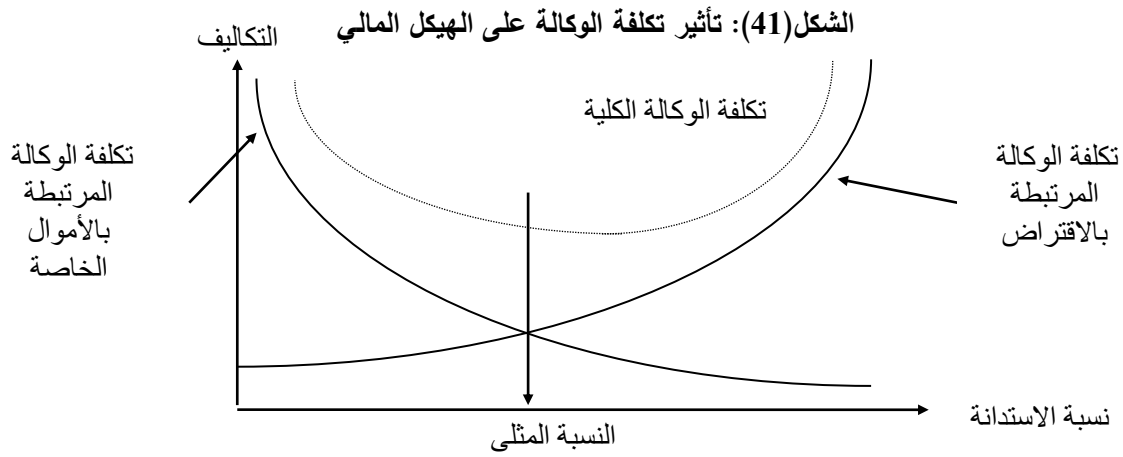
وإذا اعتبرنا أن $V_a(A)$ هي القيمة الحالية لتكاليف الوكالة، فإن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة، وتحدد على النحو الذي توضحه المعادلة:

$$V_L = V_u + T_D - V_a(F) - V_a(A)$$

وسوف يترتب عن ظهور تكلفة الوكالة تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل هيكل رأس المال وذلك

كما يبينه الشكل التالي:

¹ Joao Amaro de matos, **Theoretical foundation of corporate finance**, Princeton university press, New Jersey, 2001, P 63.



Source: Jacques Teulié, Patrick Topscalian, op.cit, 369.

لقد وضح Jensen and Meckling بأنه بإمكان المؤسسة تحقيق هيكل مالي أمثل والذي يتوافق مع مستوى مديونية متناسب مع تكاليف الوكالة بالنسبة للديون الذي يعوض المزايا التي تحققها الديون. **ثانياً: النموذج الحديث للوكالة والهيكل المالي:** لقد تم تطوير نموذج Jensen and Meckling بواسطة العديد من المساهمات والتي من أهمها:

- نموذج Haris and Raviv سنة 1990.

- نموذج Slutz سنة 1990.

- نموذج Hart an Moore سنة 1995.

المسيرون يرغبون دائماً في استمرارية نشاط المؤسسة على عكس المساهمين الذين يرغبون في بعض الحالات ويفضلون تصفية المؤسسة على الاستمرار في النشاط، كذلك يبحث المسيرون دائماً في استثمار كل الأموال الموجودة وحتى في الحالة التي يفضل فيها توزيعها على المساهمين وعلى هذا الأساس فإن المديونية هي التي تسمح بحل هذا الصراع بين المسيرين والمساهمين.¹

لقد تم التأكيد في هذه النماذج على دور الديون كجهاز تعديل للإدارة ويسمح بنقل المعلومات إلى المستثمرين، فاللجوء إلى الاستدانة سوف يرفع من إمكانية الإفلاس وبالتالي تصفية المؤسسة، إن استعمال الديون يفرض ضوابط على المسيرين وينقل المعلومات إلى المستثمرين حول إمكانيات المؤسسة حيث يتوقع أن تزيد نسبة الرفع المالي من القيمة السوقية للمؤسسة وخاصة المؤسسات التي تملك أصول مادية ضخمة التي تستطيع الاستدانة أكثر لتحقيق التوازن.²

بالنسبة Slutz الهيكل المالي الأمثل يتوافق مع المساواة بين مزايا الديون التي تتجنب الاستثمار في مشاريع مخفضة لقيمة وتكلفة الديون والتي لا تسمح بتحقيق جميع المشاريع التي ترفع من قيمة المؤسسة، حيث يعتبر بصفة عامة بان المسيرون يترددون برفع مستوى الديون إلا في حالة تهديد العرض العمومي للشراء

¹ George M. Constantinides and other, **Handbooks of the economics of finance, Volume 01**, Elsvier, Netherland, 2003, P 121.

² Emilio Colombo, Luca Matteo Stanca, **Financial market imperfections and corporate decisions**, Springer, New York, 2006, P 31.

(offre public d'achat OPA) لأن المؤسسات المستهدفة تبحث عن الاستفادة من جميع الفرص من أجل إنشاء القيمة.¹

ويمكننا تلخيص نماذج الوكالة وعلاقتها بالهيكل المالي من خلال الجدول التالي:
الجدول(15): مقارنة بين النماذج القائمة على تكلفة الوكالة

النموذج	طبيعة الصراع	ميزة الاستدانة	تكلفة الاستدانة
Jensen et Meckling 1976	المزايا الغير نقدية	توسيع نصيب المسيرين في رأس المال	إحلال الأصول
Jensen 1986	سياسة الاستثمار	تخفيض التدفق النقدي الحر	غير محددة
Haris et Raviv 1990	رفض التصفية	يعطي للمستثمرين ميزة التصفية	تكلفة التحقق
Slutz 1990	سياسة الاستثمار	تخفيض التدفق النقدي الحر	تخفيض الاستثمار

Source : Alain capiez, OP-CIT, 161.

المطلب الثاني: نظرية الإشارة (théorie de signal)

على عكس فرضيات النظرية النيوكلاسيكية التي تقوم على توفر المعلومات الكاملة للمتعاملين الاقتصاديين حول وضعية السوق، فإن جميع الوضعيات الاقتصادية تتميز بحالة التناظر في المعلومات (Asymétrie de l'information)، والذي يعرف بأنه: "عندما يقوم متعامل اقتصادي باتخاذ قرار معين في وضعية معينة، حيث تتوفر لديه معلومات أكثر أو معلومات أفضل عكس المتعاملين الآخرين الذين لا يملكون نفس القدر من المعلومات من حيث الكمية أو النوعية".²

وفي المجال المالي يوجد نوعان من الإشارة المرسله من طرف مسيري المؤسسة إلى المستثمرين الأقل معلومات: سياسة الاستدانة وسياسة توزيع العوائد، وذلك لأن المسيرين يملكون أحسن المعلومات حيث يبحثون عن إرسال إشارة إلى المتعاملين الخارجيين عن المؤسسة حول مميزات المؤسسة التي يقومون بتسييرها حيث يتمثل هؤلاء المتعاملين في: المساهمين، الدائنين، المدينون، ولذلك فإن مسيري المؤسسات التي تتميز بعائد مرتفع يمتلكون ميزة تقديم معلومات إلى الجمهور تسمح للمتعاملين مع مؤسسات أخرى باعتبار مؤسساتهم أقل أهمية مقارنة بالمؤسسة المرتفعة المردودية، وبالتالي فإن الأثر من تمييز المؤسسة بمردودية مرتفعة هو رفع قيمتها السوقية بحيث تجد سهولة في الحصول على أموال خارجية، على عكس المسيرين في مؤسسات أقل

¹ Oliver D. Hart, **Firms, contracts, and financial structure**, Oxford university press, London, 1995, P 141.

² Aman Khan,W. Bartley Hildreth, **Financial management theory in public sector**, Greenwood, USA, 2004, P 28.

مردودية لديهم كذلك ميزة نشر معلومات ثانوية عن مؤسساتهم من أجل إعلام المتعاملين معها بأن مؤسساتهم تنتمي لمؤسسات ذات المردودية المرتفعة.¹

الفرع الأول: سياسة الاستدانة والإشارة

من أجل أن تقوم أحسن المؤسسات بإرسال إشارات يجب أن يكون هناك تناظر في المعلومات بين المسيرين من جهة و/أو المساهمين المؤثرين (insiders) والمساهمين الأقلية (outsiders) وبما أن ال outsiders غير قادرين على تمييز المؤسسات الكفأة عن بعضها، يظهر هنا ثلاث أنواع من الإشارة والتي يمكن أن تجذب المستثمرين: سياسة الاستدانة كنشاط للإشارة من خلال توضيح أهمية نسبة الاستدانة، ابتعاد المسيرين مقابل المخاطرة، التفاعل بين قرارات الاستثمار والتمويل.

أولاً: نسبة الاستدانة كإشارة: المساهمة الأولى في هذا المجال تمت من طرف Ross سنة 1977 حيث في هذا النموذج المسيرون يعرفون توزيع مردودية المؤسسة (distribution stochastique) على عكس المستثمر الذي لا يملك هذه المعلومة حيث يقوم المسيرون بالإشارة إلى نوعية المؤسسة من خلال أهمية مستوى الاستدانة فيها، والتي تعتبر إشارة مصداقية لأنهم سيستفيدون من أثر الرفع المالي الإيجابي مع أحسن تقييم للأوراق المالية، فالإشارة جيدة وكذلك احتمال خسارتهم من خلال الإفلاس في الحالة العكسية

ثانياً: ابتعاد المسيرين عن المخاطرة: لقد تم طرح هذه الفكرة من طرف Leland et Pyle سنة 1977 حيث قدما فكرة أن نوعية المؤسسة تكون حسب نسبة الأموال الخاصة المحازة من طرف المسيرين، فالمسيريون يشعرون بالنفور من المخاطرة، فكل توسع في المخاطرة سوف يقلل شعورهم بالأمان، لكن هذا التخفيض في الغالب أضعف من مشاريعهم الاستثمارية التي تكون من أحسن نوعية، كذلك المسيريون في المؤسسات الجيدة يقومون بالإشارة من خلال نسبة مديونية مرتفعة والتي تسمح لهم بالاستفادة من الرفع المالي الإيجابي.

ثالثاً: التفاعل بين قرارات الاستثمار والتمويل: أول من قدم هذه الفكرة Myers et Majluf سنة 1984 حيث قاما بإدخال التفاعل بين قرارات الاستثمار والتمويل مع نموذج الإشارة، حيث أظهرنا بأن المستثمرين هم أقل معرفة بقيمة أصول المؤسسة عكس المساهمين الموجودين قبلهم فالأموال الخاصة يمكن أن تكون غير مقيمة من طرف السوق (sou-évalués).²

حيث انطلقا في تحليلهما من افتراض وجود مؤسستين الأولى مؤسسة جيدة وبأصول H أما المؤسسة الثانية بنوعية متوسطة وتمتلك أصول L حيث $H > L$ حيث يسعى المسيريون في المؤسستين على تعظيم ثروة المساهمين، وبإمكان المؤسستين تنفيذ مشروع استثماري معروف من الجميع، وبقيمة I وبقيمة حالية صافية V ويتم تمويله من خلال طرح أسهم جديدة، المستثمرون المحتملون لا يملكون معلومات كافية حول نوعية المؤسسات حيث يمكن أن يحتملوا فقط نوع المؤسسة مع احتمال p لـ H و $(1-p)$ لـ L ويتوقعون إجراء اختيار.

¹ Doria Tremblay et autres, **Théorie et modèles comptables : développement et perspectives**, Presses de l'université de Québec, Québec, 1993, P 110.

² Scott Besley, Eugene F. Brigham, **Principal of finance**, Genage Learning, New Jersey, 2008, P 601.

فإذا قام المساهمون الحاليون L بتنفيذ الاستثمار بالتنازل عن نسبة من رأبي المال $B=I/(L+v+I)$ للمساهمين الجدد فإنهم يتحصلون على $(1-B)(L+v+I)=L+v$ وهو ما يعني تكامل القيمة الحالية الصافية، للمشروع الجديد، إذا لم المؤسسة بأصول H لا بإنجاز المشروع المساهمون الحاليون يتحصلون على H أما إذا قامت بإنجاز المشروع بإصدار أسهم جديدة المساهمون الحاليون يتحصلون على :

$(1-B)(H+v+I)$ لكن هذا يطابق تخفيض الأرباح لأن الأسهم الجديدة سوف يتم تقييمها مثل أسهم من نوع H حيث $(H-L)B > v(H-L)B$ وهي القيمة المحولة إلى المساهمين الجدد الذين قاموا بحيازة نسبة B من رأس مال المؤسسة بسعر L عوض قيمتها الحقيقية H فإذا كان هذا التحويل للثروة يفوق القيمة الحالية الصافية للمشروع فالمؤسسة H سوف ترفض المشروع وسيكون تحت استثمار (sou-investissement)

عندما تكون المؤسسات الجيدة في حاجة لتمويل جديد لمشاريعها من خلال الأموال الخاصة، الأسهم المصدرة سيكون حتما تحت التقييم الفعلي في حين يقوم المستثمرون بالحصول أكثر على القيمة الحالية الصافية لهذه المشاريع والذي يؤدي تحقيق خسارة صافية للمساهمين الحاليين، فالمشاريع بقيمة حالية موجبة يمكن أن يتم رفضها.¹

الفرع الثاني: نموذج سياسة توزيع العائد والإشارة

العديد من الدراسات الأكاديمية قامت بمعالجة تصرفات المؤسسة حول كفيات توزيع النتيجة، إن أول نموذج تم اعتماده حول توزيع النتيجة هو نموذج التعديل الجزئي ل: Linter سنة 1956 (Modèle d'ajustement partiel)، قائم على الأسئلة موجهة إلى عدد معتبر من المسيرين للمؤسسات الأمريكية والذي خرج بنتيجة حول توزيع النتيجة (Target pay ou ratio) المتمثل في توزيع معدل ثابت من أجل إرضاء المساهمين، كما أشار Graham et Alii بأن دولار واحد موزع يؤثر أربع مرات أكثر من الدولار الموضوع كاحتياط وهي الترجمة المالية للمثل القائل:

(A bird in hand is wothe more than two in the bush)، عصفور في اليد هو أكثر فائدة من عصفورين في الشجرة، وكان يجب الانتظار حتى سنة 1961 وذلك من أجل إظهار حيادية سياسة توزيع الأرباح والتي تم أعدادها من طرف Modigliani et Miller، ولحد اليوم لا توجد نظرية موحدة وثابتة أثبتت فعاليتها حول سياسة توزيع الأرباح.²

أولاً: العوائد والإشارة: تشكل سياسة توزيع الإرباح إشارة فعالة لأن توزيع السيولة موثوق منه وسياسة توزيع الأرباح الغير مستقرة تؤدي إلى ردود أفعال فورية في البورصة، لقد قام Kalay سنة 1980 بالانتقال بنموذج Ross وذلك بالانطلاق من فرضية نفور المسيرين من تخفيض العوائد، فالتخفيض الإرادي للعوائد لا يمكن اعتباره إلا تخفيض لمردودية المؤسسة، وبالتالي فكل ارتفاع في المقابل يعبر على أن المسيرين يتوقعون نموا معتبرا ودائما للمردودية، وحسب مقارنة أخرى ل: Battacharya سنة 1979 الذي يترجم العوائد كإشارة حول نوعية التدفقات النقدية المستقبلية للاستثمارات، لأن المعلومات المحاسبية تعتبر غير كافية من أجل توضيح

¹ S. David Young, Stephen F. O'Byrne, OP-CIT, P 200.

² Yul Wha lee, **A theory of capital structur under moral hazard and asymmetric information**, Willey, New York, 1986, P 222.

أكثر توقعات المردودية، فإذا كانت الإشارة خادعة فإن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تتخضع وارتفاع رأس المال في المستقبل سيكون أكثر تكلفة، وبالتعمق في هذه المقاربة Eades سنة 1982 أظهر أن معدل توزيع العوائد هو معادلة على شكل مستو خطر تناظر المعلومة في المؤسسة ولكن هذه النماذج لا تفسر إلا القليل من مختلف التصرفات الملاحظة بين المؤسسات.¹

العديد من النماذج الأخرى قدمت قاعدة أكثر صلابة لتوازن الإشارة من خلال العوائد، حيث ركز John et Williams سنة 1985 على مفهوم التخفيف (dilution) أي تخفيض العوائد من خلال القيام بإصدار الأسهم الجديدة، فإذا كانت توقعات المساهمين الحاليين متفائلة بشأن الاستثمارات الجديدة بإمكانهم التقليل من التخفيف وذلك بالتوزيع الأكبر للعوائد، وذلك بشرط بأن السوق يكون له رد فعل إيجابي على هذه الإشارة، من خلال الارتفاع في سعر السهم ويوجد كذلك مراقبة مثلى من خلال العوائد والمساهمون المحتملون يدفعون سعر ملائم لأوراق المؤسسة، في حين أن Miller et Rock سنة 1985 بينا أن المساهمين الداخليين يحاولون الاستثمار أقل من المبلغ المتضمن في النماذج الكلاسيكية للتقييم انطلاقاً من التناظر في المعلومة والتوسع في العوائد ومن خلال سعر السهم، بإعادة بيع الأوراق الغير الضرورية من أجل المحافظة على المراقبة سيحققون أرباحاً على رأس المال.

لكن يمكن أن يحقق السوق المالي في عمليات تقييمه خيبة أمل، توازن الإشارة سيتحقق من خلال تمييز المؤسسات الفعالة من المؤسسات الأقل فعالية ولكن عند مستوى معين من الاستثمار داخلي وعند مستوى توزيع يفوق حالة مثالية نشر المعلومات.

في المقابل يعتبر العديد من الباحثين بأن العوائد وحدها لا يمكن اعتبارها كإشارة فعالة، ولذلك يجب أن يتم تكملتها بإشارات أخرى، حيث بين Williams سنة 1988 أن التوازن يتم بواسطة ثلاث إشارات في أن واحد: العوائد، المعلومات حول المشاريع الاستثمارية وإعادة شراء الأسهم الخاصة، كما حدد John et Lang سنة 1991 أن الإشارة تتم من خلال التوليفة بين العوائد و الجزء من الأموال الخاصة المحفوظ به من طرف المسيرين، التوسع في العوائد لا يمكن اعتباره كإشارة مشجعة إلا في حالة ربطه وتأييده بالتوسع في مشاركة المسيرين في رأس مال المؤسسة.²

هذه التحاليل تفترض رفع فرضية استقلالية قرارات الاستثمار والتمويل عن قرارات توزيع العوائد، فالمؤسسة تمتلك المزيد من المعلومات حول خططها الاستثمارية مما يملكه السوق، ففي غياب الإشارة التمويل الخارجي سيكون أكثر تكلفة وتقييم الأسهم ستكون أكثر دقة في حالة إصدار الأسهم أو السندات، كذلك يتوقع الحد من معدلات توزيع العائد من أجل التوسع في التمويل الذاتي، إمكانية الإشارة بواسطة سياسة توزيع العوائد، حيث يجب إظهار سعر السهم و بالنتيجة جعل المؤسسة أقل استقلالية للتمويل الذاتي، الاستعمال المتزامن للعديد من أنواع الإشارة يقوي هذا التوجه فسياسة توزيع الإرباح تظهر جيداً كمنتج جانبي لسياسة الاستثمار والتمويل في الإجمال.

¹ Gabe J. De Bondt, *Financial structure and monetary transmission in Europe*, Edward Elgar Publishing, USA, 2000, P 16.

² Alain Capiez, OP-CIT, P 171.

ثانياً: إعادة شراء الأسهم والإشارة: العديد من القوانين تحظر وتمنع أو تحد بشكل كبير إعادة شراء الأسهم من طرف المساهمين الأصليين في فرنسا مثلاً، بهدف حماية المساهمين الجدد من المضاربة في الأسعار من طرف المسيرين أو المساهمين الأصليين، لكن عكس ذلك في الولايات المتحدة عمليات إعادة شراء الأسهم مسموح بها بشكل واسع، لاسيما عندما يتعلق الأمر بالعرض العمومي للادخار

(tender offers)، بالنسبة ل: Vermaelen سنة 1981 الذي قام بدراسة بشكل خاص عمليات العرض العمومي للادخار حيث حدد أربع محددات أساسية خارجة عن الإشارة: أثر الرفع المالي، الميزة الضريبية بالنسبة للمساهمين الأقل خضوعاً لفائض القيمة على العوائد، تجريد حملة السندات، تحويل الثروة بين المساهمين، ولكن تبقى الإشارة التي بإمكانها التفسير الجيد لهذه السياسة.

ونتيجة لذلك المسيرين لمؤسسات الفعالة الذين يعتبرون أن الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها من مصلحتهم الإشارة بذلك على المساهمين الأصليين بإعادة شراء هذه الأسهم، فإذا كانت إعادة الشراء هذه ناتجة عن عدم كفاية إمكانيات النمو من أجل استعمال سيولة المؤسسات، يجب على المسيرين الاحتفاظ بأسهمهم نتيجة لرقابة تضعف من قيمة أسهمهم أقل من القيمة الأصلية، فبالنسبة للمؤسسات التي قامت بإعادة الشراء حقق أرباح على الأسهم معتبرة، مقارنة بالمؤسسات التي قامت بتوقعات قائمة على معطيات سابقة عند الإعلان لعملية إعادة الشراء.

فالتغيرات الثلاثة للإشارة المستخلصة تتمثل في: علاوة إعادة الشراء، نسبة الأسهم المعاد شرائها، حصة الأسهم المحازة من طرف المساهمين الأصليين، هذه التغيرات مرتبطة إيجابياً مع ربح العملية وتفسر ما يقرب الثلثي من التغيرات.

الفرع الثالث: حدود نظرية الإشارة

إن هذه النظرية تعتمد على تماثل المعلومات المصرح بها من قبل المسيرين في السوق المالي، وتتمثل هذه الإشارات في القرارات الهامة مثل رفع رأس المال، مستوى الديون، تعديل السهم... الخ فهذه الإشارة تعطي دلالة على أن المؤسسة في مستوى عال من الكفاءة وبالخصوص إذا تعلق الأمر بمستوى المديونية مما يظهر بأن المؤسسة تتمتع بهامش أمان وبإمكانها المزيد من الاستدانة والمناورة من أجل تحقيق الأرباح، لكن السؤال المطروح، هل هذه المعلومات تعكس فعلياً الصورة الحقيقية للمؤسسة؟ وبالتالي يظهر إشكال يكمن في مصداقية المعلومات والإشارات المصرح بها مثل ما وقع في الولايات المتحدة الأميركية حيث أن المعلومات المصرح بها لا تعكس إطلاقاً المستوى الحقيقي للمؤسسات، الأمر الذي أدى إلى ظهور فضائح، هذا من جهة، ومن جهة أخرى، فحسب نظرية الوكالة فإن أهداف المساهمون قد تتعارض مع مصالح المسيرين مما يشكك أيضاً من تصريحات المسيرين بشأن مصير أملاك المساهمين في المؤسسة.

المطلب: الثالث: نظرية التمويل التدرجي (Théorie de financement hiérarchique)

وتعرف بنظرية الالتقاط التدرجي "Pecking order" نموذج Myers et Majuf سنة 1984 حيث يعالج هذا النموذج الرهانات والقرارات التي تستخدمها المؤسسة في الأجل البعيد، تحت فرضية تعظيم ثروة

المؤسسة كهدف أساسي يسعى المسيرين إلى تحقيقه، حيث تبين هذه النظرية أساسا التدرج في تمويل المؤسسة من التمويل الداخلي إلى التمويل الخارجي في حالة توفر شرط التناظر في المعلومة.

الفرع الأول: فرضيات النظرية

لقد قامت هذه النظرية على العديد من الفرضيات أهمها:¹

- هناك تناظر في المعلومة بالنسبة للتدفقات النقدية المستقبلية المحققة.
 - هناك تناظر في المعلومة بالنسبة للخطر الذي تتحمله المؤسسة.
 - يقوم المسيرون بإدارة المؤسسة لفائدة المساهمين والذين يتمثلون في هؤلاء المسيرين الذي يحتفظون بجزء من رأس مال المؤسسة (الذين لا يملكون حق إعادة الاكتتاب عند إصدار الأسهم)
 - ويبين هذا النموذج أن ثروة المؤسسة يتم تحديدها كما يلي:
- ثروة المؤسسة = الأموال الخاصة + الفوائض النظامية

Wilth corporate = Equity + Surplus Systematic وبالتالي يمكننا تمثيل قيمة المؤسسة كما يلي:

الجدول (16) قيمة المؤسسة

Actif		Passif	
PVA	القيمة الحالية للأصول الموجودة مع الأخذ بعين الاعتبار تدفقاتها النقدية المنتظرة	D	الديون
PVGO	القيمة الحالية افرص الأستثمارات المتاحة	E	الأموال الخاصة
PVTAX	قيمة الضرائب الحالية	S	الفائض النظامي والاحتياطات النظامية

المصدر: يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 179.

حيث أن قيمة عناصر الجدول مقيمة بالقيمة السوقية.

لذى يرى مايرز أن تمويل استثمار ذو قيمة حالية سالبة أو معدومة عن طريق الديون لا يرفع من قيمة الثروة (W) لكن بالمقابل إذا كان قرار المالي يقضي برفع رأس مال مثلا ب \$ 100.000 من اجل تمويل استثمار ب \$ 60.000 فالمساهمون يفقدون ما قيمته \$ 40.000 إلا أن قيمة الثروة والفائض سيرتفعان معا، وعلى هذا الأساس فإن الفائض يرتفع من خلال رأس المال وليس نتيجة الديون حسب هذا المنظار، مما يقودنا الى التساؤل عن نزاهة المساهمين حول طبيعة المشاريع الاستثمارية التي تسعى المؤسسة إلى تمويلها، وبالتالي يترتب على المؤسسة الاحتفاظ وحجز الأرباح والنظر في تأجيل توزيعها قصد إعادة استثمارها من جديد (التمويل الذاتي) وهذا يحقق المؤسسة من كسب الوقت حول قرار رفع رأس المال من جهة ومن جهة أخرى فقرار رفع رأس المال يلزمها بتوزيعات جديدة لأرباح المساهمين الجدد على غرار التوزيعات السابقة المتراكمة.

¹ Tim Koller, **Valuation : measuring and managing the value of companies**, Fourth edition, Wiley, 2005, P 487.

تتعلق هذه النظرية من مبدأ أن المسيريون يشكلون توقعات أكثر دقة من المستثمرين لأن المعلومة المتوفرة لديهم أكثر أوفرة ودقة، فعندما يملك المسيريون معلومات أحسن المستثمرين فإن القيمة السوقية للسهم ستقيم بأقل من قيمتها الحقيقية ففي هذه الحالة هذه القيمة الأقل تكون تكلفة مرتبطة بإصدار الأسهم وكلما كان السهم أكثر مخاطرة كلما زادت من التخفيض من قيمته وبالتالي فإن المؤسسة تفضل تمويل مشاريعها أولاً بالتمويل الذاتي من خلال الأرباح المحققة من نشاطها الاستغلالي ثم بإصدار أوراق قليلة المخاطرة مثل السندات والأسهم الممتازة، وفي المرتبة الأخيرة إصدار الأسهم العادية، ومن جهة أخرى إذا كان المسيريون يشكلون توقعات متشائمة إذن سعر الأوراق المالية سوق يقيم بأكثر من قيمته الحقيقية والمؤسسة تقرر إصدار الأسهم من أجل الاستفادة من فائض المساهمة المقدم من المستثمرين الجدد.

الفرع الثاني: النموذج الأولي للتمويل المتسلسل

لقد أسس العالمان نظريتهما انطلاقاً من محاولة تفسير العمل الذي قام به Donaldson سنة 1961، حول وصف السلوك التمويلي للمؤسسات الأمريكية، حيث توصل إلى أن المؤسسات في نشاطها التمويلي عادة تبتعد عن إصدار الأسهم، و لا تقوم بالاقتراض إلا في الحالة التي يتطلب فيها الاستثمار أموال أكبر من التدفقات النقدية الموجودة، والخلاصة النهائية التي توصل إليها هي أن في سلوكها التمويلي تعطي الأولوية للتمويل الذاتي ثم الاقتراض وفي الأخير اللجوء إلى رفع رأس المال، لكنه لم يقدّم إعطاء التفسيرات حول هذا السلوك حيث قام Myers et Majluf سنة 1984 بنمذجة عمل Donaldson وصياغة نظرية التمويل التدرجي.

أولاً: تعريف النموذج: النظرية التي تم تطويرها من طرف Myers et Majluf سنة 1984 لا تقوم على تحديد نسبة للمديونية في الهيكل المالي للمؤسسة عكس النظريات الأخرى التي قامت في معظمها على تحديد مدى إمكانية وتأثير المديونية على الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة، حيث تقوم هذه النظرية على مبدئين أساسيين هما:

- التناظر في المعلومة.

- مبدأ الإشارة.

حيث يؤثر هذين العنصرين على مدى اللجوء إلى التمويل الخارجي الذي يحقق تسلسل في التمويل والذي يعبر عنه تفضيل المؤسسة اللجوء إلى التمويل الداخلي ثم اللجوء إلى التمويل الخارجي، هذا التسلسل يفسر رغم ذلك من خلال الهدف المتبع من طرف المسير ولذلك فقد يقوم المسير بإدارة المؤسسة من خلال الابتعاد عن المخاطرة وذلك من أجل تعظيم ثروة المساهمين، أو من أجل العمل على تعظيم منفعة الخاصة، وفي كلتا الحالتين فإن المسير يعمل على تعظيم المنفعة للعديد من الأعضاء في المؤسسة:

- ففي الحالة التي يعمل فيها المسيريون على تعظيم فائدة المساهمين الموجودين فإن المسير سوف يقوم بوضع تسلسل بينت مختلف مصادر تمويل المؤسسة نتيجة للتناظر في المعلومة الكبير والإشارة المصاحبة لعملية إصدار الأموال الخاصة تفضيل نوع التمويل هنا سوف يتوجه نحو المصادر الذاتية للتمويل والابتعاد عن

المصادر الخارجية، ثم اللجوء إلى الديون على الأموال الخاصة مع تفضيل الديون الأقل مخاطرة قدر الإمكان، فالتسلسل في التمويل يكون كما يلي:

- التمويل الذاتي.

- ديون قليلة المخاطرة.

- ديون بمخاطرة أكبر.

- رفع رأس المال كبديل أخير.

- أما في الحالة التي يعمل فيها المسير على تعظيم منفعة الخاصة قام Myers بتعريف فائض تنظيمي (Un surplus organisationnel) مكون من مخصصات مختلفة (أجور مرتفعة، استهلاك سلع و خدمات للصالح الشخصي، مكافآت ومنح...)، التي تكون مقدمة للمسير بصفة إجبارية في مقابل الفائض التنظيمي للنشاط المتعلق بالاستدانة، وفي هذه الحالة فإن المسيرين ينتهجون التسلسل التالي في التمويل:

- التمويل الذاتي.

- رفع رأس المال.

- الاستدانة.

ولكن رغم ذلك فإن Myers يشير إلى أن هذه التصرفات يمكن الحد منها من خلال يقظة المساهمين. ففي سياق تناظر المعلومات أكد العالمان أن مشاكل التناظر في المعلومة بين المساهمين الحاليين والمساهمين المحتملين بإمكانها أن تؤدي إلى تسلسل في مخطط تمويل المؤسسة وذلك كما يلي:

- أولاً: اختيار التمويل الذاتي حيث تقوم المؤسسة باعتماد أهدافها في دفع العوائد بحسب الفرص الاستثمارية المتاحة.

- ثانياً: في حالة عدم كفاية التمويل الذاتي يتم اللجوء إلى التمويل الخارجي وذلك بالتوجه نحو الديون الكلاسيكية أولاً ثم إذا لم تتمكن من التحصل على الديون فإنه تتجه نحو الأموال الشبه الخاصة من الأقل مخاطرة إلى الأكبر مخاطرة.

- ثالثاً: في حالة عدم كفاية الديون وشبه الأموال الخاصة فإن الحل الأخير هو اللجوء إلى الأسهم العادية للتمويل.

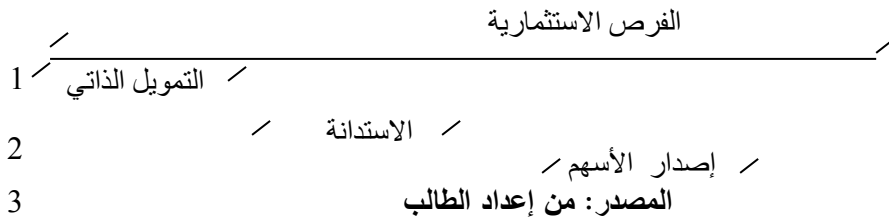
إن المساهمين الجدد يترجمون عملية رفع رأس مال المؤسسة كإشارة على الحالة الغير مرضية وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، مع ذلك المساهمين القدامى يفضلون حالة الاستثمار لأنها ترفع من الثروة (رغم انخفاض قيمة المؤسسة)، ومن أجل تجنب انخفاض سعر الأسهم من مصلحة المسيرين استعمال نوع آخر من التمويل غير إصدار الأسهم، فالمعلومة المميزة التي يحوزها المسيرون حول توقعات وآفاق المؤسسة وقيمة أوراقها يطرح مشكل تقييم المؤسسة بأقل من قيمتها لأن اللجوء إلى التمويل الخارجي المخاطر ينتج تكلفة مهمة هذه التكلفة ستقوم بالهيمنة على إيجابيات وسلبيات التمويل الخارجي وتقود المسيرين إلى اعتماد طريقة تمويل متسلسلة.

لكن يجب الإشارة إلى أن السلوك التمويلي قد يكون محل صراع بين المسيرين والمساهمين، حيث يحاول المسكرون تجنب الضغوطات التي تشكلها الاستدانة، ولهذا نجدهم يفضلون التمويل من خلال التمويل الذاتي، ويتجنبون رفع رأس المال لأنها تستوجب موافقة ممثلي المساهمين وتجذب انتباههم خاصة في المؤسسات الغير فعالة.

ففي نموذج Cornell et Shapiro سنة 1987 فإن هدف المسيرين هو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة أما بالنسبة للمتعاملين الآخرين (المقرضون، الزبائن، الموردون...) فإن الهدف هو التقليل من التكاليف والمخاطر المرتبطة بالشراء أو تمويل الأصول المميزة، فتحقيق هذين الهدفين يستوجب تخفيض تكلفة التعاقد الضمنية، حيث من أجل تخفيض تكاليف هذه التعاقدات من مصلحة المؤسسة عدم استنفاد قدرتها على التمويل الذاتي والاستدانة قبل التواريخ التي يجب معها الوفاء بالتزاماتها التعاقدية ونتيجة لذلك في هذا التاريخ إصدار الأسهم يكون أكثر تكلفة وبالتالي فالتسلسل في التمويل يستلزم التمويل الذاتي ثم رفع رأس المال وفي الأخير اللجوء إلى الاستدانة.

يمكن تمثيل طريقة تمويل المؤسسة حسب هذا النموذج من خلال الشكل التالي:

الشكل(42): مراحل التمويل المتسلسل



ثانياً: نموذج التمويل المتسلسل والاستدانة: النموذج المتوصل إليه يبين أن معدل الاستدانة المستهدف غير مهم لأن الاستدانة هي الحل المتبقي في مرحلة التوسع في الاستثمارات ذات المردودية، أي عندما تكون القيمة الحالية الموجبة للاستثمارات الموجبة أكبر من التمويل الذاتي حيث كون الاحتياج في التمويل الخارجي (فائض الاستثمار اللازم على التمويل الذاتي) يكون الحد من مقارنة الاستدانة بالنسبة لمؤسسة التي بإمكانها كذلك اللجوء إلى الأسهم الجديدة.

ولذلك التمويل الذاتي يجنب مواجهة السوق المالي وإعطاء معلومات حول المشاريع الاستثمارية للمؤسسة، وإقناع المستثمرين، ورفع الفائض التنظيمي الموجه إلى المستخدمين وبالتالي اقتصاد في توزيع العوائد، فالاستدانة مقابل إصدار أسهم جديدة لديه محتوى معلوماتي إيجابي مع إغناء (l'enrichissement) هذه الأسهم من خلال علاوات الإصدار.

المؤسسات الأكثر حساسية للتناظر في المعلومات لها أولوية اللجوء للاستدانة وفي المقابل المؤسسات الأقل تأثراً بظواهر الاختيار المعاكس تفضل إصدار الأسهم ورفع من رأس المال.

فتحليل الهيكل المالي المقترح من العالمين يقترح أن طرق التمويل يتم اختيارها من خلال مبدأ التناظر في المعلومة، حيث يفترضون أن المؤسسة تفضل التمويل أولاً من خلال الأرباح المحققة كذلك تجنب تكاليف

الإصدار، إذا كانت التمويل الذاتي غير كافي لتغطية النمو ستلجأ إلى المصادر الخارجية باستخدام أولا الأوراق الأقل مخاطرة، ثم التدرج في الاختيار دائما من الأقل إلى الأكثر مخاطرة، مثلما اقترحه Titman et Wessels (1988) بأن الربحية يمكن استخدامها كمقاربة للتمويل الداخلي المتاح، وبالتالي الربحية أو المردودية يجب أن تكون مرتبطة إيجابيا مع المصادر الداخلية للتمويل ومرتبطة عكسيا مع المصادر الخارجية للتمويل.

بالإضافة إلى ذلك تفترض النظرية أن إصدار أسهم جديدة يتم إدراكه من طرف السوق كمؤشر على ارتفاع أسعار الأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم، ومن ناحية أخرى سعر السهم سوف لا يتأثر عند إصدار الديون بدون مخاطرة، إذن حسب هذه النظرية المؤسسة تقوم بإصدار الأسهم عندما يعتبر المسيريون بأن المؤسسة مقيمة بأكثر من قيمتها (surévaluée) من طرف المسيرين، وبالإجمال أكبر من النسبة: السعر إلى الربح (cours-bénéfices) أكثر ارتفاعا هذه الأخيرة يجب أن تكون ذات علاقة عكسية مع نسبة الاستدانة.

وبالتالي هذه النظرية تقترح من الناحية الأخرى بأن المؤسسات التي تمتلك القليل من الفرص الاستثمارية وتدفقات نقدية حالية معتبرة فإن نسبة الاستدانة بها ستكون ضعيفة عكس المؤسسات التي تمتلك فرص استثمارية كبيرة وكثيرة وتدفقات نقدية ضعيفة فإن نسبة الاستدانة بها ستكون مرتفعة، وبالتحديد فإنها تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، فإذا كان هذا الأخير ضروريا فإنها تفضل الديون على إصدار الأسهم الجديدة وفي الواقع تكلفة المعلومة المصاحبة لإصدار الديون هي اقل تكلفة، أما المؤسسات التي لا تلجأ إلى إصدار الأسهم الجديدة إلا في حالة استنفاد قدرة المؤسسة على الحصول على الديون.

الفرع الثالث: النموذج المعدل للتمويل المتدرج

إن نظرية التمويل التدرجي تسمح بالاستنتاج بوجود علاقة بين قرارات الاستثمار والتمويل ولكن رغم ذلك هناك العديد من المشاكل عند محاولة تطبيق هذه النظرية وذلك نظرا لتوصل إلى نتائج متناقضة عند محاولة تجريب هذه النظرية فنظريات التمويل التدرجي تمتلك خصائص مشتركة من خلال إعداد دائما نفس الترتيب بين أنواع التمويل المتاحة في ظل ظروف معروفة ومحددة، وفي هذا الاتجاه ظهرت العديد من التعديلات لنظرية التمويل التدرجي من أهمها نموذج Williamson سنة 1988 ونموذج Myers سنة 1990.

أولا: نموذج Williamson 1988: حيث قام بتحليل قرار التمويل في المؤسسة كصفقة يكون فيها درجة خصوصية الأصل المراد تمويله الدور المركزي في عملية التمويل وبالتالي الهيكل المالي، فالديون والأموال الخاصة لا يمكن اعتبارهما كوسائل تمويل بل يتم تحليلها من خلال تكاليف الوكالة الخاصة بها.¹

يفترض Williamson أن أطراف التعاقد (مساهمين، مسيرين و المدنيين) لهم رشادة محدودة (قدرة محدودة على التفكير و الحساب...) وهم في واقع الأمر انتهازيين، فانطلاقا من الأطراف التي تم التعاقد معها تستطيع الأطراف الأخرى تغيير سلوكها ليصب في نهاية الأمر في مصلحتها، ومن أجل تحقيق التلاؤم في الأجل الطويل بين الأطراف الثلاثة يجب القيام بتعديلات دائمة قبلية

¹ Christopher Parson, Sheridan Titman, **Empirical capital structure**, Now publishers, USA, 2008, P 20.

des perpétuels ajustements ex-post وفي هذا الإطار الديون ورفع رأس المال لا تعتبر وسائل تمويل فقط بل كأدوات لتحقيق هذه التعديلات.

ويعرف الأصل الخاص بأنه: " أصل ذو استعمال خاص إذا كانت الخدمات التي يقدمها ليس لها قيمة إلا بالنسبة لهذا الاستعمال " ¹.

فدرجة خصوصية الأجل هي نسبة قيمته التي سيتم خسارتها إذا كان استعماله الأعظم قد توقف، فخدمة السكة الحديدية التي تقوم بنقل الأشخاص والبضائع إلى وجهات مختلفة والذي ينقل أيضا منتجات أحد المصانع لا تعتبر أصل خاص لهذا المصنع، ولكن في المقابل شبكة طرقات فرعية للسكة الحديدية التي تؤدي فقط خدمة نقل البضائع لأحد المصانع المعزولة يمكن اعتبارها كأصل خاص لهذا المصنع في المقياس الذي تصلح معه هذه الطرق الثانوية فقط لنقل بضائع هذا المصنع.

- فإذا كان الأصل الواجب تمويله يمكن اعتباره أصل خاص ورفع رأس المال يعتبر أكثر فعالية من الاستدانة من أجل تحقيق التعديل بين الأطراف المتعاقدة مع المؤسسة مع مقدمي الأموال لأنه إذا كان الاستثمار الخاص مثلا مشروع بحث وتطوير المساهمون لأن المساهمين سيتحملون هذه المسؤولية أكثر لأن المردودية المحققة من هذا الاستثمار سوف تتحقق في مواعيد زمنية بعيدة وهو ما لا يشجع المقرضين الذين يرغبون في استرجاع أموالهم في وقت قصير.

- في المقابل إذا كان الأصل غير خاص فإن الاستدانة هي معادلة التمويل المناسبة في هذه الحالة باعتبار أن المقرضين سوف يسترجعون أموالهم في آجال زمنية قصيرة. ²

ثانيا: نموذج 1990 Myers: لقد وضح بأن الفائض التنظيمي يرتفع بارتفاع رأس المال الخاص وليس مع ارتفاع الاستدانة، ولكن فقد وضح أكثر بان هذه الزيادة لا يمكن أن تكون بدون حدود وبالتالي يعتبر أنه من أجل تمويل استثمار المؤسسات تفضل الاحتفاظ بالأرباح عوضا عن اللجوء إلى رفع رأس المال الذي يستوجب ضمنا توزيع المزيد من العوائد الإضافية، إذن المؤسسة في هذه الحالة تفضل التمويل الذاتي على رفع رأس المال كذلك بين أن كل مؤسسة تتبع التسلسل التالي في التمويل:

- التمويل الذاتي.

- رفع رأس المال.

- الاستدانة.

وهو ما يتناقض مع النموذج الأولي لسنة 1984، وفي نفس السياق بينت العديد من الدراسات بان نموذج Myers et Majluf تكون في بعض الحالات غير مقبولة خاصة عندما تتوفر لمؤسسات العديد من اختيارات التمويل والتي من بينها: ³

- نموذج (1987) Brennan & Kraus: الذي بين أنه يمكن أن تتاح للمؤسسة العديد من وسائل التمويل لمواجهة احتياجاتها حيث يمكن أن تتوفر لها إمكانية إصدار الديون لكنها في الواقع لا تقوم بذلك.

¹ Paul Milgrom, OP-CIT, P 401.

² Gregor Gossy, OP-CIT, P 80.

³ Joel M. Stern, Donald H. Chew, OP-CIT, P 631.

- نموذج (1989) Constantinides & Grundy : الذي غير نموذج Myers et Majluf من خلال السماح للمؤسسات بطرح الأوراق المالية المرغوبة وفي نفس الوقت إعادة شراء الأموال الخاصة الموجودة.

- نموذج (1988) Noe: والذي يفترض برد الفعل السلبي من طرف السوق خلال عملية طرح أسهم جديدة ورد فعل إيجابي عند طرح دين جديدة.

ولكن في المقابل هناك العديد من النماذج التي تحصلت على نتائج ثانوية لنظرية التمويل المتسلسل باستعمال مقارنة مختلفة من بينها: (1990) Heinkel et Zechner (1988) Narayanan التي وضحت عندما لا تخص التناظر في المعلومة قيمة المشروعات الجديدة يمكن أن يحصل إفراط في الاستثمار (surinvestissement) وهو ما يعني مشاريع استثمارية بقيمة عالية سالبة يمكن قبولها حيث تدعم هذه النماذج جزئياً نظرية التمويل المتسلسل ل Myers et Majluf.

المطلب: الرابع: نظريات أخرى للهيكل المالي

لقد قامت العديد من النظريات الأخرى والمحاولات حول الهيكل المالي، حيث تقترح البعض منها وجهات نظر حول إمكانية صياغة الهيكل المال في حين تحاول نظريات أخرى تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات ومحاولة تحديد العناصر والعوامل التي تتحكم في اختيارات التمويل للمؤسسات للخروج من أجل نمذجة هذه الأبحاث حيث ينطلق كل باحث من فرضيات معينة أو محاولة تحسين نظرية قائمة.

الفرع الأول: نظرية الهيكل المقارن

وهي تقوم على مبدأ بسيط ألا وهو السعي للمقارنة بين نسبة المديونية في مؤسسة معينة مع مؤسسات أخرى من نفس القطاع وتكون مشابهة لها من حيث الخصائص، والوسيلة المستعملة في هذا الصدد هي مقارنة نسبة مديونية المؤسسة مع متوسط المديونية لمجموع مؤسسات القطاع الذي تنشط فيه هذه المؤسسة، حيث تقوم المؤسسات في هذه المقارنة باختيار هيكلها المالي من خلال ملاحظة معدل المديونية المتوسط للمؤسسات المشابهة.

الافتراضات الأساسية التي قام عليها هذا النموذج هي أن المؤسسات المنتمية لنفس قطاع النشاط يمكن إجراء عملية المقارنة بينها في المتوسط حيث أن هذه المؤسسات تنشط بالتقريب بمعدل مديونية أمثل ولكن هنا قد توجد مؤسسات تنتمي لنفس القطاع ولكنها لا تقدم نفس المنتجات، وبالتالي يوف تختلف في المميزات الأساسية لها مثل: مخاطر الاستغلال، معدلات الخضوع للضريبة، ومردودية الاستثمارات مختلفة وهو ما يتحقق في غالب الأحوال، فمنذ محاولة المؤسسات تقليد النسبة المتوسطة للاستدانة في القطاع قد لا تتمكن المؤسسة من تحقيق هذا المعدل الذي تعتقده بأنه هو المعدل الأمثل أو لا يمكنها حتى الاقتراب من تحقيق هذا المعدل.

فالمؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع قد تظهر اختلافات واضحة من حيث معدلات الخضوع للضريبة، نتيجة الاستغلال المحققة، وبالتالي فإنه يصبح من المخاطرة مقارنة نسبة الاستدانة لمؤسسة تنتمي لقطاع معين بالنسبة المتوسطة للاستدانة لهذا القطاع، والخروج باستنتاجات حول الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة.

إن الوسيلة الأبسط من أجل تحليل الفروقات بين مؤسسات القطاع الواحد، وذلك باستخدام أقصى قدر ممكن من المعلومات التي يتيحها السوق وتطبيق الإسقاط من خلال إسقاط نسب المديونية على متغيرات المؤسسات التي تنتمي إلى نفس القطاع:

معدل الاستدانة = متوسط استدانة القطاع + متوسط معدل الخضوع للضريبة + متوسط المردودية قبل الضريبة + متوسط نتائج الاستغلال.

إن هذه النظرية تقدم العديد من المزايا، فعند إجراء عملية الإسقاط يمكن إعداد العلاقة القاعدية لمعدل استدانة القطاع، فإن نسبة الاستدانة الخاصة بكل مؤسسة من مؤسسات القطاع يمكن حسابها بسهولة تامة من خلال استخدام مقاييس المتغيرات المستقلة للمؤسسة، كذلك في حالة محاولة حساب نسبة الاستدانة المثلى لمجموعة من مؤسسات القطاع خلال فترة زمنية قصيرة فإن هذه المقاربة تشكل وسيلة مهمة لتحقيق ذلك، عكس المقاربات الأخرى التي تستلزم وقت طويل لتطبيقها واستخلاص نتائجها.

كذلك تتميز هذه المقاربة بالعديد من السلبيات فالمعاملات تتجه دائما نحو الزيادة على مدار الزمن، إلى جانب العديد من المشاكل الإحصائية والأخطاء في قياس المتغيرات هذه الإسقاطات تتجه دائما إلى عدم إمكانية تفسيرها.

الفرع الثاني: نظرية المراجعة على أساس قيمة التصفية

وقد تم صياغة هذه النظرية من طرف Becker et Wurgler سنة 2002 حيث أدت أعمالهما إلى صياغة النظرية والتي وتعرف بالمصطلح الإنجليزي ب (Market Timing) أما في التعبير الفرنسي فيعبر عنها ب (opération d'arbitrage sur la valeur liquidative) وهي العملية التي تسعى إلى تحقيق الربح من خلال فرق السعر (écart de cours).

الفكرة الأساسية لهذا النموذج هي أن الهيكل المالي للمؤسسة لا يتحدد من خلال المفاضلة بين الأموال الخاصة والديون، ولكن من خلال القرارات المتراكمة المتخذة في السابق من خلال السياق المالي اللحظي: إصدار الأسهم عندما يكون التثمين مرتفع والسياسات البورصية جيدة، إصدار الديون وإعادة شراء الأموال الخاصة عندما تكون الأسعار منخفضة والبورصة تتميز بتشاؤم التوقعات.

فإذا كان المسيرين لمؤسسة معينة بصدد تحديد التوليفة المثلى وإعطاء الأولوية للديون/ إلى الأموال الخاصة، فالمؤسسة التي تباشر إجراءات الرفع في رأس المال يجب عليها الاستدانة من أجل الوصول إلى النسبة المستهدفة، ولكن في المقابل بين سنتي 1968 و 1998 بين

M. Becker et J. Wurgler بأن المؤسسات القليلة الاستدانة هي تلك المؤسسات التي باشرت عملية رفع رأس المال عند عملية تثمينها المرتبطة (قياسها من خلال قيمة مساهمة الأموال الخاصة بالقيمة المحاسبية) كانت مولدة لفائض القيمة، وبنفس الطريقة فقد بينا بأن ما يقارب نسبة 70% من الهيكل المالي تم تفسيرها من خلال قرارات متخذة منذ أكثر من 10 سنوات وبالتالي من خلال مستويات التثمين المرتبطة لنفس الفترة، حيث قام الباحثان بإظهار محددات الهيكل المالي من خلال الأخذ بعين الاعتبار الأهداف المحددة مسبقا والفرص

المتاحة للمسيرين الماليين التي تكون متلائمة مع متطلعات المستثمرين: أي إصدار الأسهم عندما تكون الأسعار مرتفعة، الاستدانة وإعادة الشراء عندما تكون الأسعار منخفضة.

وبالتالي فإن الهيكل المالي للمؤسسة ينتج من خلال الاختيار الواعي لنسبة مستهدفة، لكن من خلال تراكم القرارات المتخذة في السابق من خلال السياق المالي للبورصة في لحظة معينة: إصدار الأسهم عندما يكون تئمين مرتفع والسياسات البورصية جيد، إصدار الديون وإعادة شراء الأسهم في الحالة المعاكسة. لقد قامت العديد من الأعمال من أجل محاولة تطبيق هذه النظرية في أرض الواقع ومن بين أهم هذه الدراسات يمكن أن نجد:

- دراسة (Chen et Zhao (2005) وذلك بدراسة عينة من المؤسسات الأمريكية بين الفترة 1971 و 2002 حيث كانت النتائج مطابقة لنظرية التمويل المتسلسل ومتناقضة مع نظرية المراجعة على أساس القيمة السوقية للتصفية.

- أعمال (Frank et Goyal (2004 وذلك من خلال تفسير الاستدانة بواسطة 39 متغير مفسر مستنبط من نظرية المقايضة، نظرية التمويل المتدرج، ونظرية المراجعة على أساس قيمة التصفية، تكلفة الوكالة والنتائج الأساسية المتوصل إليها:

* المؤسسات الأكثر لجوءاً إلى عملية المراجعة على أساس القيمة السوقية هي المؤسسات الأقل استدانة.
* المؤسسات الأكثر ربحية لديها نسبة استدانة قليلة.

* المؤسسات الكبيرة الحجم لديها مستويات استدانة مرتفعة، حيث توجد علاقة إيجابية بين الاستدانة والتضخم.
- دراسة (Alti (2005 النتائج التي توصل إليها توضح بأن المؤسسات التي تطبق نظرية المراجعة على أساس القيمة السوقية بان المؤسسات تصدر أموال خاصة وتخضع من نسبة مديونيتها ولكن رغم ذلك أثر النظرية ينخفض خلال السنة الثانية من دخول المؤسسة في البورصة.

الفرع الثالث تحديد الهيكل المالي المستهدف

من خلال دراسة لأهم محددات الاستدانة في المؤسسة يمكننا الاستنتاج بأنه من غير الممكن لأي مؤسسة الإفراط في التمويل بالاستدانة بهدف تحقيق درجة الرفع المالي، ولكن في أرض الواقع تواجهها عدة محددات وعوائق التي تحد من قدرة المؤسسة على الاستدانة وحيث نجد أنه لكل مؤسسة سمات ومميزات خاصة بها تميزها عن بقية المؤسسات، كذلك فإن الإدارة المالية يجب أن تأخذ بعين الاعتبار الهدف الأساسي للوظيفة المالية وهو تعظيم ثروة المساهمين وتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

فانطلاقاً من أن الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يحقق شرطين أساسيين:

- تعظيم أرباح المساهمين (تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة).

- تخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن (تعظيم المردودية بأقل التكاليف).

وبالتالي فإنه يستلزم عند اتخاذ القرار الخاص بالهيكل المالي الأخذ بعين الاعتبار إيجابيات وسلبيات الاستدانة بما يحقق الهدفين السابقين وذلك كما يبينه الجدول التالي:

الجدول (17): إيجابيات وسلبيات الاستدانة

سلبيات الاستدانة	إيجابيات الاستدانة
زيادة إمكانية الإفلاس مع التوسع في الاستدانة (تكلفة الإفلاس)	رفع أرباح المساهمين من خلال زيادة المردودية الاقتصادية والمالية (أثر الرفع المالي)
زيادة تدخل الغير في سلطة اتخاذ القرار (تكلفة الوكالة)	زيادة قيمة المؤسسة من خلال أثر الضريبة
زيادة احتمال انخفاض المردودية الاقتصادية والمالية (الخطر المالي)	عدم دخول مساهمين جدد وبالتالي الاحتفاظ بهيكل سلطة اتخاذ القرار

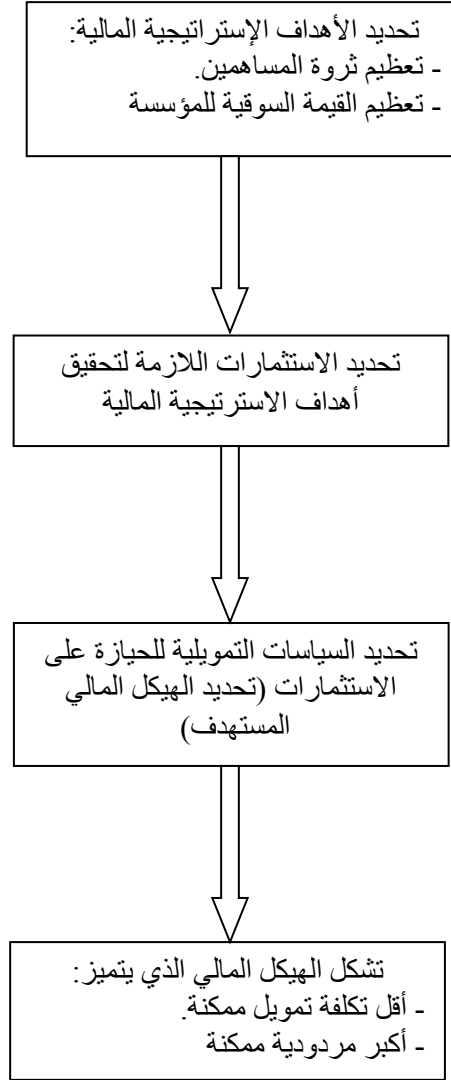
المصدر: من إعداد الطالب

ومن جهة أخرى هناك العوائق التي تحد من خيارات التمويل وخاصة الاستدانة في المؤسسة، حيث نجد أنه عند اتخاذ القرار الخاصة بالسياسة التمويلية في المؤسسة فإنه يجب الأخذ بعين الاعتبار عامل التوازن المالي للمؤسسة بحيث يجب أن تضمن السياسة التمويلية المنتهجة التوازن المالي للمؤسسة وعدم الوقوع في حالات العجز وانعدام السيولة لمواجهة الالتزامات القصيرة الأجل، كذلك يجب ضمان الاستقلالية المالية وهو مؤشر هام من مؤشرات الأداء المالي الجديد للمؤسسة فالمؤسسة ملزمة بعدم الإفراط في الاستدانة لأن ذلك سيضعف قدرتها التفاوضية أما المقرضين ومقدمي الأموال، وهو شرط يجب أن يدعمه قدرة المؤسسة على تسديد مختلف الالتزامات التي تكون على عاتقها وعدم الوقوع في حالة عدم القدرة على التسديد وهو شرط مرتبط بقدرة المؤسسة على تسويق منتجاتها والتحكم في تكاليفها وطرق وأساليب التسيير والإدارة التي تنتهجها المؤسسة، وذلك حتى لا تقع المؤسسة في حالة الخطر المالي من خلال تشتت مردوديتها المالية والاقتصادية والتي ستعكس سلبيات على أرباح المساهمين، وكل ذلك مرتبط بالشكل القانوني الذي يميز المؤسسة وحجمها وهو عنصر يحدد أو يوسع من التشكيلة التمويلية المتاحة للمؤسسة.

قد تسعى المؤسسة إلى تحديد هيكل مالي خاص بها من خلال الأخذ بعين الاعتبار المزايا الخاصة بهذه المؤسسة، حيث تعتبر المؤسسة أن هذا الهيكل هو الهيكل الأمثل الذي يحقق أهدافها المالية ويتم تشكيله من خلال سعي المؤسسة إلى تحديد مزيج تمويلي مستهدف من الأموال الخاصة والديون، حيث تسعى المؤسسة إلى الوصول إلى هذا المزيج التمويلي الذي يعتبر هيكل مالي أمثل بالنسبة لهذه المؤسسة.

ففي إطار الإستراتيجية المالية للمؤسسة المحددة للأهداف المالية الكبرى للمؤسسة المتمثلة أساسا في تعظيم ثروة المساهمين وتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وتحديد مختلف الاستثمارات اللازمة لتحقيق أهداف الإستراتيجية المالية للمؤسسة، ثم تشكيل الهيكل المالي من خلال تحديد السياسة التمويلية المثلى التي تحقق هدفين أساسيين تخفيض التكلفة وتعظيم المردودية وبالتالي قيمة المؤسسة حيث يمكن تمثيل ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل (43): تشكيل الهيكل المالي المستهدف



المصدر: من إعداد الطالب

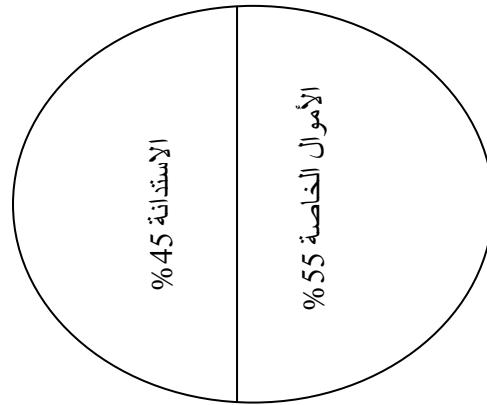
من خلال الشكل السابق فإن المؤسسة عند تحديد لسياسة تمويل معينة فإنها سوف تختار هيكل مالي معين والذي يعتبر بالنسبة للمؤسسة هو الهيكل المالي الأمثل هذا المستوى الأمثل من الهيكل المالي يمكن اعتباره الهدف الذي يقود وبوجه اختيار السياسة التمويلية للمؤسسة، حيث بإمكان المؤسسة اختيار نسبة الاستدانة المثلى من خلال متوسط معدل الاستدانة لفترات طويلة للقطاع الذي تنشط فيه المؤسسة أو من خلال دراسة لعينة من المؤسسات التي تنشط في هذا القطاع مع ربطه مباشرة بأهداف السياسة التمويلية المتمثلة في التكلفة، القيمة السوقية للمؤسسة، هذا من جهة و من جهة أخرى الأخذ بعين الاعتبار العناصر التي تدخل في اختيار الهيكل المالي، العوامل المتعلقة بالمؤسسة (الحجم، الأصول...)، و العوامل المحيطة بالمؤسسة (النظام المالي، دور السلطة العمومية...).

وبالتالي فإن السلوك التمويلي للمؤسسة سوف يكون موجها بواسطة اعتبارات الهيكل المالي المستهدف الذي سوف تسعى المؤسسة لتحقيقه ويكون أي قرارات المؤسسة في مجال اختيار المزيج التمويلي المستهدف

ستحدد بواسطة اعتبارات التسوية الخاصة بالهيكل المستهدف، حيث يجب أن يستجيب الهيكل المستهدف في نفس الوقت لإيجابيات وسلبيات الاستدانة.

إنه عند الأخذ بعين الاعتبار لمختلف محددات التمويل: التوازن المالي، الاستقلالية المالية، قدرة التسديد، الخطر المالي، الشكل القانوني للمؤسسة، على هذا الأساس ويهدف ضمان استمرارية المؤسسة في النشاط وعدم وقوعها في حالة الإفلاس الناتج عن الإفراط في الاستدانة، و عدم القدرة على التسديد وزيادة تكاليف الوكالة فإن نسبة الاستدانة لا يستحب أن تتجاوز الأموال الخاصة وذلك ضمانا للاستقلالية المالية و تخفيض المخاطر المالية وبالتالي فإن نسبة الاستدانة القصوى في الهيكل المالي لا يجب أن تتجاوز 45% من هيكل خصوم المؤسسة أي أن المزيج المالي الأمثل للمشكل للهيكل المالي للمؤسسة سيكون أقل من نصفه للاستدانة أما الباقي مكون من الأموال الخاصة، كما في الشكل التالي:

الشكل(44): الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة



الصدر: من إعداد الطالب

فمن خلال العديد من الدراسات الميدانية فإنه يرى المديرون الماليون بأن الهيكل المالي للمؤسسة الأمثل يتراوح بين 40% و 50% تكون مكونة من الاستدانة، في حين أن نسبة كبيرة منهم ترى أن نسبة 45% من الاستدانة تشكل هيكل مالي أمثل، حيث تشكل هذه التوليف في غالب الأحيان موجه السياسات التمويلية للمؤسسات، حيث أنه في حالة انخفاض نسبة الاستدانة عن هذه النسبة فإنه سيتم اللجوء إلى زيادة الاستدانة أما في حالة ارتفاع نسبة الاستدانة فإن سيتم اللجوء إلى التمويل بالأموال الخاصة لتعديل النسبة.¹

إن نسبة المترواحة بين 40% و 50% من الاستدانة تبقى مرتبطة كذلك بعامل مهم يتمثل في كفاءة وشخصية المسير حيث نجد أن هناك مسيروا أكثر مخاطرة من مسيرين آخرين، وبالتالي فإن هناك مجموعة من السيرين الذين يميلون إلى الاستدانة من أجل زيادة الأرباح في حين نجد أن النوع الآخر من السيرين لا يميل على المخاطرة وتفضيل الأمان على التوسع في الاستدانة.

حيث أن الهيكل المالي المناسب هو الذي يؤدي إلى الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة، بما يؤدي إلى تحقيق النمو والتوسع، من خلال تغطية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف، تخفيض المخاطر المالية، تحقيق معدلات مردودية مرتفعة، وبالتالي فإنه يمكن تحديد أهم سمات الهيكل المالي المناسب للمؤسسة:

¹ Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of financial management**, twelfth edition, South Western, USA, 2010, P 417.

- الربحية: حيث يساعد الهيكل المالي على تحقيق معدلات متزايدة من الربحية من خلال استخدام الديون بأقل تكلفة ممكنة والابتعاد قدر الإمكان عن المخاطر المالية، لأن الربحية هدف أساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها، وغاية يتطلع إليها المستثمرون، ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة، وهي أيضا أداة هامة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد الموجودة بحوزتها، لذا نجد أن جهدا كبيرا من الإدارة المالية في المؤسسة يوجه بالدرجة الأولى نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها، لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر.

- تحقيق السيولة المالية: أي عدم الإفراط في الاستدانة إلى درجة تعرض المؤسسة للعسر المالي، لأنه من أهم أهداف إدارة السيولة في المؤسسة المحافظة على استمرارها، وتقليص مخاطر العسر المالي عنها وإذا لم تتمكن المؤسسة من إدارة سيولتها بالشكل السليم، فإنها قد تواجه بعسر مالي (مؤقت) يمكن تجاوزه، ولكنها قد تواجه بعسر مالي (دائم) يصعب تجاوزه، يؤدي في النهاية إلى تصفية المؤسسة وإنهاء وجودها، ويعرف العسر المالي (INSOLVENCY) بأنه عدم قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها المستحقة في مواعيده.

- المرونة: أي القدرة على تغيير المزيج التمويلي من أجل التكيف مع المواقف المتغيرة للمؤسسة.

- الرقابة: أن يحتوي الهيكل المالي على أفضل الشروط المالية التي تحد من المخاطر المالية ومن درجة الرقابة التي يفرضها الدائنون على المؤسسة.

حيث أن المميزات السابقة تختلف بين المؤسسات حسب ظروفها وقطاع نشاطها كما يمكن أن تتغير هذه الشروط بالنسبة للمؤسسة الواحدة حسب وضعية المؤسسة والتغيرات التي قد تؤثر عليها داخليا أو خارجيا، ولذلك لا يوجد هيكل مالي مناسب ومعيارى خاص بالمؤسسات.

خلاصة الفصل الثالث

لقد شكل مفهوم الهيكل المالي محل جدل عميق بين مختلف الباحثين والنظريات التي تناولت بالدراسة لهذا المفهوم المهم من مالية المؤسسة، والهيكل المالي هو ذلك المزيج من الأموال الخاصة والديون الذي تكونه المؤسسة من أجل تمويل الاستثمارات المؤسسة بهدف تحقيق أكبر مردودية ممكنة بأقل تكلفة تمويل وهي بذلك سوف تحقق هيكل مالي أمثل الذي يحقق هدف تمويل المؤسسة وهو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين وجلب استثمارات أكبر، وذلك كله من خلال محاولة الاستفادة من أثر استخدام الديون في الهيكل المالي، بواسطة أثر الرفع المالي الذي يعبر عن رفع أرباح المساهمين نتيجة اللجوء للاستدانة حيث أن مصاريف الديون (الفوائد المدفوعة) تعتبر من التكاليف الواجب خصمها من هيكل تكاليف استغلال المؤسسة وبالتالي تخفيض الضرائب التي ستدفع وهو ما يعرف بالاقتصاد في الضريبة أو الوفر الضريبي.

أول دراسة للهيكل المالي وعلاقته بالقيمة السوقية كانت من خلال النموذج الكلاسيكي الذي وضع أسسه العالم David Durand سنة 1952 والذي حاول تحديد علاقة الهيكل المالي للمؤسسة مع القيمة السوقية من خلال مقاربتين أساسيتين: مدخل صافي الربح، مدخل صافي ربح العمليات.

أما المدخل التقليدي فيقتضى وجود علاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة، حيث تتزايد مردودية الأموال الخاصة مع زيادة الاستدانة من خلال اثر الرفع المالي، مع انخفاض في التكلفة الكلية للأموال وزيادة القيمة السوقية حيث تظل تكلفة الاقتراض ثابتة إلى حد معين ولكنها تبقى اقل من تكلفة الأموال الخاصة ثم بعد هذا الحد تبدأ التكلفة في الارتفاع نظرا لإحساس الممولين بالخطر ويقابلها زيادة في تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لزيادة المخاطر المالية، وبالتالي ارتفاع التكلفة وانخفاض في قيمة المؤسسة الكلية نتيجة لذلك.

ويعتبر نموذج Modigliani et Miller من أهم النماذج المشهورة حيث يعتبره كثير من الباحثين أول منطلق حقيقي لدراسة الهيكل المالي للمؤسسة، وذلك لما قدمه من تفسيرات قريبة من الواقع لمحاولة تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، حيث قدم العالمان نموذجين، الأول بدون وجود ضرائب وفيه لا يتحقق هيكل مالي أمثل، والنموذج الثاني مع وجود الضرائب الذي يحقق هيكل مالي أمثل.

ظهرت نظرية المراجعة أي محاولة المواءمة بين إيجابيات وسلبيات الاستدانة والتكاليف الناتجة عنها وأول تكلفة هي تكلفة الإفلاس أي احتمال عدم قدرة المؤسسة على تسديد ديونها وبالتالي وقوعها في حالة العسر المالي وإعلان إفلاس المؤسسة وما يترتب عن ذلك من تكاليف مباشرة وغير مباشرة، قد تؤثر سلبا على انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، أما التكلفة الثانية التي تم إدراجها في نموذج المراجعة تتمثل في تكلفة الوكالة التي تم إدخالها من طرف Jensen et Mecklin سنة 1976 نظرا لوجود صراعات ناشئة عن فصل الملكية عن التسيير حيث تعمل بين المسيرين والمالكين من جهة والمساهمين و الدائنين من جهة أخرى حيث تؤثر هذه الصراعات على اختيار التمويل وخاصة خيار التمويل بالاستدانة، وبالتالي فإن نوع عقد الوكالة سوف يؤثر على قيمة المؤسسة.

نموذج آخر لتفسير خيارات التمويل للمؤسسة تم تقديمه من طرف Myers et Majluf سنة 1984 وهو نموذج التمويل التدرجي الذي يفترض أن المؤسسات لا تسعى لتحديد نسبة تمويل مستهدفة، حيث تلجأ المؤسسة

إلى التمويل الخارجي فقط عندما لا يكون التمويل الداخلي للمؤسسة كافي لتغطية احتياجات المؤسسة، حيث أن التمويل الخارجي لا يكون مرغوب نظرا للتناظر في المعلومات بين المسيرين والمستثمرين، ولكن رغم ذلك إذا استعمل المؤسسة التمويل الخارجي يجب أن تتبع التسلسل في مصادر التمويل، وفي هذه الحالة فإنه سوف تلجأ أولاً إلى الديون، ثم الديون القابلة للتحويل، وفي المقام الأخير الأسهم، حيث تسعى المؤسسة إلى تحقيق التوازن المالي من أجل تفادي اللجوء إلى التمويل الخارجي.

الفصل الرابع

محددات الهيكل المالي المؤسسة

إن اعتماد سياسة تمويلية معينة لا يعتبر أمرا سهلا نظرا لندرة الموارد المالية من جهة ومن جهة أخرى تتحكم مجموعة من المحددات الداخلية والخارجية في قرار التمويل وإيجابيات وسلبيات كل مصدر تمويلي، فنظريا تختار المؤسسة التمويل الذاتي من أجل انتظار زيادة المردودية ورغبة منها في المحافظة على السيطرة وعدم تدخل الغير في قراراتها ولكن في المقابل نجد أنه في الغالب أن التمويل الذاتي غير كافي كما أن تحقيق هيكل مالي أمثل يستوجب اللجوء إلى التمويل بالاستدانة بهدف الاستفادة من أثر الرفع المالي.

وبالتالي فإن قرار التمويل تحكمه مجموعة من المحددات والعوامل، والتي يجب أخذها بعين الاعتبار، ذلك أن كل مؤسسة تتميز بمجموعة من المميزات مثل: طبيعة النشاط، الحجم، التنافسية، كما أن المؤسسة تنشط داخل محيط مالي معين، الذي يتحكم وبدرجة معينة في قرار التمويل من حيث درجة إتاحة مصادر للتمويل، وطبيعة السياسة الاقتصادية للدولة خاصة فيما يتعلق بالسياسة الاقتصادية والنقدية التي يكون لها تأثير على قرارات التمويل.

المبحث الأول: المحددات المتعلقة بالمؤسسة لاختيار الهيكل المالي

تتحكم العديد من المعايير في قرار التمويل وذلك حسب طبيعة المؤسسة والمحيط المالي الذي تنشط فيه والاستراتيجية المحددة للأهداف الطويلة المدى، ولذلك سوف نقوم بتقسيم العوامل المحددة لقرار التمويل على إلى نوعين: عوامل خصائص بالمؤسسة وعوامل خارجية عن المؤسسة.

المطلب الأول: العوامل المتعلقة بخصائص المؤسسة

إن ظروف المؤسسة الداخلية ومميزاتها الخاصة بها، ووضعيتها المالية الداخلية تعتبر من العوامل المهمة التي تحدد نوع التمويل، وذلك لأن الممولون يتجهون دائما لاستثمار أموالهم في المؤسسات التي تتمتع بسمعة جيدة في القطاع، وتحقق مردودية مرتفعة وذلك نظرا لانخفاض مخاطر الاستثمار فيها.

الفرع الأول: حجم المؤسسة

لقد افترضت العديد من الدراسات وجود علاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاستدانة حيث وضح العديد من الباحثين، بأن حجم المؤسسة عامل تمييز في اختيار الهيكل المالي للمؤسسة، ولكن رغم ذلك فإن تأثيره يبقى غامض فالمؤسسات الكبيرة الحجم تكون متعددة النشاطات الإستراتيجية وبالتالي أقل مخاطرة من المؤسسات الصغيرة الحجم حيث أن تكاليف الإفلاس المباشر سوف تتخفف مع زيادة حجم المؤسسة.¹

إن انخفاض تكاليف الإفلاس بالنسبة للمؤسسات الكبيرة الحجم يسمح لها بسهولة اللجوء إلى الاستدانة، كذلك فإن كبر حجم المؤسسة هو مرادف لتوفر المعلومة وذلك لأن المؤسسات الكبيرة تكون معروفة وتنتشر دائما معلومات حول نشاطها ومرد وديتها ونتائجها المالية والمحاسبية حيث أن توفر المعلومة يشجع المسيرين على الاستدانة عكس المساهمين (Rajan et Zangales 1995).²

في حين يعتبر Ang Chua et McConnel 1982 بأن التكاليف المباشرة للإفلاس تشكل نسبة كبيرة من قيمة المؤسسة إذا كانت هذه النسبة منخفضة، حيث يؤكدون بأن تكلفة الإفلاس تكون مرتفعة في المؤسسات الصغيرة الحجم مما يجعلها تتميز بنسبة استدانة ضعيفة في هيكلها المالي كذلك فإن المراقبة التي تتم من طرف المحللين الخارجيين للمؤسسات الكبير يخفف من تكاليف الوكالة المرتبطة بالتناظر في المعلومة وإحلال الأصول.

لقد كشفت دراسة Warner (1977)، ودراسة Ang et Al (1982)، بوجود علاقة عكسية بين اقتصاديات الحجم (économies d'échelles) وتكلفة الاستدانة وذلك لأن تنوع أنشطة المؤسسة الكبيرة الحجم يخفف تقلبات وتذبذبات التدفقات النقدية، حيث يحب على المؤسسات الكبيرة أن تكون أكثر استدانة كذلك فإن

¹ Dipl.-Kfm. Christian Funke, OP-CIT, P 33.

² Christopher Parson, Sheirden Titman, OP-CIT, P 27.

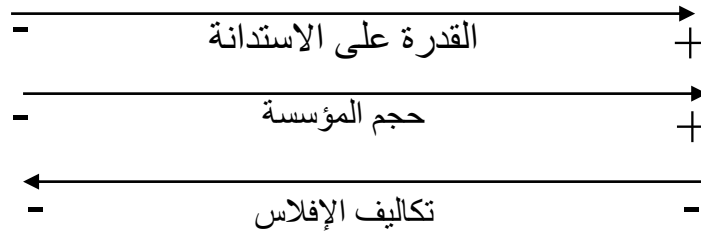
المؤسسات الكبيرة الحجم المسعرة في البورصة تمتلك تسهيلات أكثر من اللجوء سوق رؤوس الأموال من أجل الحصول على الأموال التي تحتاجها لتمويل أنشطتها.¹

تعددت المعايير من أجل تصنيف المؤسسات حسب الحجم مثل: عدد العمال، رقم الأعمال، مجموع الميزانية ففي الجزائر فقد تم تصنيف المؤسسات حسب الحجم بواسطة النص التشريعي رقم 18/01 القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

حسب ما جاء في المادة الرابعة 04 من الفصل الأول تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/ أو الخدمات والتي تشغل من 1 إلى 250 شخصا ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي ملياري (02) دينار أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية خمسمائة (500) مليون دينار كما يجب أن تستوفي معايير الاستقلالية ويتم تصنيف هذه المؤسسات إلى مؤسسات مصغرة ومؤسسات صغيرة ومؤسسات متوسطة، وبالتالي فإن كل مؤسسة تفوق المعايير السابقة تعتبر مؤسسة كبيرة.

إن المؤسسات الكبيرة الحجم يكون لديها قدرة أكبر على خدمة الدين مما يجعلها تميل للاعتماد على الاستدانة بدرجة أكبر إضافة إلى ذلك فإنها تستطيع الاقتراض بمعدل فائدة أقل وهو ما يشجعها على التوسع في الاستدانة أكثر على عكس المؤسسات الصغيرة التي تكون موقفها التفاوضي ضعيفا أمام المؤسسات التمويلية. يمكننا تمثيل علاقة المديونية مع حجم المؤسسة كما يلي:

الشكل(45): العلاقة بين حجم المؤسسة والقدرة على الاستدانة وتكلفة الإفلاس



المصدر: من إعداد الطالب

من خلال الشكل فإنه توجد علاقة طردية بين حجم المؤسسة والقدرة على الاستدانة، فكلما زاد حجم المؤسسة كلما زادت قدرتها على الاستدانة سواء من البنوك في شكل قروض أو من السوق المالي على شكل استدانة وفي نفس الوقت تتخفف تكاليف الإفلاس المحتملة، في حين توجد علاقة عكسية بالنسبة للمؤسسة الصغيرة التي تتخفف قدرتها على الاستدانة وفي نفس الوقت ترفع لديها تكاليف الإفلاس.

¹ Peter Stahlecker, Eckhardt Wohlers, **European firm's financial structure**, Lucius and Lucius, Stuttgart, 2001, P 622.

الفرع الثاني: هيكل الأصول (الضمانات)

تفترض نظريات الهيكل المالي بأن هيكل الأصول من العوامل المحددة لنوع التمويل في المؤسسة، وذلك من خلال نوع الأصول الذي يقدم ضمانات أكثر لمقدمي الأموال وهو ما يشجع المقرضون على منح القروض للمؤسسة وذلك لتوفر نوع من الضمان لاسترجاع أموالهم.

Berger et Udell 1990 يعترفون بأن الضمانات تلعب دورا هاما بالنسبة للقروض البنكية حيث أن ما يقارب نسبته 70% من القروض البنكية الممنوحة يتم منحها على أساس الضمانات المقدمة من طرف المؤسسات، فالأصول المادية تمنح ضمانات أكبر للدائنين وذلك عند تحديد تأثيرها على المديونية وذلك لأنها أقل عرضة للتناظر في المعلومة وتفقد جزءا أقل من قيمتها عكس الأصول المعنوية.

ففي ظل الصراع بين الدائنين والمساهمين Jensen et Meckling وضحا بأن تقييم الاستثمار بأكثر من قيمته surinvestissement هو أقل ضررا وذلك لأن المؤسسات تحوز على أصول مادية أكبر في هيكل أصولها حيث تمثل هذه الأخيرة ضمانات للدائنين، وفي هذا الإطار بينت العديد من الدراسات مثل: Titmans 2001, et Wessels 1988, Rajin et Zangales 1995, Kremp et All 2001، وجود علاقة طردية بين الضمانات و المديونية، ومهما كانت الدراسات النظرية فإنها تجمع في أغلبها على وجود علاقة إيجابية بين الضمانات والاستدانة في المؤسسة.

لقد وضح Scott بأن المؤسسة ترفع من قيمة أسهمها من خلال بيع الديون المضمونة بأصول المؤسسة، كما أشار Myers et Majluf بأن إصدار الديون يرفع من تكاليف التناظر في المعلومة وذلك لأن المسيرين لديهم معلومات أكثر من المتعاملين مع المؤسسة ولكن إصدار الديون المضمونة بأصول المؤسسة فإنه سيجنب المؤسسة هذه التكاليف، وبالتالي فإن المؤسسات التي تمتلك أصول كبيرة من المتوقع أن تكون نسبة الاستدانة بها مرتفعة، هذا الافتراض تم تدعيمه من خلال نموذج Jensen/Meckling et Myers من خلال فرضية بأن المساهمين يكون لديهم حافز في الاستثمار الفرعي الأمثل (sub-optimally) وذلك من أجل مصادرة الثروة من الدائنين، لكن إذا كانت الديون مضمونة فالاستدانة تشكل قيد من أجل استعمال هذا الدين في مشروع محدد وخاص، مما يخفض من صراعات الوكالة و يؤدي على علاقة إيجابية بين قيمة الأصول الضامنة ونسبة الاستدانة.¹

لقد وضح Balakrishan et Fox 1993 من خلال دراسة تجريبية حول أهمية خصوصية الأصول في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة بأن الهيكل المالي للمؤسسة يرتبط ارتباطا وثيقا بإستراتيجية المؤسسة وطبيعة أصولها والمهارات المطلوبة لتنفيذ هذه الإستراتيجية، حيث تؤثر طبيعة القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة على طبيعة أصولها وبالتالي الهيكل المالي لها، حيث ومن خلال محاولة إسقاط العديد من النماذج النظرية للهيكل

¹ Dipl.-Kfm. Christian Funke, OP-CIT, P 31.

المالي ل 295 مؤسسة تنتمي لقطاعات مختلفة للفترة 1978 و 1987 في الولايات المتحدة الأمريكية حيث استنتجا بأن درجة خصوصية أصول المؤسسة تعتبر من العوامل المهمة المحددة للهيكل المالي للمؤسسة.¹

الفرع الثالث: الهيكل المالي ودورة حياة المؤسسة

خلال تطور ونمو المؤسسة عبر مرورها بالعديد من المراحل المختلفة من الظهور حتى مرحلة النضج والتدهور فإن تدفقاتها النقدية وكذلك مدى تعرضها للمخاطر تصبح أكثر أهمية مما يؤثر على قيمتها السوقية، وبالتالي فإن اختيارات التمويل من طرف المؤسسات تعكس وضعيتها وتقدمها في دورة الحياة، ومن أجل محاولة صياغة نموذج للخيارات التمويلية ودورة الحياة يمكن صياغة ما يلي:

1- مرحلة الانطلاق: وهي تمثل الخطوة الأولى بعد إنشاء المؤسسة، فبصفة عامة المؤسسة لا تكون مسعرة في البورصة وممولة بالأموال الخاصة لمؤسسيها مع إمكانية التمويل البنكي، هذه المؤسسات تكون أيضا محدودة في احتياجات التمويل عندما تحاول كسب المزيد من الزبائن والتموضع في السوق.

2- مرحلة التوسع والنمو: عندما تتمكن المؤسسة من جذب الزبائن والتموضع جيدا في القطاع، فإن احتياجاتها التمويلية ترتفع، وانطلاقا من كون المؤسسة لا تحقق تدفقات نقدية مهمة داخليا لتمويل نموها واحتياجات الاستثمار مرتفعة فإن الملاك يبحثون عن رؤوس أموال خاصة أو التوجه نحو مؤسسات رأس المال المخاطر، من أجل تغطية فجوة الاحتياج في الأموال، العديد من المؤسسات يقومون بالتحول من مؤسسات غير مسعرة على مؤسسات مسعرة وتتحصل على الأموال التي تحتاجها بإصدار الأسهم.

3- مرحلة النمو السريع: مع الانتقال من إلى مؤسسة مسعرة تنتوع الخيارات التمويلية للمؤسسة رغم أن رقم أعمال المؤسسة يرتفع كذلك بسرعة أما الأرباح فتكون لها توجهات الظهور مع عدة فوارق مقارنة برقم الأعمال، وفي نفس الوقت تكون التدفقات النقدية المحققة متأخرة عن احتياجات تمويل الاستثمارات فبصفة عامة المؤسسات المسعرة في هذه المرحلة من تطورها تهتم أكثر بإصدار رأس المال على شكل أسهم عادية، والخيارات على الأسهم، أما في حال توجيهها نحو الاستدانة فإن الديون القابلة للتحول إلى الأسهم تكون الأكثر جاذبية لرفع الأموال.

4- مرحلة النضج: تتميز هذه المرحلة بتوجه معدلات النمو نحو الاستقرار، المؤسسة تواجه بصفة عامة ظاهرتين: الأرباح والتدفقات النقدية تستمر في الارتفاع بسرعة، العاكسة للاستثمارات السابقة، والاحتياج في استثمار في المشاريع الجديدة سوف ينخفض، الأثر الصافي لهاتين الظاهرتين سيكون الارتفاع في حصة احتياجات التمويل المغطاة بالتمويل الذاتي وتغيير في طريقة التمويل الخارجي فالمؤسسات سيكون لها توجهات أكثر نحو الاستدانة على شكل قروض بنكية و سندات من أجل تمويل احتياجات الاستثمار لديها.

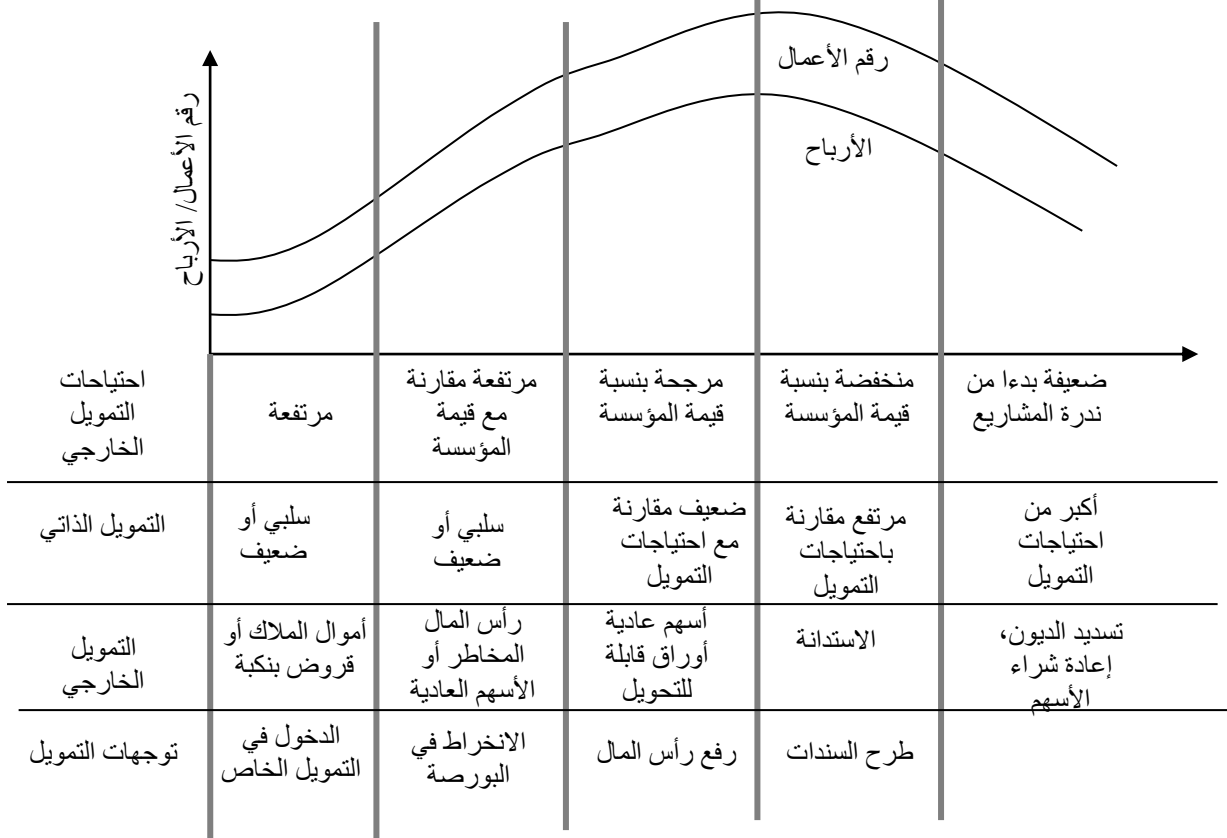
5- مرحلة الانحدار: المؤسسة في هذه المرحلة سيوف تتميز بانخفاض في رقم أعمالها عند وصول نشاطها إلى مرحلة الانحدار وعند دخول منافسين جدد فالاستثمارات في هذا الوقت قد تم إنجازها وتستمر في تحقيق تدفقات

¹ Gregor Gossy, OP-CIT, P 89.

نقدية ولكن بوتيرة منخفضة، كما إن المؤسسة لا تحتاج إلى استثمارات جديدة وبالتالي فإن التمويل الذاتي يفوق إعادة الاستثمار والمؤسسة لا تلجأ إلى طرح أسهم جديدة أو سندات ولكنها تتوجه أكثر نحو الاقتراض أو إعادة شراء أوراقها المالية.

والشكل التالي خيارات التمويل ودورة حياة المؤسسة:

الشكل (46): تمويل المؤسسة في كل مرحلة من دورة الحياة



Source: Aswath Damodaran, OP-CIT, P 691.

الفرع الرابع: طبيعة القطاع

يلعب قطاع النشاط دوراً مهماً في تحديد مصدر التمويل الخاص بالمؤسسة، باعتبار أن المؤسسات التي تقوم بنفس النشاط تواجه نفس المحيط الاقتصادي (المنافسة)، والتكنولوجي (تكاليف، اهتلاك المعدات)، وعليه فإنه من المفترض أن المؤسسات التي تنتمي لنفس قطاع النشاط تكون لها مستويات تمويل واستدانة خاصة متقاربة في حين تختلف هذه المعدلات ما بين القطاعات.¹

وقد قام العديد من الباحثين باختبار تأثير نوعية الصناعة على نسبة الاستدانة، وحاولوا معرفة ما إذا كانت نسبة الاستدانة تتشابه أو تختلف حسب طبيعة قطاعات النشاط، حيث أكدت دراسة ل

¹ M. Buboïs, *Les déterminants du niveau d'endettement des entreprises : les théories à l'épreuve des faits*, Revue d'économie sociale, N 06, 1987, P 13.

(1979) Ferri et Jones أن طبيعة النشاط تعد محددًا أساسيًا لهيكل الأصول وبالتالي الهيكل المالي، وبينت نتائج دراستهما بأن نسبة الأموال الخاصة في الصناعات الثقيلة كانت أقل منها في الصناعات الخفيفة¹، وقد برر الباحثان نتائج دراستهما كون المؤسسات التابعة لنفس قطاع النشاط تواجه نفس مخاطر الأعمال بسبب إنتاجها منتجات متشابهة وتتحمل بالتقريب نفس التكاليف وتعتمد على نفس التكنولوجيا، وبعد الاختبار توصلا إلى أن نوع النشاط أثر على نسبة استنادة المؤسسات ولكن ليس بطريقة مباشرة حيث تؤثر نوعية الصناعة على طبيعة أصول المؤسسة، ومن ثم التأثير على الهيكل المالي، كما أكدت دراسة لمنير هندي (1987) النتائج التي توصل إليها Ferri et Jones حيث كشفت عن انخفاض نسبة الاقتراض في المؤسسات الكثيفة العمالة وارتفاعها في المؤسسات الكثيفة رأس المال²، كما بينت دراسة ل سيد الهواري (1986)، عن اختلاف أشكال الهيكل المالي للمؤسسات بين قطاعات النشاط الاقتصادي في شركات القطاع العام في مصر، حيث أوضحت الدراسة أن نسبة الاستنادة كانت: 60% في قطاع الصناعة، 87% في القطاع التجاري، 72% في قطاع الخدمات، 62% في قطاع الزراعة.³

الفرع الخامس: مكانة المساهمين في المؤسسة

يمكن أن نجد عدة حالات لمكانة المساهم في المؤسسة أهمها:⁴

- يمكن أن يملك المساهم أغلبية أسهم الشركة والذي يكون في العادة هو المسير.
- يمكن أن يكون المساهم هو المسير، رغم امتلاكه لأسهم قليلة في الشركة.
- لا يرغب أي مساهم في تولي تسيير المؤسسة، ولذلك توكل مهمة تسيير المؤسسة إلى مسير خارجي.
- أ- **الحالة 1:** في هذه الحالة يوجد مزيج بين الذمة الشخصية للمسير و ذمة المؤسسة، و لهذا لا تمثل السياسة المالية للمؤسسة سوى وسيلة للوصول إلى أهداف المساهم.
- ب- **الحالة 2:** عندما لا يمتلك المسير سوى جزءا ضئيلا من أسهم الشركة فإنه يهدف إلى المحافظة على مراقبة المؤسسة، و من ثم مكانته كمسير، و يستعين في ذلك بالسياسة المالية التي تخدم هذا الغرض، توزيع الأسهم المجانية، توزيع واسع للأرباح على المساهمين، تقضيل الاعتماد على الاستنادة بدلا من رفع رأس المال الذي قد ينتج عنه فقدان السيطرة على المؤسسة.
- ج- **الحالة 3:** إذا كان المسير ليس مساهما في الشركة، فإنه يمكن أن ينتهج أهدافا مختلفة إن لم نقل متعارضة مع أهداف المساهمين (مثلا الإفراط في الإمتيازات المادية لصالحه من الشركة، محاولة كسب شهرة على حساب الشركة)، بينما على مستوى السياسة المالية يمكن أن يعمد إلى:
 - توزيع واسع للأرباح على المساهمين لإشباع المساهمين ومحاولة صرف نظرهم عن وجوب تحسين قيمة أسهمهم.

¹ Anthony N. Birts, **Balance Sheet Structures**, Woodhead Publishing, England, 2001, P 22.

² منير صالح هندي، محددات الهيكل المالي لعينة من الشركات الصناعية، المؤتمر الدولي الثاني عشر للإحصاء والحسابات العلمية والبحوث الاجتماعية، جامعة عين شمس، 1987، ص 280.

³ سيد الهواري، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، القاهرة، 1986، ص 403.

⁴ Vernimmen. Pierre, **Politique Financiers de l'Entreprise, Encyclopédie de gestion**, tome 3, sous la direction Patrick Jeffre et Yves Simon, Economica, Paris, 1989, P 2134.

- معارضة اللجوء إلى الاستدانة لأن ذلك يزيد من خطر الإفلاس ومن ثم قد يفقد منصبه.
- كما يمكن أيضا أن يعارض عملية رفع رأس المال لأن ذلك يضم المساهمون الجدد إلى الشركة الذي قد يعيد النظر في مدة تفويضه.

المطلب الثاني: العوامل المتعلقة بمصادر التمويل

هناك مجموعة من المعايير والخصائص التي تتميز بها مختلف مصادر التمويل والتي تجعلها تلعب دورا مهما في اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، وتعتبر هذه العوامل كمؤشرات مالية هامة يستند إليها عند عملية المفاضلة بين سياسات التمويل من أجل تحقيق أهداف السياسة التمويلية.

الفرع الأول: مردودية الأموال

إن تأثير المردودية على مستوى الاستدانة شكل محور جدال نظري بين مختلف الباحثين في مجال مالية المؤسسة، ففي إطار تناظر المعلومات المؤسسات الأكثر مردودية تحقق تمويل ذاتي أكبر وبالتالي تكون هناك علاقة عكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة حيث أن هذا الطرح تم تأكيده من خلال العديد من الدراسات التجريبية مثل:

.Harris et Raviv 1991, Rajin et Zingales 1995, Fama et french 1999

وفي إطار نظرية Trade-off العلاقة بين المردودية ومستوى الاستدانة يجب أن تكون علاقة إيجابية لأن المؤسسة التي تحقق مردودية كبيرة سوف تفضل الاستدانة وذلك لأن الفوائد على الديون عي من التكاليف القابلة للخصم من التكاليف وبالتالي تخفيض النتيجة الجبائية، كذلك فإنه من المتوقع أن تتمكن المؤسسة التي تحقق مردودية مرتفعة من تسديد الديون مستقبلا، فالنظرية الساكنة للهيكل المالي تقترض وجود علاقة إيجابية بين المردودية ومستوى الاستدانة.

ولكن في المقابل Fama et French 2000، يؤكدان نتائج متعاكسة مع النظريات السابقة حيث يبينان وجود علاقة عكسية بين المردودية والاستدانة وذلك من خلال اكتشاف بأن المؤسسات الأكثر مردودية الأقل لجوء للاستدانة حيث أن نتائجهما تم تأكيدها كذلك من خلال الدراسات التجريبية التي قام بها كل من Graham 2000 et Harvey 2001¹.

ولقد كشفت دراسة Titman & Wessels أنه بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة، فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية، تتبعها القروض والتي لها تكلفة وكالة ولكن يتولد عنها وفرات ضريبة، ثم يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة والذي ينطوي على تكلفة وكالة دون أن يترتب على ذلك وفرات ضريبية، وبناء على ذلك يصبح من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتميز بارتفاع معدل مردوديتها، ويتاح لها فرص احتجاز أرباح، إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة².

¹ Cheng-Few Lee, **Advances in quantitative analysis of finance and accounting, Volume 04**, World Scientific Publishing, London, 2006, P 167.

² S.Titman and R. Wessels, **The Determinants Of Capital Structure Choice**, Journal Of Finance, volume 43, March, 1973,P 08.

ولقد أيدت نتائج دراسة Marsh ذلك، حيث كشفت عن وجود علاقة عكسية بين مردودية المؤسسة و نسبة الاقتراض، و يبرر الباحث ذلك بأن زيادة مستوى مردودية المؤسسة عادة ما يرتبط به زيادة المخاطر العملية *opérationnelle risque*، و هو ما يجعل المؤسسة تتجنب الاعتماد على القروض، أو أن زيادة مستوى المردودية قد يرتبط به زيادة نسبة الأرباح المحتجزة و بالتالي اعتماد المؤسسة بدرجة أقل على الأموال المقترضة¹.

الفرع الثاني: تكلفة الاستدانة

تعتبر تكلفة الاستدانة من أهم العوامل المحددة في اختيار وسيلة التمويل، وترتبط بعدة عوامل مثل طبيعة المصدر التمويلي، وحالة السوق ومدة الدين من جهة ومن جهة أخرى فإن ضعف قدرة المؤسسة التفاوضية يرفع مع الوضاء يرفع من تكلفة الاستدانة، وخاصة كلما كانت المؤسسة صغيرة وحديثة الظهور في القطاع الاقتصادي.

ويرى (Chandler 1979) بأن لتكلفة الاقتراض تأثير على نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة حيث انه كلما زادت هذه التكلفة عن معدل العائد على الاستثمار كلما أدى غلى التقليل من الاقتراض²، وهي النتيجة التي أيدتها دراسة Taggart التي أشارت بأن تكلفة الاقتراض تكون محددًا أساسيًا لنسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة، وقد تلجأ الدولة إلى تقديم بعض الإعفاءات الضريبية لتشجيع الاستثمار وما يترتب على ذلك من عدم الاعتماد على الاستدانة أو المصادر الخارجية الأخرى، كما أن سياسة المؤسسة في تكوين المخصصات واحتجاز الأرباح قد يؤدي كذلك إلى عدم اللجوء إلى المصادر الخارجية، و يتأكد ذلك خاصة إذا كانت المؤسسة تعاني من مشكلات خاصة بالسيولة.

وجدير بالذكر هنا أن البحث عن تحقيق الاستقلالية المالية تحد من اللجوء إلى الاستدانة، حيث تحدد قدرة استدانة المؤسسة على قدرة التسديد، فإذا كانت هذه النسبة فإنه يجب على المؤسسة البحث عن مصادر أخرى كما تحدد نسبة الديون بمجموعة من العوامل والتي من أهمها:

- البحث عن الأمان بالتخفيض من مخاطر عدم التسديد.
- الاستقلالية المالية اتجاه الدائنين.
- ضرورة نمو المؤسسة والذي يجعل من الضروري اللجوء غلى الديون لتمويل الاستثمارات اللازمة.
- هدف المردودية الذي يوجه بدوره خيار التمويل.
- معدل الفائدة الذي يمكن أن يفوق أو يقل عن مردودية الاستثمارات.
- طبيعة الديون وإمكانية تحويلها إلى أسهم، مما يخفض من تكلفة الوكالة وبالتالي الاقتراض.

¹ P. Marsh, **The choice Betewen Equity and Debt**, Journal Of Finance, volume 37, March, 1982, P 140.

² L. Chandler, **The monetary financial system**, Hiper and Row, New York, 1979, P 49.

- العلاقة الطردية بين فترة الاستحقاق والمخاطر المترتبة عن الاستدانة.

الفرع الثالث: الوفورات الضريبية البديلة

هي المنافع التي تحققها المؤسسة من غير الفوائد على الديون، حيث أن المؤسسات التي تحقق وفورات ضريبية مرتفعة فإنها سوف تتوسع في الاستدانة، حيث أن قرار التمويل يعتمد على الوفورات الضريبية الممكن تحقيقها، لأن قيام المؤسسة بالاستدانة لتمويل استثماراتها له فوائد ضريبية مقارنة بإصدار الأسهم، وذلك لقابلية الفوائد على الديون الإدراج في هيكل تكاليف المؤسسة قبل اقتطاع الضريبة من الربح الإجمالي للمؤسسة، حيث تكمن الميزة الأساسية للديون في الوفورات الضريبية التي تحققها.

كما أنه بإمكان المؤسسة الاستفادة من الوفورات الضريبية من خلال وسائل أخرى، حيث أن اللجوء على الاقتراض ليس دائما إيجابيا إلا في حالة كون جميع البدائل الأخرى للاستدانة قد استنفذت، وقد كشفت نتائج العديد من الدراسات عن إمكانية تأثير الوفورات الضريبية الناتجة عن أعباء غير أعباء القروض على الهيكل المالي كالوفورات الضريبية لأقساط الاهتلاك، والإعفاءات الضريبية المقدمة لتشجيع الاستثمارات، وقد أيدت دراسة De Angelo et Masulis (1988) ذلك فهي ترى انه كلما أتاحت المؤسسة تحقيق وفورات ضريبية من غير فوائد القروض كلما يتوقع أن تتخفض نسبة الاستدانة في الهيكل المالي، كذلك ومن جهة أخرى بينت دراسة ل Titman et Wessels إلى وجود علاقة عكسية بين الوفورات الضريبية ونسبة الاستدانة من خلال قياس المتغير الأول بمجموع أقساط الاهتلاك والإعفاءات الضريبية.¹

الفرع الرابع: معدل النمو

يمكن تعريف معدل نمو المؤسسة كما يلي:

- " هو الزيادة ممثلة بالنسبة المئوية لرقم الأعمال، الإنتاج، أو القيمة المضافة مقارنة بالسنة السابقة " .²

- " هو التوسع في حجم المؤسسة، الذي يمكن قياسه من خلال العديد من مؤشرات الميزانية (الأصول الثابتة، الأصول الكلية، الأموال الخاصة...)، أو من خلال مؤشرات التدفقات (القيمة المضافة، التدفق النقدي، رقم الأعمال، ...) " .³

يكشف النمو عن تعبير ديناميكي لظاهرة اقتصادية، ويعتبر كتحدي من أجل بقاء واستمرارية المؤسسة بما يتماشى مع القدرات الإيرادية والمكاسب الربحية من الأموال المستثمرة، ويتحقق النمو استجابة لمعلومات ومؤشرات سوق رأس المال أو لزيادة الطلب على المنتجات السوقية للمؤسسة، فبالنسبة للحالة الأولى تعكس كفاءة السوق المالي الذي تنشط فيه المؤسسة الأمر الذي يمكن من رفع قيمة المؤسسة إلى جانب ارتفاع قيمة أوراقها المالية، بينما تفسر الحالة الثانية المكانة السوقية للمؤسسة وارتفاع رقم أعمالها وقيمتها المضافة، واكتسابها للميزة التنافسية، مقابل تغير النمط الإنتاجي وانتهاج إستراتيجية تصنيعية سليمة.

¹ S.Titman and R. Wessels, **The determinants of capital structure choice**, Journal of finance, Volume 43, March 1988, P 18.

² Cyrille Mandou, OP-CIT, P 142.

³ Josette PPeyard, OP-CIT, P 184.

إن نمو الأصول يعكس احتياجات في التمويل الناتجة عن السياسات المالية للمؤسسة، فكلما كان هذا النمو كبيرا كلما فإن المؤسسة تكون في مواجهة احتياجات تمويلية أكبر، فمن وجهة نظر مقارنة الوكالة تكلفة الوكالة بين المساهمين والدائنين سوف تكون أكثر ارتفاعا من قيمة فرص النمو المستقبلية وأكثر أهمية مقارنة مع القيمة الحالية للأصول الموجودة وبالتالي فغنه يمكن توقع وجود علاقة عكسية بين مستوى الاستدانة وفرص نمو المؤسسة، هذه الفرضية تم تأكيدها من خلال العديد من الدراسات التجريبية مثل: Heshmati 2001, Gul 2000, Booth et Al 2001, Graham 2000.

وعلى العكس من ذلك فهناك الكثير من الدراسات الميدانية السابقة من كشفت عن علاقة طردية بين معدل النمو ومستوى الاقتراض في المؤسسة، حيث يشير Rielly إلى أن معدل نمو المؤسسة يؤثر بشكل جوهري في تحديد قدرتها على سداد التزاماتها المستقبلية، و من ثم يحدد نسبة الاقتراض في الهيكل المالي، ويرى Walker & Baughn أن زيادة نمو المؤسسة سوف يؤثر على حجم التمويل المطلوب، وهو ما يؤثر بالتالي على نسبة الاقتراض، وقد يكون لذلك ما يبرره، فعادة ما يتم قياس نمو المؤسسة من خلال النمو في المبيعات، حيث أن النمو في المبيعات قد يتيح للمؤسسة فرصة أكبر في الحصول على القروض، نظرا لأن النمو في المبيعات قد يسهم في زيادة قدرة المؤسسة على خدمة الدين.¹

ولقد اقترح العديد من الباحثين في مجال مالية المؤسسة العديد من المؤشرات لتحليل فرص نمو المؤسسة يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول(18): مؤشرات نمو المؤسسة

المؤشر المستعمل	الدراسة
القيمة السوقية للأموال الخاصة/القيمة المحاسبية للأموال الخاصة	Harris et Raviv 1991
نفقات الاستثمار/مجموع الأصول، نفقات البحث والتطوير/رقم الأعمال	Titman et Wessels 1988
القيمة السوقية للأصول/القيمة المحاسبية للأصول.	Rajan et Zangales 1995

المصدر: من إعداد الطالب

فعندما يكون معدل النمو مرتفعا فإن ذلك يعتبر دليل على عدم التوازن وبالتالي توفر فرص للنمو.

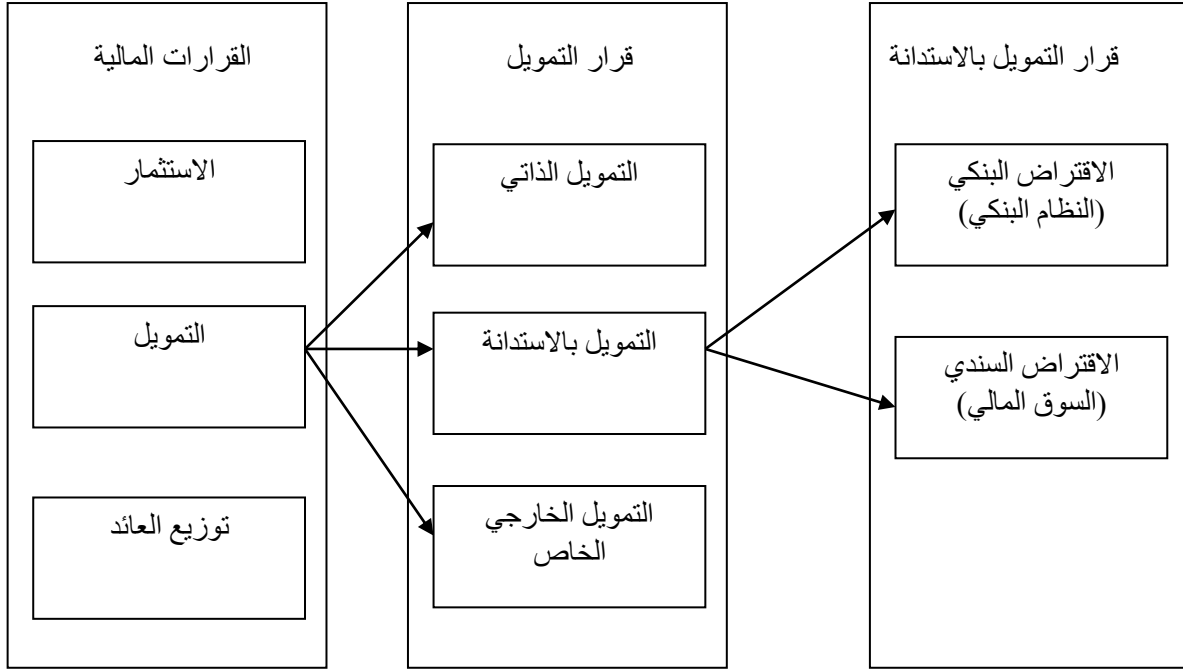
المطلب الثالث: اختيار هيكل المديونية في المؤسسة

تركزت العديد من الدراسات حول موضوع تمويل المؤسسة، حيث تمحور الاهتمام حول اختيار نمط تمويل المؤسسة بين التوليفة المتمثلة في الأموال الخاصة والديون، في حين أهملت عنصرا هاما المتمثل في اختيار نوع الدين وذلك في حالة اختيار المؤسسة التمويل بالاستدانة، وذلك نظرا لاختلاف شروط وإيجابيات كل نوع، حيث يتوفر أمام المؤسسة أساسا نوعين من التمويل بالاستدانة: الاقتراض البنكي، الاستدانة من السوق

¹ يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 208.

المالي المتمثل أساسا في السندات و تدخل العديد من العوامل والمحددات التي تأخذها المؤسسة بعين الاعتبار عند عملية المفاضلة بين التمويل من البنوك والتمويل من السوق المالي، أو مزيج من الاثنين فقد تفضل مؤسسة التمويل بواسطة الاقتراض البنكي في حين قد تفضل أخرى القرض السندي، فعلمية المراجعة (Arbitrage) بين عوائد وتكاليف كل نوع هي التي تحدد أساسا نوع الدين بالنسبة للمؤسسة.

الشكل(47): قرار الاستدانة في القرارات المالية للمؤسسة



Source : Myriam Trabelsi-Algharbi, Le choix de la source de dettes par les grandes firmes les cas français, Thèse de doctorat en sciences de gestion, université d'Orléans, 2009, P 03

الفرع الأول: تكلفة التناظر في المعلومات

ويفسر هذا العنصر خيار الاستدانة من طرف المؤسسات وذلك بالأخذ بعين الاعتبار العوامل المرتبطة بتكاليف المعلومات، هذه التكاليف يمكن أن تكون: تكاليف إصدار القروض التي تتحملها المؤسسة مقابل مقرضها، تكاليف انتشار المعلومات التي تتحملها المؤسسة مقابل التي تتحملها المؤسسات المنافسة.

أولاً: تكاليف الاقتراض والتناظر في المعلومات: بصفة عامة إن أسعار الفائدة المطبقة في السوق المالي تكون أقل ارتفاعاً من أسعار الفائدة المطبقة في البنوك، وذلك نظراً لارتفاع سيولة الأوراق المالية المصدرة في السوق المالي، ولكن المقابل فإن تكاليف إصدار القرض السندي تكون أكثر ارتفاعاً مقارنة بتكاليف القرض البنكي، وذلك نظراً لأن إصدار السندات يصاحبه العديد من التكاليف الإضافية المرتبطة بالإجراءات القانونية المفروضة من طرف سلطات السوق المالي (الزامية التسجيل، الإشهار...)، وكذلك مكافآت الأطراف التي تتدخل في عملية الإصدار (بنوك، محافظ الحسابات، مكاتب التنقيط...)، وبالتالي فإن المؤسسات تختار نوع الاستدانة من خلال عملية مراجعة بين تكاليف الاستدانة ومعدلات الفائدة المطبقة: فإذا كانت المبالغ التي ترغب المؤسسة في

الحصول عليها مرتفعة كفاية من أجل تغطية التكاليف الثابتة فإنه من الأفضل الاستدانة من السوق المالي من أجل الاستفادة من معدلات الفائدة الأكثر جاذبية.¹

علاوة على ذلك، فإن الإصدار في السوق المالي يمكن أن تضم التكاليف المرتبطة بالتناظر في المعلومات، فحسب (Blackwell et Kidwell 1988) تكلفة البحث عن المكتتبين هي أكثر ارتفاعاً في السوق المالي منها بالنسبة للعلاقة بين البنك والمؤسسة الراغبة في الاقتراض²، بالنسبة ل (Fama 1985) الذي اهتم بتكلفة نشر المعلومات المطلوبة من أجل إصدار قرض في السوق المالي حيث بين أن هذه التكاليف هي أكثر ارتفاعاً لأنه يجب نشر هذه المعلومات بالنسبة لعدد كبير من المقرضين، وبالتالي فإن المؤسسات الصغيرة تفضل الاقتراض من البنوك لأنها لن تكون ملزمة بتقديم معلومات لعدد كبير من المقرضين وإنما للبنك المقرض فقط، على عكس المؤسسات الكبيرة التي بإمكانها الدخول بسهولة إلى السوق المالي لأنها تحقق اقتصاديات في المعلومات على حجم كبير وأيضاً ذات فائدة لمقرضيه.³

إن أو دراسة تم القيام بها من أجل تحديد محددات الاستدانة تمت من طرف Easterwood et Kadapakkam (1991)، حيث أشارت النتائج المتحصل عليها بأن المؤسسات المتوسطة الحجم تلجأ أكثر من المؤسسات الكبيرة إلى الاقتراض البنكي، كما قامت دراسة ل (Krishnaswami et Subramaniam 1999)، التي درست أثر التكاليف المتعلقة بالاستدانة والتناظر في المعلومات على نمط استدانة المؤسسات حيث أظهرت هذه الدراسة بأن التكاليف المتعلقة بإصدار السندات تفسر جزء مهم من تعدد نمط استدانة المؤسسات، حيث أن المؤسسات الكبيرة الحجم التي تتميز بإصدارات متوسطة تستغل اقتصاديات الحجم الخاصة بإصدار السندات في السوق المالي، حيث يظهر هنا العنصر الأساسي في الاستدانة والمتمثل في حجم المؤسسة حيث بينت العديد من الدراسات وجود علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة والتمويل بالاستدانة.⁴

ثانياً: تكاليف نشر المعلومات: حسب (Boot et Thakor 1993) فإن المؤسسات تنشر إرادياً للسوق 03 أنواع من المعلومات: المعلومات المكملة للتي يحوزها المستثمرون، المعلومات التي المعروفة أصلاً من المستثمرين، المعلومات التي يتحصلون عليها أول مرة ولم تكن معروفة من قبل، وبصفة عامة فإن المعلومات المنشورة موجهة للمستثمرين ونتيجة لذلك فإنها تصبح متاحة للمؤسسات المنافس، وبالتالي فإن التمويل من السوق الدوري يؤدي إلى النشر الدائم للمعلومات الخاصة بالمؤسسة التي تصبح متاحة للعموم وتفقد قيمتها بالنسبة للمؤسسة، على العكس فإن اختيار التمويل من البنوك يحد من درجة انتشار المعلومات الخاصة بالمؤسسة، وذلك نظراً لأم البنك ملزم بالسرية والأمان.⁵

¹ Myriam Trabelsi-Algharbi-OP-CIT, P 199.

² Jeffrey K, MacKie Mason, **Do Firms care who provides their financing**, collection of Asymmetric information, corporate finance, and investment, The university of Chicago Press, Chicago, 1990, P 88.

³ Thankom Arun, John Turner, **Corporate governance and development: reform, financial systems and legal frameworks**, Edward Elgar Publishing, Massachusetts, 2009, P 66.

⁴ Myriam Trabelsi-Algharbi-OP-CIT, P 200.

⁵ Paolo Fulghieri, Eitan Goldman, **The design of debt contracts**, collection Handbook of financial intermediation and banking, North-Holland, Elsevier, Californai, 2008, P 21.

أول من تناول بالدراسة لهذا العنصر (Campbell 1979)، الذي بين أن اختيار التمويل البنكي هو يفسره رغبة المؤسسة في المحافظة على سرية بياناتها المالية والمحاسبية، من خلال دراسة التوتر بين المساهمين والدائنين مع الأخذ بعين الاعتبار بأن شروط الاقتراض هي شروط تعاقدية، وبين بأن المساهمين ممثلين بالمسيرين يفضلون الاقتراض من البنوك من أجل الإخفاء عن بقية الدائنين المعلومات في حين يوضح (Bhattacharya et Chiesa 1995) في غياب معلومات جد حساسة، فإن المؤسسات و مقرضي الأموال من مصلحتهما تقاسم المعلومات على عوائد المشاريع وهو ما يشجع المؤسسة على الاقتراض من السوق المالي¹، ولكن هذه النتيجة لا يمكن قبولها عندما تكون المشاريع تتميز بمخاطرة كبير، ومن خلال استثمارات ملائمة في مشاريع البحث والتطوير تمكن المؤسسة من تحقيق أرباح، في هذه الحالة التمويل من خلال السوق المالي غير ملائم لأن المنافسين بإمكانهم الاستفادة من معلومات خاصة بالمؤسسة سوف تصبح عمومية، وبالتالي فإن التزام المؤسسة بمشروع للتطوير يستلزم السرية وهو ما يجبر المؤسسة للتوجه نحو الاقتراض البنكي الذي يتميز بالسرية والأمان، في حين توسع (Yosha 1995) في تحليله بأن اختيار نمط التمويل في حد ذاته يعتبر معلومة للمنافسين فإذا اختارت المؤسسة التمويل بالاقتراض البنكي فهذا يعني أنها بصدد إخفاء معلومات عن منافسيها حول مشروع عالي التقنية، حيث خلص في تحليله إلى وجود توازن بأن المؤسسات التي تحوز على معلومات حساسة التي ترغب في الاحتفاظ بها سرية ستلجأ مع ذلك إلى التمويل البنكي (المنافسون لا يمكنهم الاستدلال بتأكيد بأن المؤسسة تحاول إخفاء معلومات خاصة مع الأخذ بعين الاعتبار لمميزات إصدار السندات)، وعلى العكس من ذلك المؤسسات التي لا تحوز على معلومات حساسة تختار التمويل من خلال القرض السندي مع تكلفة إصدار مرتفعة نوعا ما ولكنها تسمح بإعطاء إشارة لمنافسيها على ضعف تميز مشاريعها وبالتالي فإنها تخفض من تكاليف المصاحبة للجهود الإستراتيجية لمنافسيها.²

الفرع الثاني: الخطر المعنوي والتحفيز (Alea moral et incitation)

نقطة الانطلاق لهذا العنصر هي وجود مشاكل الوكالة بين المؤسسة ودائنيها، وخاصة عندما ترغب المؤسسة في الاستثمار في مشاريع لا تتميز بمروددية كبيرة وبالتالي يصبح مشكل المقرضين هو كيفية تحفيز المؤسسة على الاستثمار في مشاريع ذات المروددية الكبيرة، حيث أن التميز في التمويل البنكي تظهر في المراقبة المطبقة من طرف البنوك على المؤسسة، وفي عدم قدرة الأسواق على تحديد السلوك المعتمد من طرف المقرض، وبالتالي فإن تكاليف الوكالة أكثر أهمية بالنسبة للقرض السندي، هذا الاختلاف في تكاليف الوكالة يمكن أن تشكل عنصرا لتحديد طبيعة الاستدانة.

أولا: التحفيز وحوكمة المؤسسة: يمكن تعريف نظام حوكمة المؤسسة بأنه:

¹ Ahmed Naciri, **Traité de gouvernance corporative: théories et pratiques à travers le monde**, Les Presses de l'université de Laval, Laval, 2006, P 36.

² Hans Degryse and other, **Consolidation of the european banking sector : impact of innovation**, collection of Advances in corporate finance and asset pricing, Elsiwer, California, 2006, P 174.

- تعرف مؤسسة التمويل الدولية IFC الحوكمة بأنها: " هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها ".¹

- تعرف كذلك بأنها: " النظام الذي يوجه ويضبط أعمال المؤسسة، حيث يصف ويوزع الحقوق والواجبات بين مختلف الأطراف في المؤسسة: مجلس الإدارة، المديرين، المساهمين، ويضع القواعد والإجراءات اللازمة لاتخاذ القرارات الخاصة بالمؤسسة، كما يضع الأهداف والإستراتيجيات اللازمة لتحقيقها، وأسس المتابعة لتقييم ومراقبة الأداء ".²

إن نظام الحوكمة هو مجموع القواعد التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل، ولقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين وبمعنى آخر، فإن الحوكمة تعني النظام، أي وجود نظم تحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية التي تؤثر في الأداء، كما تشمل مقومات تقوية المؤسسة على المدى البعيد وتحديد المسئول والمسئولية.

لقد نشأ مفهوم حوكمة المؤسسات بعد ظهور نظرية الوكالة، و ما تضمنته من تعارض في المصالح بين إدارة المؤسسة والمساهمين وأصحاب المصالح، وهذا ما أدى إلى زيادة الاهتمام بإيجاد قوانين وقواعد تنظم العلاقة بين مختلف الأطراف الفاعلين في المؤسسة، حيث بدأ هذا المفهوم بواسطة Jensen et Meckling (1976)، وذلك من خلال إبراز أهمية التقليل من الصراعات التي تنشأ من فصل الملكية عن التسيير، وكانت البداية الحقيقية لتحديد مفهوم الحوكمة عندما قامت لجنة الأبعاد المالية لحوكمة المؤسسات (Cadbury (1992)، بإصدار تقريرها المعد من طرف مجلس التقارير المالية وسوق لندن للأوراق المالية والمعنون: الأبعاد المالية لحوكمة المؤسسات.³

(The financial aspects of corporate governance)، ولقد أخذت الحوكمة المالية بعدا آخر بعد تعدد الأزمات المالية والإفلاس والفضائح المالية للمؤسسات الأمريكية، نهاية العام 2001 وأول اعتراف رسمي بهذا المفهوم فقد كان من طرف منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي OCDE، في مقال بعنوان: مبادئ حوكمة المؤسسات (Principle of corporate governance , 1999).⁴

تهدف قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة، ومنح حق مساهلة إدارة المؤسسة، وبالتالي تحقيق الحماية للمساهمين وحملة الوثائق جميعا، مع مراعاة مصالح العمل والعمال، والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، بما يؤدي إلى تنمية الاستثمار وتشجيع تدفقه، وتنمية المدخرات، وتعظيم الربحية، وإتاحة فرص عمل جديدة، كما أن هذه القواعد تؤكد على أهمية الالتزام بأحكام القانون، والعمل على ضمان مراجعة الأداء المالي، ووجود هياكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين، مع تكوين لجنة مراجعة

¹ Alamgir, M. **Corporate Governance: A Risk Perspective**, Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7 – 8, 2007.

² Catherine Turner, **Corporate Governance: A Practical Guide for Accountants**, Elsevier, Oxford, 2009, P 05.

³ Jill Solomon, **Corporate governance and accountability**, Wiley, England, 2007, p 52.

⁴ Chris A. Mallin, **Corporate governance**, Oxford university Press, Oxford, 2007, P 31.

من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذية تكون لها مهام واختصاصات وصلاحيات عديدة لتحقيق رقابة مستقلة على التنفيذ.

إن هيكل حوكمة المؤسسة له أثر على تحفيز المؤسسة على الاستدانة من البنوك أو من السوق المالي، وذلك لأن النوعين لا يفرضان على المؤسسة درجة الرقابة على المسيرين، حيث يعتبر بصفة عامة في المؤسسات الكبيرة بأن المساهمون متشتتون

(L'actionnariat dispersé)، وذلك لأن أغلب المساهمين هم حاملون صغار لأسهم المؤسسة، قاموا بحيازة عدد متطابق من أسهم المؤسسة بهدف واحد وهو التوظيف، هؤلاء المساهمين قاموا بتوكيل من ينوب عنهم في تسيير مساهماتهم، حيث يتمتع المسيريون بهامش من الحرية، ولكن فصل الملكية عن قرارات التسيير تخلق صراعات بين المساهمين والمسيرين، هذه الصراعات تكون من ثلاث مصادر: إحلال الأصول (توجه المسيرين نحو حيازة أصول التي تسمح بتخفيض تعدد التدفقات النقدية وبالنتيجة خطر العسر المالي)، توجه المسيرين نحو الاحتجاز المبالغ فيه بطريقة تسمح بتوسيع تغطية حقوقهم الثابتة، توجه المسيرين نحو تقليل الاستدانة بهدف تخفيض تعدد التدفقات النقدية الباقية.

ففي هذه الحالة عندما يكون المساهمون متشتتون وهناك فصل للملكية عن التسيير، فإن مراقبة السيرين تكون أقل فعالية منها إذا كان رأس المال متركز وبالتالي فإن البنوك بإمكانها توفير ميكانيزمات للرقابة وبالتالي فإنه يكون من المستحسن السعي نحو التمويل البنكي من أجل تحقيق رقابة أكثر على المسيرين، ولكن في المقابل فإن المسيرين هم الذين يقومون باتخاذ قرار الاستدانة وبما أن المسيريون متشتتون فإنه ليس بإمكانهم التعارض مع خيارات المسيرين، حسب

Slutz (1990), Ofek et Yermack (1997) إن عنصر الوكالة يشكل عنصرا هاما في تقديرات قرار التمويل للمؤسسات، والذي يحفز المسيرين من أجل الابتعاد عن الرقابة بهدف المحافظة على هامش الحرية قدر الإمكان، ولهذا عندما تكون تكاليف الوكالة مرتفعة في المؤسسة فإن المسيرين الغير مالكين سيكونون محفزين لنقادي الاقتراض البنكي من أجل نقادي الرقابة البنكية على نشاطاتهم وبالتالي تقليص هامش حريتهم، ويفضلون التمويل من السوق المالي، إن هذا التحليل يقترب من نظام الحوكمة للدول anglo-saxons الذي يختلف عن نظام الحوكمة للدول الأوروبية الذي يتميز بانخفاض عدد المساهمين وتركزهم حيث المساهمين (في الأغلب عائلات) هم الذين يقومون بعملية المراقبة ويمارسون تأثير كبير على فريق المسيرين.¹

أما في المؤسسات التي تتميز بتركز المساهمين، نجد نوعين من المؤسسات: المؤسسات التي تحتوي على مساهم أساسي مسيطر (عائلة أو مؤسسة أخرى مالكة لأسهمها) فإن الصراعات بين المسيرين والمساهم تكون أقل تعقيدا، حيث بإمكان المساهم اتخاذ القرارات من أجل مراقبة المسيرين، وكذلك اتخاذ القرارات الإستراتيجية، ولا يحتاج المساهم لتدخل البنوك، ولكن في المقابل فإن الرقابة البنكية تبقى ضرورية و لا تخفي تماما ولذلك فإن مصالح المسيرين لا تتعارض دائما مع مصالح المساهمين، على الرغم من انخراط المسيرين

¹ Myriam Trabelsi-Algharbi, OP-CIT, P 207.

في تسيير المؤسسة، فتركز المساهمين يسمح بإلزام المسيرين باختيار نوع التمويل الذي يعظم درجة مراقبتهم وفي حالة وجود خطر معنوي فإن المؤسسة ملزمة بالتمويل بالقرض البنكي.

كذلك إن مشاركة المسيرين يمكن أيضا أن يؤثر على اختيار مصدر التمويل، ولكن هذا يبقى كذلك يكتنفه الكثير من الغموض وعدم الدقة والوضوح، وذلك نظرا لتعارض فرضيتين:

- حسب الفرضية الأولى عندما يحوز المسيرون على أجزاء من رأس مال المؤسسة فإن مصالحهم تتقاطع مع مصالح المساهمين وبالتالي سيسعى الجميع لتعظيم قيمة المؤسسة، وبالتالي فإنهم لا يكونون ملزمين بالاقتراض من البنوك وسيلجؤون إلى السوق المالي.

- حسب الفرضية الثانية إن مساهمة المسيرين في رأس المال يمكن أن يزيد من ظاهرة تجذر المساهمين (Enracinement des dirigeants)، حيث يستفيد هؤلاء من وضعيتهم المسيطرة وهامش حريتهم من أجل اتخاذ قرارات لا تعظم قيمة المؤسسة، ففي هذه الحالة فإن الرقابة البنكية تصبح ضرورية من أجل تحفيز المسيرين على الاستثمار بصفة فعالة.

لقد قدم (Almazan et Suarez (2003)، نموذج يقوم على التناظر في المعلومات مرتبط بمردودية المشروع الاستثماري المراد تحقيقه، ومشكل التحفيز مرتبط باختيار نوع الاستدانة ومستوى مجهودات المسيرين، حيث يعرض المساهمين عقود تعويضية على المسيرين بهدف التأثير على اختيارات الاستدانة ومستوى المجهودات التي يبذلونها ولكن كل ذلك حسب التدفقات المرتبطة بالمشاريع، فالعقد يتأثر بوجود معلومات خاصة مرتبطة بمردودية المؤسسة ومن أجل تحفيز المسيرين للخضوع أكثر للتمويل البنكي فإن العقد يجب أن يحتوي عوائد إضافية لصالح المسيرين¹.

ثانيا: التحفيز وسمعة المؤسسة: لقد اقترح (Diamond (1989)، عامل إضافي لتفسير اختيار الاستدانة في المؤسسة الخاضعة أكثر للخطر المعنوي والمتمثل في سمعة المؤسسة، حيث أن رغبة المؤسسة في اكتساب سمعة جيدة يمكن أن يحد من تحفيز المؤسسة للاستثمار في مشاريع أكثر مخاطرة²، ومن أجل ذلك فإنه اقترح في النموذج الخاص به مؤسسة في مواجهة مشروعين استثماريين أحدهما أكثر مخاطرة من الثاني (حيث أن كل مشروع يستلزم استثمار ابتدائي متساوي يتم تمويله بالاستدانة)، فتعظيم قيمة الأسهم تستلزم اختيار الاستثمار الأكثر مخاطرة، ولكن في هذه الحالة فإن خطر عدم التسديد يكون كبيرا كذلك وفي حالة وقوعه فإن سمعة المؤسسة في خطر، و يمكن الحد من المخاطرة إذا تم اختيار المشروع الخالي من المخاطرة، في هذه الحالة إن المؤسسة التي تملك فرصة كبيرة للوفاء بالتزاماتها وتحسين سمعتها وتستفيد في المستقبل من معدلات فائدة منخفضة، وفي سنة 1991 قام بتطبيق نظريته من اختبار طبيعة اختيار التمويل بالدين في المؤسسة في وجود خطر معنوي، حيث بينت النتائج أن البنوك بتتسيق أعمال الرقابة تستطيع أن تحل بأقل التكاليف مشكلة

¹ J. Jay Choi ,Sandra Dow, **Institutional approach to global corporate governance**, Emerald Group publishing, United Kingdom, 2008, P 11.

² Jérôme Maati, OP-CIT, P 126.

صراعات المصالح مع المؤسسات المقترضة وكذلك إن سمعة المؤسسة تشكل جزء من المعايير التي تحدد طبيعة الاستدانة في المؤسسة.¹

و يفترض هذا النموذج علاقة عكسية بين سمعة المؤسسة و خيار الاستدانة من البنوك، فالمؤسسات التي تتميز بسمعة سيئة ليس لديها شيء لتخسره في حالة عدم الوفاء بالتزاماتها فهي تمويل إلى الاستثمار في المشاريع ذات المخاطرة، والرقابة البنكية لا تحفزها للاستثمار في بصفة فعالة، ولكنها تسمح في المقابل بتحديدها وبالتقليل منها، فالمؤسسات المتوسطة السمعة التي لها تاريخ محدود في تسديد القروض تتوجه نحو البنوك أكثر، ولكن المؤسسات التي ترى أن سمعتها في نمو مستمر فإنه سوف تميل نحو التوجه إلى السوق المالي للاستدانة، وفي الواقع العملي يستخدم عمر المؤسسة كمقياس لتحديد درجة سمعة المؤسسة، فعندما يطول عمر المؤسسة فإنها تلجأ أكثر للاستدانة من السوق المالي فإذا كانت المؤسسات لها علاقات طويلة نوعا مع البنوك فإنه ترسل إشارة للسوق بأنها قادرة على الوفاء بالتزاماتها وتستطيع الاستفادة عند أول إصدار للقرض السندي من معدلات فائدة منخفضة وبالتالي فإن العلاقة الجيدة بين المؤسسة والبنوك تكون لها سمعة جيدة وهو ما يسرع من إمكانية دخول المؤسسة في السوق.

ولكن ينتقد نموذج Diamond من خلال عنصرين:

- افتراض أن المؤسسات التي تتمتع بسمعة ائتمانية جيدة (لدى البنوك) تتوجه بسرعة نحو الأسواق ولكن الدراسات العملية أثبتت بان هيكل استدانة المؤسسات في الغالب مختلط بين قروض بنكية وقروض سندية حيث أن السمعة الائتمانية تساعد على الاقتراض من السوق المالي ولكن في نفس الوقت تحافظ المؤسسات على الاقتراض من البنوك.

- تكلفة الرقابة البنكية حيث أن البنوك بإمكانها التحكم في توجهات المؤسسة، كما بإمكانها في العديد من الحالات التعارض مع القرارات المتخذة وتوجيه المؤسسة نحو قرارات أخرى.

ثالثا: التحفيز وفرص البنك: حسب التحليلات السابقة فإن البنوك بإمكانها مراقبة المؤسسات المقترضة، من أجل تخفيض توجهات المؤسسات نحو الاستثمار في المشاريع الغير مربحة أو المنخفضة المردودية لكن (Sharpe (1990), et Rajan (1992)، يقترحان بأن الرقابة البنكية يمكن أن تخفي فرص سلوكية (comportement opportuniste)، من طرف البنوك نفسها حيث يفسر Sharpe في مقاربة زمنية ديناميكية للعلاقة بين البنك/المؤسسات المقترضة بأن ميزة المعلومات للبنك الأساسي من خلال نشاط الرقابة يمكن أن يؤدي إلى خلق سيطرة احتكارية تسمح بالالتقاط من خلال المعلومة للمؤسسة.²

أما Rajan يعتبر نوع واحد من المؤسسة حيث أن نوع المشروع يخضع للحالة الطبيعية: في الحالة الجيدة المشروع الأكيد يتم القيام به، في الحالة السيئة فإننا بصدد مشروع عشوائي الذي سيتم إنشائه، حيث أن

¹ Martin Hellwig, **Banking, financial intermediation and corporate finance**, Revue of European Financial Integration, Press syndicate of Cambridge, Cambridge, 1996, P 46.

² Myriam Trabelsi-Algharbi OP-CIT, P 213.

حالة الطبيعة تخضع بالتالي لجودة المشروع الاستثماري (تقاس من خلال التدفقات المحققة)، وهذا النموذج متعدد الفترات الذي يسمح باعتبار النجاح الزمني كما يلي:¹

في $t=0$ المؤسسة تقوم بإنشاء الاستثمار وتوقع عقد أول للاقتراض من أجل تمويله، فإذا اختارت عقد اقتراض بنكي فإن موعد استحقاق التسديد يكون في $t=1$ ، أما إذا قامت باختيار عقد قرض سندي موعد الاستحقاق يكون في $t=2$ ، حيث في $t=1$ البنك المتخصص بالإعلام يلاحظ حالة الطبيعة (وبالتالي طبيعة المشروع) على العكس من ذلك دائنوا السندات لا يتحصلون على أي معلومة في $t=2$ ، عند تحقيق الأرباح وفي حالة ما ذا كانت المؤسسة ممولة من بنك واحد فإن البنك يمكن له إجبار المؤسسة على إعلامه حول الطبيعة قبل التسديد، فإذا قدر البنك بأن المشروع لا يحقق مردودية كبيرة بإمكانه التخلي عن تمويل المؤسسة في المرحلة الثانية، أما إذا كان المشروع قد تم تمويله من السوق المالي الدائنون ليس لديهم أي سلطة لممارسة أي رقابة على قرار المؤسسة في مواصلة تحقيق المشروع الاستثماري، ولكن في المقابل إذا كان المشروع مربحاً فإن البنك يشترط الاستمرار في تمويل الاستثمار من خلال تقسيم التدفقات الحالية للاستثمار لأرباحه، هذه التكلفة الإضافية تخفض من ميل المؤسسة لتطبيق مجهودات للإدارة والتسيير في حالة التمويل من خلال القرض السندي، حيث أن إعادة تخصيص الفوائض المحققة من الاستثمار لا يمكن أن تتحقق نتيجة لذلك.

إن نموذج Rajan يفترض وجود علاقة عكسية بين التدفقات المنتظرة من المشاريع واللجوء إلى البنوك، بالنسبة للمؤسسات التي تحوز على مشاريع استثمارية ضعيفة الجودة الرقابة البنكية لا تشكل أي ميزة إضافية ويمكن أيضاً أن تساهم في إمكانية إفلاسها، أما المؤسسات التي تمتلك مشاريع استثمارية ذات المردودية المتوسطة فإنها ستلجأ إلى البنوك، أما المؤسسات التي ترغب بتمويل استثمارات ذات المردودية المرتفعة فإنها ستتوجه نحو الأسواق المالية في الحالة التي تكون فيها البنوك في وضعية احتكار معلوماتي.

لقد قامت العديد من الدراسات التجريبية من أجل التأكد من صحة فرضيات نموذج Rajan حيث توصلت هذه الدراسات إلى نتائج متباينة، ويمكننا تلخيص هذه النتائج في الجدول التالي:

¹ Nadeem A Siddiqi, **The determinants of Private debt source**, Revue of Research in finance, Volume 23, Elsvier, 2007, P 254.

الجدول(19): الدراسات التجريبية لنموذج Rajan

الدراسة	مكان الدراسة	النتائج المتوصل إليها
Houston et James (1996)	الولايات المتحدة الأمريكية	وجود علاقة عكسية بين فرص النمو والتمويل البنكي بالنسبة للمؤسسات الأمريكية التي لها علاقة مع بنك وحيد.
Johnson (1997), Spindt et Subramaniam (1999)	الولايات المتحدة الأمريكية	وجود علاقة إيجابية بين فرص النمو والتمويل البنكي.
Denis et Mihov (2003)	الولايات المتحدة الأمريكية	لا توجد أي علاقة ذات دلالة بين فرص النمو والقرض السندي
Alonso et Al (2005)	إسبانيا	لا توجد علاقة قوية بين فرص النمو والتمويل من السوق المالي
Hoshi, Kashyap et Sharfstein (1993), Shirasu et Xu (2007), Arkawa (2008)	اليابان	فرص النمو ترتبط إيجابيا مع التمويل بالقرض السندي
Anderson et Makhija (1999), Hosono (2003)	اليابان	وجود علاقة إيجابية بين فرص النمو والتمويل البنكي

Source : Myriam Trabelsi-Algharbi, OP-CIT, P 215.

هذه الاختلافات في النتائج المتحصل عليها يمكن تفسيرها بأن فرضيات نموذج Rajan، لا تطبق سوى على المؤسسات التي لها علاقات مع بنك وحيد، وباستثناء دراسة Houston et James (1996) فإن بقية الدراسات أهملت هذا المتغير، وبالتالي فإن هذا النموذج يطبق على المؤسسات الصغيرة التي لها في الغالب علاقة مع بنك وحيد فقط، أما بالنسبة للمؤسسات الكبيرة فعندما تلاحظ وجود خطر معلوماتي فإنها تلجأ بصفة عامة إلى عدة بنوك.

رابعاً: التحفيز وهيكل الاستدانة المختلط: لقد قامت العديد من الدراسات من أجل تفسير الاستعمال المختلط للقروض البنوك والقرض السندي والعلاقة مع التحفيز المرتبطة بالخطر المعنوي، حيث ظهرت العديد من الدراسات من تفسير هذه العلاقة مثل:

Besanko (1990), Seward (1990), Besanko et Kanatas (1993), Gerber (2008) et Kanatas بأن عقود الاستدانة المثلى يجب أن تدرج مزيج من الديون من أجل خلق تحفيزات الكافية للرقابة من جانب البنك، أما بالنسبة ل Gerber فإنه يفسر بقدرة البنوك على تنويع المخاطر، ولكن هذه النماذج لم تفسر لماذا بعض المؤسسات تقوم باختيار مزيج من الديون (قروض بنكية، قروض سندية) في حين أن بعض المؤسسات لا تقوم بهذا الاختيار.

وفي هذا الصدد ظهر عمل Holmström et Triole (1997)، يبين بأن المؤسسات المتوسطة الرسمة تستدين من البنوك والأسواق المالية، في حين أن المؤسسات ذات الرسمة الجيدة تلجأ فقط إلى السوق المالي، حيث يفترض النموذج بأن ميزة البنوك (بالنسبة للسوق المالي) تقوم في الرقابة المطبقة على المؤسسات المقترضة، ولكن تعتبر في نفس الوقت مشكلة تحفيز للرقابة على مستوى البنوك، حيث يتحقق توازن أولي من

خلال تمويل سندي تحصل عليه إذا كانت المؤسسات تحوز على رأس مال للانطلاق مرتفع، فالرقابة البنكية وبتخفيض الخطر المعنوي والفرص القائمة يخفض من الرأسمال اللازم لتمويل المشروع، أما التوازن الثاني يتحقق من خلال تميل مختلط إذا كانت المؤسسة تحوز على رأس مال للانطلاق متوسط، واختيار هيكل الاستدانة يخضع إذا للثروة الأولية التي تحوزها المؤسسة، ولكن هذا التفسير لم يتمكن كذلك من تفسير لماذا المؤسسات الكبيرة (ذات الرسملة الكبيرة) تلجأ في نفس الوقت للبنوك والسوق المالي.¹

في حين اهتم (Lobez et Stantik (2007)، بنوعية المؤسسة أكثر من حجم المؤسسة، فالمؤسسات يمكن أن تقدم إشارة عن نوعيتها للسوق المالي من خلال اللجوء إلى الاقتراض البنكي في سياق تمتلك معه البنوك ميزة معلوماتية، فأبي إشارة مع ذلك تكون مكلفة لأن البنك يستخدم وضعيته المسيطرة من أجل الحصول على جزء من الفوائد الذي يحققه المشروع، كما أن النموذج يفترض بأن السوق المالي هو الطريق الوحيد للتمويل من طرف المؤسسات المنخفضة النوعية التي لا يمكن لها تقديم إشارة، والمؤسسات ذات النوعية الجيدة التي تتحمل تكلفة إشارة مرتفعة، فالمؤسسات ذات النوعية المتوسطة تفضل التفاوض على تمويل مختلط (بنكي، سندي) حيث أن حصة التمويل البنكي ترتفع مع نوعية المؤسسة، وبالتالي إن القرض السندي أقل تكلفة بالنسبة للمؤسسات ذات النوعية الجيدة، في حين إذا كانت المؤسسات ذات النوعية الجيدة كبيرة الحجم فإنه من المحتمل أن تعاني من مشكلة الرقابة البنكية وتكلفة الاستدانة ستكون أقل تكلفة بالنسبة لها.²

الفرع الثالث: خيار الاستدانة خطر الإفلاس وإعادة التفاوض

يدخل عامل إمكانية إعادة التفاوض على عقود الاقتراض بما فيها سلطات اتخاذ القرار الناتجة عن عقد الاقتراض، حيث أن السيرين دائما يأخذون بعين الاعتبار لعامل مرونة عقود الاقتراض كعامل مهم يتم على أساسه المفاضلة بين مصادر التمويل، كما يأخذون بعين الاعتبار الأخطار المتعلقة بالإفلاس، وفي هذا الإطار فإن شروط عقد الاقتراض تهدف إلى ضمان وضعية المقرضين في حالة تناظر للمعلومات و عدم تكامل العقود، لكن هذه الشروط يمكن أن تضم مصادر لعدم الكفاءة والتي تستلزم إعادة التفاوض بشأنها، حيث أن عقود الاقتراض البنكي تكون أكثر سهولة لإعادة التفاوض من العقود الخاصة بالسوق المالي هذه الميزة يمكن أن تؤثر على اختيار الاستدانة في المؤسسة.

أولاً: إعادة التفاوض وكفاءة قرارات التصفية: لقد تمت دراسة الميزة المرتبطة عقود الاقتراض م البنوك من طرف (Berlin et Loyers (1989)، بالمقارنة مع عقود الاقتراض من السوق المالي، الفروقات في المعلومات وتحفيزات المراقبة بين النوعين من العقود يمكن أن يكون لها أثر على كفاءة قرارات تصفية المؤسسات الواقعة في وضعيات صعبة، ونوعية الاستدانة كذلك، فالعقود التي تكون شروطها قائمة على معلومات عمومية (عقود السندات) تكون أكثر تشدداً (تصفية المشاريع الجيدة)، وأكثر تخفيفاً (الاستمرارية في حالة المشاريع الأقل جودة)، إن عدم الكفاءة يمكن تفاديها إذا كان الدائنون يسعون للحصول على معلومات خاصة ويراقبون المؤسسات المقترضة، اللجوء على خدمات متخصص في المعلومات والمراقبة (البنك) يضمن سياسة تصفية

¹ Peter Stahlecker, Eckhardt Wohlers, OP-CIT, P 582.

² Myriam Trabelsi-Algharbi, OP-CIT, P 217.

كفاءة، ولكن هذا القرار يكون أكثر تكلفة لأنه يجب ضمان أن هذا المتخصص يكون محفزاً لمراقبة المؤسسة واختيار سياسة تصفية معتمدة، وبالتالي يكون هنا مراجعة بين الأرباح المتأتية من سياسة التصفية الكفاءة وتكاليف الوكالة المرتبطة بالمراقبة البنكية.

كما يقترح (Chammanur et Fulghieri (1994) من أجل تحفيز البنك للرقابة على المؤسسة حيث يعتبرون بأن البنوك حريصة على سمعتها وبالتالي فغن البنوك سوف تبذل المزيد من الموارد لتقييم المؤسسات الواقعة في الصعوبات، لأنها ترغب في الحصول على سمعة جيدة (مصري جيد)، لدى الدائنين الذين يتخذون قرارات لإعادة التفاوض على تصفية المؤسسة، هذه السمعة الجيدة بإمكانها أن ترفع حجم أعمال البنك في المستقبل، أما على مستوى المؤسسات المرونة بإمكانها التأثير على اختيار الاستدانة، بالنسبة للمؤسسات التي تعاني من احتمال كبير للوقوع في الإفلاس تختار التمويل من البنوك على الرغم من ارتفاع معدلات الفائدة، أما بالنسبة للمؤسسات التي لا تعاني من احتمال مرتفع للوقوع في الإفلاس فإنها تختار التمويل من السوق المالي.¹

لقد قام (Cantillo et Wright (2000)، بدراسة لمحاولة تحديد المميزات التي تؤثر على اختيار نوع الاستدانة بشكل كبير سواء: إعادة التفاوض، التكاليف المرتبطة بالتناظر في المعلومات، التحفيزات المرتبطة بالخطر المعنوي، والنتائج المتوصل إليها تشير إلى أن كفاءة قرارات التصفية هي التي تشكل أكثر عنصر مؤثر لاختيار الاستدانة أكثر من بقية العناصر الأخرى، حيث أن العناصر التي تخفض من خطر الإفلاس (التدفقات النقدية المرتفعة والمستقرة، مردودية مرتفعة، معدلات الفائدة الحقيقية المنخفضة...)، تفسر لجوءها للتمويل من السوق المالي.

في حين بينت دراسات أخرى مثل: (Esho et Sharpe (2001), Johnson (1997)، بأن المؤسسات التي يمكن أن تحقق خسائر أكبر عند التصفية (مثلاً التي تقدم ضمانات أكثر) تختار التمويل من البنوك.

ثانياً: إعادة التفاوض وهيكل الاستدانة المختلط: باعتبار أن الديون البنكية هي أكثر سهولة لإعادة التفاوض، حاول (Detragiache (1994) تفسير اللجوء المزدوج للبنوك والأسواق المالية حيث أدخل عنصر جديد: إذا كان إعادة التفاوض تسمح بتقليل الأخطار يمكنها كذلك رفع خطر إحلال الأصول من طرف المؤسسات المقترضة، ومن أجل اختبار ذلك قام بنمذجة الهيكل المالي الأمثل بدالة من مستويين من الديون التي لا تختلف سوى بتكلفة إعادة التفاوض، فإذا اعتبر الدائنون بأنه من المفضل ترك المؤسسة الواقعة في الصعوبة بين أيدي (المالكين/المسيرين) فإنه بإمكان المساهمين التقاط فائض للمؤسسة ويمنحون أرباح إيجابية للمؤسسة حتى في حالات العسر المالي للمؤسسة، كذلك التحفيز على تحقيق مشاريع أقل أمثلية يرفع من مرونة عقود الاستدانة، كما أن إصدار ديون أكثر تكلفة لإعادة التفاوض (السندات) يمكن أن يقلل من إحلال الأصول، وبالتالي فغن هذا النموذج يأخذ بعين الاعتبار للعوامل المرتبطة بالتكلفة، التحفيز، إعادة التفاوض، يفترض بأنه في حالة خطر إحلال الأصول فإن المؤسسات تلجأ إلى السوق المالي لأن هذا التمويل صعب إعادة التفاوض لكنها لا تكفي فقط بهذا النوع من التمويل لأن عدم مرونة هذا النوع من عقود الاستدانة يمكن أن تؤدي إلى سياسات

¹ Patrick T.Harker, Stavros Andrea Zenios, **Performance of financial institutions: efficiency, innovation, regulation**, Press syndicate of Cambridge, Cambridge, 2000, P 234.

تصفية غير كفأة، وهذا التحليل يكون مقبولاً فقط بالنسبة للمؤسسات الكبيرة لأنه بالنسبة للمؤسسات الصغيرة اللجوء على السوق المالي يكون أمراً صعباً، وتختار المؤسسات الكبيرة التمويل من السوق المالي لاعتبارات التكلفة (لأنها ستحقق اقتصاديات الحجم على التكاليف الثابتة وتستفيد من معدلات فائدة منخفضة)¹.

كما قدم كذلك (Hackbarth, Hannessy et Leland (2007)، نموذج لتفسير هيكل الاستدانة المختلط للمؤسسات، حيث يشير النموذج إلى أن نموذج المراجعة Trade-off يمكن تطبيقه لتفسير هيكل استدانة المؤسسات، ففي نموذج المراجعة بين اقتصاديات الضرائب وتكلفة الإفلاس يعتبرون القرارات المثلى للاستدانة لنوعين من المؤسسات التي تتميز بالقدرة على التفاوض التي تحوزها مقابل البنوك، المؤسسات التي تمتلك قدرة كبيرة على التفاوض تمتلك قدرة محدودة على الاقتراض من البنوك، ولذلك فالبنوك التي تعرف هذه القدرة وتحدد لها عتبة لا يمكن تجاوزها من أجل الاقتراض، هذه المؤسسات الراغبة في تحقيق اقتصاديات الضرائب المتأتمية من الديون تتحول نحو السوق المالي من أجل تمويل جزء من استثماراتها، حيث أن تكلفة الإفلاس تبقى محدودة وذلك لأنها تمتلك قوة تفاوضية كبيرة مع البنوك في حالات العسر المالي، في المقابل يبين النموذج بأن القدرة على الاستدانة للمؤسسات الضعيفة القدرة التفاوضية لا تشكل حجر عثرة لأن اقتصاديات الضرائب للديون يمكن تحقيقها بصفة تكاملية من القروض البنكية، وهذه المؤسسات لا تحتاج اللجوء إلى القرض السندي، لأنه سيرفع فقط من تكلفة الإفلاس، وبالنتيجة فإن هذا النموذج يوضح بأن هيكل استدانة المؤسسات يقوم على القدرة التفاوضية مع البنوك:

- المؤسسات التي تحوز على قدرة تفاوضية مهمة تمول استثماراتها بواسطة القروض البنكية والقروض السندية في نفس الوقت.

- المؤسسات ذات القدرة التفاوضية المنخفضة تلجأ فقط إلى القروض البنكية.

الفرع الرابع: نتائج الدراسات الخاصة باختيار هيكل مديونية المؤسسة

من خلال التحليل السابق لدراسة محددات اختيار هيكل المديونية في المؤسسة، يمكن الاستنتاج بأنه لا يوجد نموذج أمثل يمكن الاستناد إليه لتحديد هيكل الاستدانة في المؤسسة، وعلى العموم فإنها تركز على أن المؤسسات الأقل مخاطرة تقوم باللجوء إلى السوق المالي (الأكثر حجماً، الأقل عرضة للخطر المعنوي، الأكثر شهرة...)، كما يمكن الاستنتاج كذلك:

- أن إصدار القروض السندية يكون بالغ الصعوبة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة (تكاليف معاملات، إنتاج ونشر المعلومات)، في المقابل بإمكان المؤسسات الكبيرة تحقيق اقتصاديات الحجم والاستفادة من شروط أكثر جاذبية في السوق المالي، ولكن هذه المؤسسات لا تلجأ فقط للسوق حيث بإمكانها الاستفادة بمزايا مرتبطة بحجمها من أجل الاستمرار في الاستدانة من البنوك.

¹ Ralph P. Heinrich, *Complementarities in corporate governance*, Springer, Berlin, 2002, P 141.

- العديد من المؤسسات بإمكانها التمويل بالاستدانة المختلط (ديون، سندات) إذا كانت ترغب في المحافظة على سرية مشاريعها، بينما المؤسسات الأكثر عرضة للخطر المعنوي فإنه تفضل التمويل البنكي لأن تكاليف الوكالة المرتبطة بالقرض السندي تكون مرتفعة بالنسبة لها.

- حسب العديد من الدراسات المرتبطة بهيكل حوكمة المؤسسات (تركز رأس المال، مشاركة المسيرين في رأس المال...)، فإنها تفسر جزء من تحفيزات المؤسسة للخضوع للرقابة البنكية.

- رغبة المؤسسة في اكتساب سمعة ائتمانية جيدة، من أجل الاستفادة في المستقبل من شروط تمويل أكثر إيجابية، تسمح كذلك بتفسير اللجوء إلى الاقتراض البنكي، وهو ما يعني أن المؤسسة سوف يكون بإمكانها التمويل من السوق المالي.

- أن المراقبة المطبقة من طرف البنوك يمكن أن يكون لها تكاليف إضافية مرتبطة بسيطرة البنك في احتكار القرارات الإدارية للمؤسسة، وبثنت تحفيزات المؤسسة، وخاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة التي يمكنها اللجوء إلى بنك وحيد، وتطبق بشكل أقل على المؤسسات الكبيرة (التي لا تخضع لخطر كبير متعلق بالالتقاط المعلوماتي) والتي بإمكانها اللجوء للعديد من البنوك.

- يدخل عنصر إعادة التفاوض كعنصر مهم لتحديد هيكل الاستدانة وخاصة التي تخضع لخطر كبير للوقوع في المصاعب أو التي يمكن أن تخسر أكثر عند التصفية سوف تلجأ للتمويل البنكي، حيث تساعد هذه الفكرة لتفسير سبب لجوء وتفضيل المؤسسات الكبيرة التمويل من السوق لاعتبارات التكلفة تمويل جزء من استثماراتها بواسطة القروض البنكية.

- كما يدخل كذلك مفهوم القوة التفاوضية للمؤسسة، من أجل تفسير اللجوء المزدوج للقروض البنكية والقروض السندية.

المبحث الثاني: دور المحيط في اختيار وسيلة التمويل

يتأثر قرار التمويل بطبيعة النظام المالي، وبالتالي الوسطاء الماليين المعنيين بالعملية التمويلية، بالإضافة إلى هيكل المحيط المالي والذي يعطي تغييره المستمر تنوعاً في الوسائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، وفي هذا الصدد فإن قرار التمويل في المؤسسة سيتأثر بطبيعة النظام المالي السائد في الاقتصاد.

المطلب: دور النظام المالي في اختيار التمويل

يعتبر النظام المالي أحد المكونات الأساسية للنظام الاقتصادي، حيث يستمد أهميته من تعاظم مشكلة التمويل، والتي تتطلب إيجاد ميكانزمات وسياسات من أجل تغطية احتياجات تمويل الاقتصاد وهو ما يتطلب إنشاء نظام مالي كفيل بتعبئة الموارد المالية اللازمة للتنمية الاقتصادية وتوفير الأموال اللازمة لذوي الاحتياجات في التمويل.

الفرع الأول: تعريف النظام المالي

يمكننا تعريف النظام المالي من خلال التعاريف التالية:

- النظام المالي هو: " مجموعة من الهيآت المالية والأسواق التي تتفاعل فيما بينها بطريقة معقدة، وذلك بهدف تعبئة الأموال اللازمة لتغطية الاستثمارات وتوفير التسهيلات، بما في ذلك توفير وسائل الدفع من أجل تمويل النشاطات التجارية ".¹

- النظام المالي هو: " تجمع الأسواق ومؤسسات الائتمان المختلفة، وتشمل هذه الهياكل المؤسسية على كافة الظروف والآليات التي تتحكم في الإنتاج، التبادل وحيازة الأصول والأدوات المالية المختلفة ".²

- النظام المالي: " هو تعبئة لعدد من الوظائف الهامة للاقتصاد الحديث والتي من أهمها: توفير وسائل الدفع، تعبئة الادخار، توزيع وسائل التمويل، تسيير الخطر (بتحديد السعر، هيكلته، مفاوضته، تجميعه) ".³

- نخص فكرة النظام المالي الهيئات والأعوان والميكانيزمات التي تسمح لبعض الأعوان الاقتصاديين وخلال فترة معينة، من الحصول على موارد التمويل وللأعوان الآخرين بتوظيف مدخراتهم ".⁴

إن النظام المالي يتكون من جملة من الوسطاء الماليين، الأسواق، والأدوات المالية والمرتبطة فيما بينها، ويوفر النظام المالي خدمات أساسية في مجال التمويل من خلال وضع الموارد المالية المتاحة في أفضل استخدام لها، الأمر الذي يجعل الاستغناء عنه أمرا صعبا في الاقتصاديات المعاصرة، التي يختلف فيها تكوين النظام من دولة إلى أخرى باختلاف حجم وتعقد الاقتصاد، التطور التكنولوجي، وأسباب تاريخية، سياسية، وثقافية.

فالنظام المالي يشكل نقطة التقاء بين الأعوان الحائزين على قدرات التمويل (المقرضون) الذين يرغبون في الحصول على مكافآت نظير ادخاراتهم، والأعوان ذوي حاجات التمويل (المقترضون) الذين يبحثون عن الأموال من أجل تمويل استثماراتهم، بحيث يتكون النظام المالي حسب Gurly et Shaw من نظامين للتمويل:⁵

- **الوسطاء الماليين:** يضمون الالتقاء بين الراغبين في الادخار والراغبين في الاستثمار والذي يعرف بالتمويل الغير المباشر للاقتصاد، من خلال تجميع الموارد المالية وتوظيفها في تمويلات تقليدية على شكل قروض، بحيث إن الموارد المالية الأولية تخصص أكثر لتمويل الاستثمارات فهي بالتالي تشكل توظيفا على المدى الطويل الذي قد ينجر عنه مخاطر من حيث المردودية التي يمكن أن تكون منعدمة أو من حيث تدهور قيمة الأوراق المالية...إلخ.

- **أسواق رؤوس الأموال:** والتي تضمن التمويل المباشر للاقتصاد من خلال قيام علاقة مباشرة بين المقرضين الذين يقومون بإصدار أوراق مالية (أسهم، سندات...)، والمدخرين المكتتبين وفي هذه الحالة فإن تحويل قدرة التمويل من الأعوان الذين لهم فائض في التمويل إلى الأعوان الذين هم بحاجة إلى التمويل تتم بصفة مباشرة،

¹ International Monetary Fund, **Financial soundness indicators: compilation guide**, Publishing of FMI, Washington, 2006, P 11.

² على بن حمدان الرئيسي، النظام المالي لسلطنة عمان، مجلة المركزي، العدد الخاص، 2001/2000، عمان، ص 36.

³ Dembinski, Pawel H, **Économie et finance globales: la portée des chiffres**, Observations de la finance, Nations Unis, Genève, 2003, P 140.

⁴ Beitone A, et Autres, **Dictionnaire des sciences économiques**, Armand Colin, Paris, 1991, P 122.

⁵ J-L Bailly,Collectif, OP-CIT, P 131.

من قبل الوسطاء الماليين والذين بدورهم يصدرون أوراقاً أولية أخرى، ولكن في كل الحالات يتم التمويل الأولي عن طريق السوق وإن كانت بوساطة الوسطاء الماليين، فهي تشكل في هذه الحالة وساطة السوق.

حيث يقوم النظام المالي على مبدئين أساسيين:

- الحالة المالية للأعوان الاقتصاديين: هناك أعوان اقتصاديين عاجزون مالياً (Déficitaires)، مثل المؤسسات و الإدارة، إذ هم بحاجة لإنفاق أكثر من دخلهم، بالمقابل هناك أعوان لهم فائض مالي، مثل العائلات، إذ يتوفر لديهم فوائض في الدخل على إنفاقهم يودون توظيفها.

- الدوائر المالية (Les Circuits Financiers): التي تربط بين المدخرين المقترضين: والتي تنقسم إلى دائرتين: دائرة سوق رؤوس الأموال، دائرة غير مباشرة و التي تتميز بوساطة الهيئات البنكية.

من خلال ما سبق يمكن تحديد المهام الأساسية للنظام المالي كما يلي:¹

- توفير وسائل الدفع وذلك من أجل تبادل السلع والخدمات.
- تجميع الأموال من خلال الوساطة بين ذوي الفاض وذوي العجز أو الاحتياجات المالية.
- توفير مكنيزمات من أجل تحويل الموارد المالية في الحيز المكاني والزمني.
- التمكين من إيجاد طرق ووسائل من أجل تسير ومراقبة المخاطر وخاصة في ظل ظرف عدم اليقين: التحوط، التنويع، التأمين...إلخ.

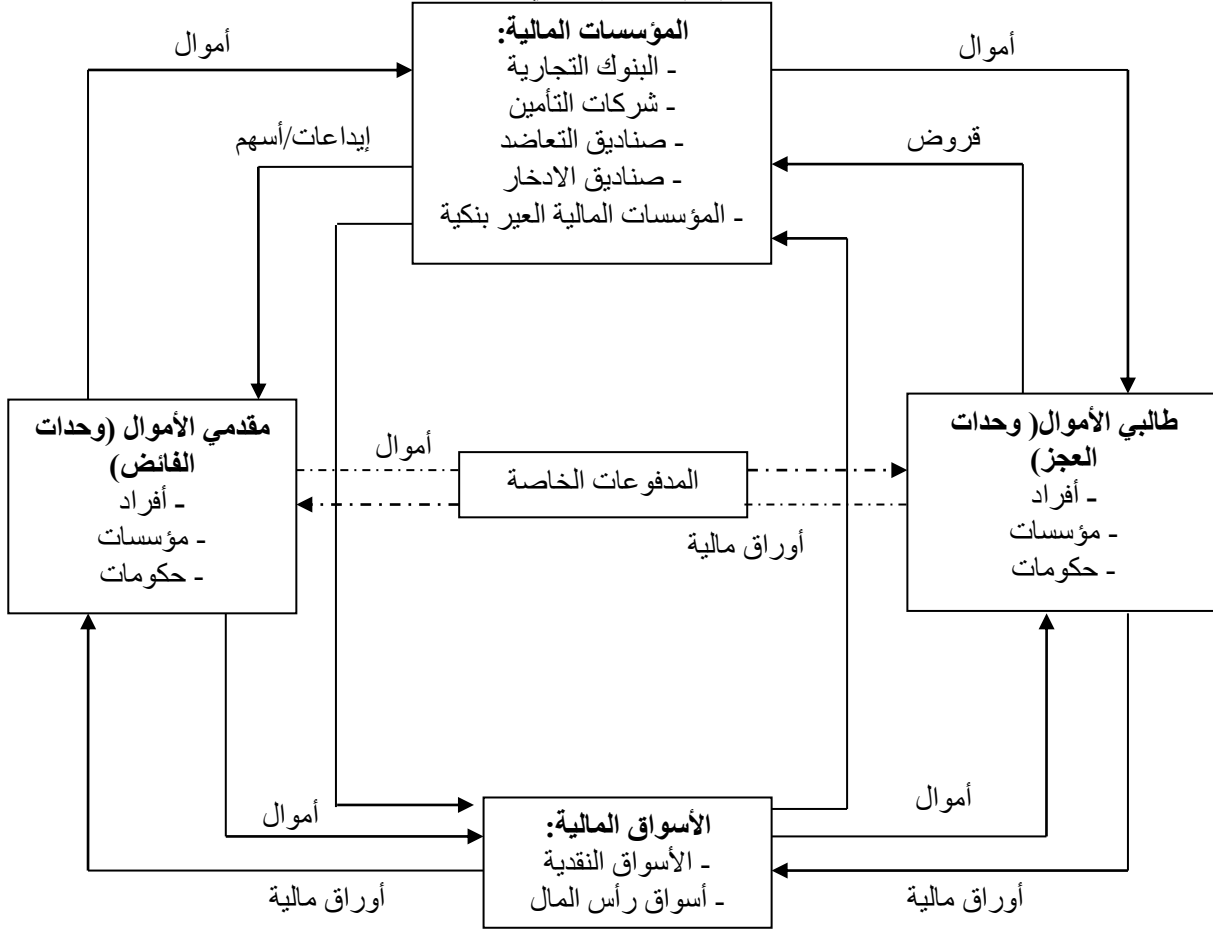
- توفير المعلومات اللازمة التي تساعد على التنسيق ولا مركزية اتخاذ القرارات المختلفة.

- يساعد على التعامل مع مختلف المشاكل التي تنشأ خاصة عندما يحوز أحد الأطراف في النظام المالي على معلومات أكثر من الأطراف الآخرين.

ويمكننا تمثيل الشكل العام للنظام المالي كما يلي:

¹ Chandra Parsana, **Finance Sense : finance for non-finance executives**, Mc-Graw-Hill, New Delhi, 2003, P 180.

الشكل (48): النظام المالي.



Source : Chandra Parsana, OP-CIT, P 180.

يرتبط احتياج التمويل للمؤسسات بالادخار المجمع لديها أي باقي القيمة المضافة المحققة بعد توزيعها على عوامل الإنتاج وتسديد الضرائب الواجب دفعها، وبحجم الاستثمار الواجب تحقيقه من أجل ضمان استمرارية المؤسسة في نشاطها، بحيث يتيح النظام المالي تسوية احتياجات وقدرات التمويل وأيضا زيادة قيمة الادخار والاستثمار أو تخصيص أفضل لها، وبالتالي تتوقف فعالية النظام المالي على قدرته على تعبئة حجم معتبر للادخار وعلى تحقيق أفضل تخصيص، إذ أن توفر نظام مالي فعال يتيح ما يلي:

- تعبئة رؤوس الأموال المتوفرة وتخصيصها في استثمارات.
- وبتيح للأعوان إنفاقا أكثر من دخلهم، إذ يزيح شرط تطابق التمويل الذاتي مع حجم الاستثمار.
- إن جو المنافسة بين الأعوان داخل النظام المالي يتيح تنوع معدلات الفائدة المقترحة للمقرضين والمقترضين، وأيضا تنوع مدة الاستحقاق حسب رغبات المقرضين واحتياجات المقترضين.¹

الفرع الثاني: أنظمة تمويل الاقتصاد

نعني بأنظمة تمويل الاقتصاد مجموع الميكانيزمات والآليات التي يتحصل من خلالها الأعوان الاقتصاديين على وسائل التمويل لتغطية مختلف عملياتهم المالية، الاستهلاكية، الاستغلالية، الاستثمارية، ومن خلال مفهوم النظام المالي فإنه يتم التفرقة بين نوعين من آليات تمويل الاقتصاد: النظام الأول يتمثل في

¹ Edwin H. Neave, **Financial systems: principles and organisation**, Routledge, London, 1998, P 121.

التمويل عن طريق الأسواق المالية أو التمويل المباشر أما النظام الثاني فيتمثل في اقتصاد المديونية أو ما يعرف بالتمويل الغير المباشر، وأول من أشار إلى هذه التفرقة بين اقتصاد الأسواق المالية و اقتصاد المديونية J.R HIKS سنة 1974 في كتابه بعنوان:

¹.The Crisis in Keynesian Economics

أولاً: اقتصاد الأسواق المالية: (asset-basedeconomy): يمكن تعريف اقتصاد الأسواق المالية كما يلي:²

- يعرفها J. HICKS على أنها الحالة التي تكون فيها المؤسسات والأفراد يصدرون ادخارا كافيا لتمويل الاستثمار بشكل مباشر بواسطة الاكتفاء الذاتي أو بطريقة غير مباشرة في السوق المالية.

- هي الحالة التي يقوم فيها الأعوان الاقتصاديين ببيع أصولهم السائلة من أجل تمويل مشاريع جديدة، أو القيام بإصدار سندات أو أسهم ولهذه الأسباب تم تسميته باقتصاد الأسواق المالية.

- هو نظام مباشر لتمويل للمؤسسات، إذ تعتمد هذه الأخيرة في تمويلها على السوق المالية بطرحها الأسهم والسندات عوض الاستدانة من النظام البنكي، الذي يصبح يشكل فقط دورا مساعدا.

ويسمى كذلك اقتصاد الأسواق المالية ب الاقتصاد الذاتي auto-economy، حيث في هذا النوع من الاقتصاد المؤسسات الإنتاجية والمؤسسات المالية بإصدار الأوراق المالية المتمثلة أساسا في الأسهم والسندات وذلك من أجل مواجهة التقلبات في إيراداتها وكذلك تغطية احتياجاتها من رؤوس الأموال، حيث تعمل سوق رؤوس الأموال (النقدية والمالية) في هذا النظام على ضمان في نفس الوقت تمويل وتوفير السيولة الكافية للاقتصاد، ولا يقتصر فقط على الوسطاء الماليين،³ ويتميز اقتصاد الأسواق المالية ب:⁴

- دور الوسيط المالي في هذا النظام يكمن أساسا في تحويل آجال الاستحقاق، وأداء الخدمات وليس في القرض وخلق وسائل الدفع.

- طاقة التمويل الذاتي للمؤسسات مهمة جيدا، والقرض يلعب دور تكميلي في تمويل الأعوان.

- الدولة كثيرة الاستدانة لأن من خلال هذه الأسواق تمول ديونها عكس اقتصاد الاستدانة أين تمويل الدين العمومي يتم بخلق النقود.

- تؤدي معدلات الفائدة وظيفة التسوية في تحديد التوازنات وعلى هذا الأساس فإنه في هذا النظام يعبر معدل الفائدة في نفس الوقت عن سعر التوازن بين العرض والطلب على رؤوس الأموال وكذلك عن تكلفة الموارد.

- تعتبر السوق النقدي المكان المفضل لإعادة تكوين سيولة البنوك.

- يغلب عليه التمويل المباشر، إذ يتقابل عرض وطلب رؤوس الأموال مباشرة دون توسط الوسطاء الماليين، ويشترك هؤلاء بما فيهم البنوك في السوق، كطالب وعارض في نفس الوقت للأوراق المالية عوض الارتكاز على منح القروض بصفة إنفرادية.

¹ Viktor Viktorovich Ivanter, **Monnaie et finances dans la transition**, L'Harmattan, Paris, 1995, P 148.

² Louis-Philippe Rochon, Matias Vernengo, **Credit, interest rates and the open economy**, Edward Elgar Publishing, Great Britain, 2001, P 213.

³ Marc Lavoie, **Endogenous money: accomodationist**, Collection of A handbook of alternative monetary economics, Edward Elgar Publishing, Great Britain, 2006, P 18.

⁴ Louis-Philippe Rochon, Sergio Rossi, **Modern theories of money: the nature and role of money in capitalist economies**, Edward Elgar Publishing, Great Britain, 2003, P 520.

- توجه البنوك قروضها لمساعدة الأعوان غير القادرين على الإقتراض من سوق الأوراق المالية وهم أساسا العائلات، أو لتغطية العمليات قصيرة الأجل بالنسبة للمؤسسات الكبيرة، والتي تلجأ في تمويلها للمشاريع الإستثمارية إلى إصدار الأسهم والسندات.
- وجود منافسة بين المؤسسات المالية، مما يؤدي إلى وجود أسعار فائدة محددة عن طريق قوى السوق (يحكمها العرض والطلب).
- تمويل الاستثمارات يخضع لعامل ربحيتها الذي يجب على الأقل أن يفوق سعر الفائدة.
- التحرر المالي يجلب مدخرات المجتمع بوضع أسعار فائدة حقيقية وموجبة تساعد على تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل عملية التنمية الاقتصادية.

ثانيا: اقتصاد المديونية (overdraft economy): ويعرف اقتصاد المديونية ب:

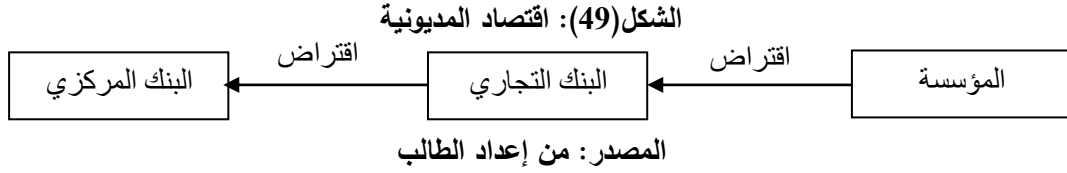
- حسب J.K HICKS فهي الحالة التي يكون فيها الادخار ضعيفا، وللاستثمار ميل أعلى من الأموال التي يمكن إقراضها، وبالتالي يجب على النظام البنكي تقديم رؤوس الأموال الضرورية للمؤسسات، ومن ثم فإن عملية خلق النقود من قبل البنوك الثانوية سوف تؤدي إلى وضع البنك المركزي في حالة المقرض الوحيد ويكون مرغما على ذلك.¹
- هي الوضعية التي تكون فيها المؤسسات الاقتصادية في حاجة للقروض البنكية، والبنوك تتوجه نحو البنك المركزي من أجل عادة تمويلها.²
- هو الاقتصاد الذي تقوم فيه المؤسسات والعائلات بسحب الأموال من خطوط الإقتراض الخاصة بهم في البنوك التجارية عندما يحتاجون إلى تمويل جديد، وهو ما يمكن تطبيقه على قطاع مؤسسات النظام المالي عندما تحتاج كذلك إلى التمويل فإنها تقوم باقتراضه من البنك المركزي عوضا عن شرائها ببيع الأوراق المالية الحكومية.³
- إن اقتصاد المديونية هو الشكل الذي يعمل به النظام المالي، أين يتم جل تمويل للاستثمارات بواسطة الاستدانة من الوسطاء الماليين، والذي يتطلب دعما دائما من البنك المركزي والذي بسيطرة التمويل الغير مباشر، الذي يسند للنظام البنكي فيه المسؤولية الأولى في تمويل الاقتصاد وينعكس هذا النوع من التمويل على السياسة النقدية المتبعة.⁴
- وبالتالي فإن اقتصاد المديونية يمكن تمثيله بمستوي مزدوج من المديونية: المستوى الأول المؤسسة من البنك التجاري أما المستوى الثاني البنك التجاري من البنك المركزي حيث يمكن تمثيل ذلك من خلال الشكل التالي:

¹ Yves Crozet et autres, **De l'économie Française**, Mathan, Paris, p 146.

² Marc Lavoie, OP-CIT, P 18.

³ Louis-Philippe Rochon, Sergio Rossi, OP-CIT, P 520.

⁴ Gilbert Koenig, **Analyse monétaire et financière**, Economica, Paris, 2000, P 34.



وأهم ما يميز النظام في ظل اقتصاد الاستدانة ظاهرة الكبح المالي والتي تعبر عن المستوى المرتفع نسبياً للقيود الرسمية على القطاع المالي والبنكي، وتشمل معايير إدارية لتنظيم الأسعار وحجم وتخصيص الائتمان، الغرض من هذه السياسات تمكين الحكومة من استخدام النظام المالي كمصدر لتمويل العام، وذلك نظراً للعديد من الأسباب: عدم وجود أسواق مالية منافسة، سيطرة الدولة على الجهاز البنكي، وتحديد سعر فائدة منخفض يليه انخفاض مستوى الادخار الداخلي، ضعف استقلالية البنك المركزي وخضوعه للخزينة العامة التي توفر سعر فائدة يقضي على احتمال وجود سوق مالية، واسعة ومنظمة، تزايد حجم ومجال تدخل الدولة ومباشرتها لمراقبة البنوك لأنها بنوك مسيرة من طرفها وتابعة لها، ومن مميزات اقتصاد المديونية كذلك:¹

- النظام يعمل تحت رقابة البنك المركزي وعدم كفاية التمويل في السوق النقدي، أدى بالبنوك إلى اللجوء المستمر لإعادة التمويل لدى البنك المركزي، وهذا الأخير لا يتردد للمحافظة على مستوى النشاط الاقتصادي.
- المؤسسات مدينة أمام البنوك والبنوك مدينة أمام البنك المركزي.
- يغلب عليه التمويل بواسطة القروض، أي التمويل غير المباشر إذ أن البنوك بعدما تقوم بالتقييم تتبنى مخاطر تقديم القرض وتمول المشاريع التي ينتظر منها نتائج إيجابية وعليه تشكل القروض الطابع الرئيسي في عملية تمويل النشاط الإنتاجي.
- لا تقتصر البنوك فقط على تحويل آجال الاستحقاق للموارد المجمع بل أيضاً تعمل عن طريق القروض على خلق وسائل تمويل تستجيب وتتأقلم مع الرغبات الخاصة بكل عون اقتصادي.
- تلجأ البنوك في إعادة تمويلها بصفة دائمة، وفي آخر لحظة إلى البنك المركزي كمقرض أخير إذ يكون هذا الأخير في اقتصاديات المديونية مرغماً على التدخل في كل الحالات، عوض أن يكون تدخله حسب تقديره لارتفاع أو انخفاض معدلات الفائدة.
- إن عملية خلق النقود هي أساساً عملية داخلية (Endogène)، أي أن أساس مقابلات الكتلة النقدية يتمثل في القروض المقدمة للأعوان الاقتصاديين للقيام بالاستثمارات وتحقيق مستوى معين من النشاط.
- في فترة النمو يصبح هذا النظام غير مرناً تماماً لتقلبات معدلات الفائدة وذلك راجع لإعادة تمويل البنوك التي تتم أوتوماتيكياً وفق معدلات فائدة ثابتة محددة إدارياً، وليس وفق معدل الفائدة التوازني والذي ينجر عنه آثار تضخمية بسبب ارتفاع حجم الكتلة النقدية دون وجود مقابل حقيقي لنمو الإنتاج بالرغم من محاولة البنك المركزي انتهاج سياسة نقدية انكماشية على حجم القروض، والذي تعرف بتأطير القرض.
- تشكل مديونية الدولة نسبة ضئيلة، وذلك لاعتمادها على خلق النقود عوض اللجوء إلى طلب الادخار مسبقاً.

¹ Peter Howells, Keith Bain, **The economics of money, banking and finance**, Routledge, London, 2008, P 634.

- تساهم السوق النقدية (سوق البيئية للبنوك) بجزء قليل في التسوية النقدية، وأيضاً يقتصر تدخل البنك المركزي في هذه السوق على منح السيولة للنظام البنكي (عملية إعادة التمويل).

الفرع الثالث: تمويل المؤسسة بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية

يعتبر المحيط المالي للمؤسسة من بين أهم العناصر المحددة لنوع وقرار التمويل ذلك أن المؤسسة الراغبة في التمويل فإنها سوف تتجه إلى هذا المحيط والذي سوف يؤثر على هذا القرار بدرجة كبيرة من حيث نوعية النظام التمويلي السائد بحيث أن السياسة التمويلية للمؤسسة ليست متطابقة في اقتصاديات الأسواق المالية واقتصاديات المديونية.

أولاً: في اقتصاديات المديونية: في هذا النوع من النظام التمويلي والذي يغلب عليه سيطرة البنوك في تمويل الاقتصاد نظراً لضعف أو عدم كفاءة الأسواق المالية في التمويل وبالتالي فإننا نجد في هذا النوع من الاقتصاد بأن الاستثمارات لا يتم تمويلها بإصدار الأوراق، و يكون لجوء المؤسسة إلى الجهاز المصرفي بشكل واسع وتحدد معدلات الفائدة بصفة إدارية، كما تقترب معدلات الفائدة من معدل التضخم، الشيء الذي يحفز المؤسسات على الإفراط في الإئتمان، ما دامت عملية تسديد الديون تتم في ظروف تخفض فيها قيمة العملة و من ثم المعدل الحقيقي للفوائد، وبالتالي فإن سلوكيات التمويل في هذا النظام تكون:

- سياسة التمويل الذاتي في المقام الأول.
- سياسة الإئتمان القائمة على القروض البنكية وخاصة القروض الطويلة والمتوسطة الأجل.
- كما أنه في هذا المحيط تميل المؤسسات إلى:¹
- الإفراط في الاستثمار لأن كل استثمار له مردودية التضخم.
- إنجاز استثمارات ذات قيمة ذمة (الأصول) عالية، التي يعاد تقييمها بوتيرة على الأقل مماثلة للتضخم.
- الإفراط في الإنتاج لتكوين مخزون معتبر لتحقيق فائض قيمة الناتج عن التضخم.

ثانياً: اقتصاديات الأسواق المالية: في هذا الاقتصاد تغطي إحتياجات التمويل للمؤسسة أساساً من إصدار الأوراق المالية في سوق رؤوس الأموال التي تقتني من العائلات، بينما تتولى المصارف توزيع القروض على الأشخاص لاقتناء استثمارات عقارية، أو للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي لا يمكنها الدخول في السوق المالية، كما إن تحديد معدلات الفائدة يكون بتلاقي العرض و الطلب على الأموال، الشيء الذي يجعل من معدل الفائدة أعلى بكثير من معدل التضخم، و بالفعل فإن المستثمرين ليسوا على استعداد لإقتناء أوراق مالية، ما لم يحققوا معدل مردودية حقيقي حالي أو مستقبلي موجب كل ذلك هو عامل لوضع سياسة مالية رشيدة تراعي هذه الخصائص لا يكون نمو السوق المالية دائماً في صالح المؤسسة، لخضوع السوق لتقلبات العرض و الطلب، لهذا يجب أن يرتكز قرار التمويل في المؤسسة على تحليل حالي للسوق، و أيضاً على تقدير شروط السوق المستقبلية إذ يمكن للمؤسسة أن تلجأ للتمويل الحالي بتكلفة عالية، إذا ما تتبأت في المستقبل بشروط أكثر صعوبة وبالتالي فإن سياسات التمويل في هذا النوع من النظام التمويلي تكون:

¹Vernimmen. Pierre, OP-CIT, P 2131.

- سياسة التمويل الذاتي: بحيث تعتمد المؤسسة في المقام الأول على قدرتها للتمويل الذاتي.
 - سياسة التمويل الخارجي الخاص: ففي حالة عدم كفاية التمويل الذاتي للمؤسسة فإنها سوف تتوجه نحو التمويل الخاص من خلال إصدار الأسهم.
 - سياسة الاستدانة بواسطة السندات: وذلك بإصدار السندات بأنواعها.
 - سياسة الاستدانة بواسطة القروض: ففي حالة عدم تمكن المؤسسة من اللجوء إلى الطرق السابقة في التمويل فإنه يبقى أمامها سياسة الاستدانة بواسطة القروض البنكية كحل أخير.
- ويمكننا تمثيل ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول(20): سياسات تمويل المؤسسة وأنظمة تمويل الاقتصاد

اقتصاد الأسواق المالية	اقتصاد المديونية	
التمويل الذاتي للمؤسسة مرتفع.	التمويل الذاتي للمؤسسة يتميز بالضعف	سياسة التمويل الذاتي
تكتسي أهمية كبيرة بحيث تعتبر مكملة لسياسة التمويل الذاتي.	لا تكتسب هذه السياسة أهمية كبيرة في اقتصاد المديونية نظرا لضعف الأسواق المالية	سياسة التمويل الخاص
إن سياسة الاستدانة في هذا الاقتصاد تتجه أكثر نحو الاستدانة من خلال طرح للسندات في الأسواق المالية مع الابتعاد عن الاستدانة بواسطة القروض البنكية	تكتسب أهمية كبيرة وخاصة الاستدانة بواسطة القروض البنكية التي تهيمن على النظام التمويلي للاقتصاد	سياسة الاستدانة

المصدر: من إعداد الطالب

المطلب الثاني: السياسات النقدية والمالية

من أهم الوسائل التي تستعملها الدولة لتحقيق أهدافها نجد السياسات النقدية والمالية، ذلك أن انتهاج الدولة لسياسات اقتصادية معينة سوف يؤثر بقدر كبير في عرض الأموال وهي بذلك تلعب دورا مهما في عملية الوساطة المالية بتنظيم، مراقبة وتقنين النشاط البنكي والتحكم في الكتلة النقدية.

الفرع الأول: السياسة النقدية:

لقد ظهر الاهتمام جليا بالسياسة النقدية في الفكر الاقتصادي أثناء الأزمات النقدية فظهرت ممارسات السياسة النقدية بصورة واضحة عندما تطورت البنوك المركزية وازداد تخصصها في مجالات الإصدار والأسواق المالية بصورة عامة، لذلك اعتبرت السياسة النقدية جزءا أساسيا ومهما من أجزاء ومكونات السياسة الاقتصادية العامة للدولة، فهي تهدف إلى دعم عملية التنمية وتحقيق معدل نمو مرتفع ومستقر من خلال استخدام الأدوات المتاحة للبنك المركزي.

أولا: مفهوم السياسة النقدية: يمكن تعريف السياسة النقدية كما يلي:

- عملية استخدام مجموعة مختلفة من الأدوات والسياسات الهادفة إلى التأثير على عرض النقد والأداء الاقتصادي بشكل عام، فهي العمل الذي يستخدم لمراقبة عرض النقود من البنك المركزي وذلك كأداة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية.¹

- إن السياسة النقدية تشمل جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي.²

ومن خلال التعاريف السابقة فإن أي تعريف شامل وكاف للسياسة النقدية لابد أن يضم مجموعة من العناصر الهامة وهي:³

- الإجراءات والأعمال التي تقوم بها السلطات النقدية.

- تستعمل الإجراءات للتأثير على المتغيرات النقدية وبالتأثير في سلوك الأعوان المصرفية وغير المصرفية.

- تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف تحددها السلطات النقدية.

يقوم البنك المركزي باستخدام أدوات السياسة النقدية بهدف التأثير على عرض النقد ومن ثم النشاط الاقتصادي بشكل عام، ويتم استخدام هذه الأدوات بالتحديد لمواجهة الفجوات التضخمية والانكماشية إن اتجهت السياسة النقدية نحو الانكماش أو التوسع مرهون بنوع المشكلة أو الأزمة القائمة وبمحاولة معالجتها.

ثانياً: أشكال السياسات النقدية: تنقسم السياسة النقدية إلى:

أ- السياسة النقدية التقييدية (الاتجاه الانكماشية): يتبع البنك المركزي سياسة نقدية تقييدية بتقييد الإنفاق وتقييد الائتمان وتقليص كمية النقود المتداولة في المجتمع ورفع معدل الفائدة ومن ثم محاربة ارتفاع الأسعار (وبالتالي محاربة التضخم)، ويمكن القضاء على هذه الفجوة عن طريق تقليل الطلب الكلي وفي هذه الحالة يتم استخدام "السياسة النقدية الانكماشية" (Contractionary Fiscal Policy) كما يلي:⁴

- عمليات السوق المفتوحة: وتتضمن هذه الأداة قيام البنك المركزي ببيع السندات الحكومية إلى الأفراد والبنوك التجارية والمؤسسات المختلفة، حيث أن عملية البيع هذه ستؤدي إلى انخفاض كمية النقد المتداول في الاقتصاد، مما يعمل على تخفيض القوة الشرائية للأفراد وتقليل حجم الإنفاق الاستثماري الذي يقوم به قطاع الإنتاج، وبالتالي ينخفض كل من الإنفاق الاستهلاكي، والإنفاق الاستثماري، مما يعمل على تخفيض الطلب الكلي إلى أن يصل إلى مستوى العرض الكلي.

- سعر الخصم: يقوم البنك المركزي برفع سعر الخصم مما يعني انخفاض حجم القروض المتوفرة لدى البنوك التجارية، والتي بدورها ترفع سعر الفائدة على الودائع والقروض، مما يعني ارتفاع حجم الأموال المودعة في البنوك (حيث أصبح العائد على الأموال المودعة أعلى من السابق)، وانخفاض حجم القروض (بسبب ارتفاع

¹ Bernard Landais, *leçons de politique monétaire*, De Boeck, Bruxelles, 2008, P 38.

² Michelle de Mourgues, *Théories et politiques monétaires*, 2^{ème} éd. Dalloz, Paris, 1984, P 76.

³ مفتاح صالح، النقود والسياسة النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر (90 - 2000)، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر، 2003، ص 89.

⁴ Jean-José Quilès et autres, *Macroéconomie: Cours, Méthodes, Exercices corrigés*, Bréal, Paris, 2006, P 269.

تكلفة الإقراض)، ويؤدي هذا إلى انخفاض حجم الإنفاق الاستهلاكي، والإنفاق الاستثماري مما يعني انخفاض الطلب الكلي وتستمر هذه العملية لحين عودة الطلب الكلي إلى مستوى التوازن.

- الاحتياطي القانوني: يقوم البنك برفع نسبة الاحتياطي القانوني مما يعني انخفاض قدرة البنوك على توليد الائتمان (تذكر قانون مضاعف النقود)، ونتيجة لارتفاع نسبة الاحتياطي القانوني ينخفض الإنفاق الاستهلاكي، والاتفاق الاستثماري، إلى أن يتساوى الطلب الكلي مع العرض الكلي.

ب- **السياسة النقدية التوسعية (الاتجاه التوسعي):** عكس الحالة الأولى، يلجأ البنك المركزي إلى هذه الطريقة لتسريع نمو الكتلة النقدية بتشجيع الائتمان وزيادة حجم وسائل الدفع وتخفيض معدل الفائدة، فيرتفع حجم الاستثمارات مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج والتقليص من حدة البطالة، تنتج الفجوة الانكماشية بسبب انخفاض الطلب الكلي عن العرض الكلي، ويمكن القضاء على هذه الفجوة عن طريق تحفيز وزيادة الطلب الكلي، أي يتم إتباع "السياسة النقدية التوسعية" (Expansionary Fiscal Policy) كما يلي:¹

- عمليات السوق المفتوحة: وتتضمن هذه الأداة قيام البنك المركزي بشراء السندات الحكومية من الأفراد والبنوك التجارية والمؤسسات المختلفة، حيث أن عملية الشراء هذه ستؤدي إلى ارتفاع كمية النقد المتداول في الاقتصاد، مما يعمل على زيادة القوة الشرائية للأفراد وزيادة حجم الإنفاق الاستثماري الذي يقوم به قطاع الأعمال، وبالتالي يرتفع حجم كل من الإنفاق الاستهلاكي، والإنفاق الاستثماري، مما يعمل على زيادة الطلب الكلي إلى أن يصل إلى مستوى العرض الكلي.

- سعر الخصم: ويقوم البنك المركزي بتخفيض سعر الخصم مما يعني تشجيع البنوك التجارية على الاقتراض وبكميات أكبر من البنك المركزي، وتقوم البنوك التجارية بتخفيض سعر الفائدة على الودائع والقروض مما يعني انخفاض حجم الأموال المودعة في البنوك (حيث أصبح العائد على الأموال المودعة أقل من السابق)، وارتفاع حجم القروض (بسبب انخفاض تكلفة الإقراض) وتكون المحصلة النهائية أن يرتفع حجم الإنفاق الاستهلاكي والإنفاق الاستثماري، مما يعني ارتفاع الطلب الكلي وتستمر هذه العملية لحين ارتفاع الطلب الكلي إلى مستوى العرض الكلي.

- الاحتياطي القانوني: يقوم البنك برفع نسبة الاحتياطي القانوني، مما يعني انخفاض قدرة البنوك التجارية على توليد الائتمان (تذكر قانون مضاعف النقود) ونتيجة ارتفاع نسبة الاحتياطي القانوني ينخفض كل من الإنفاق الاستهلاكي، والاتفاق الاستثماري، إلى أن يتساوى الطلب الكلي مع العرض الكلي.

ثالثاً: تأثير السياسة النقدية على اختيار التمويل في المؤسسة: من خلال التحليل السابق للسياسة النقدية فإنه يمكننا الاستنتاج بأن السياسة النقدية المنتهجة من طرف البنك المركزي سوف تؤثر ولو بطريقة غير مباشرة على طريقة تمويل المؤسسة كما يلي:

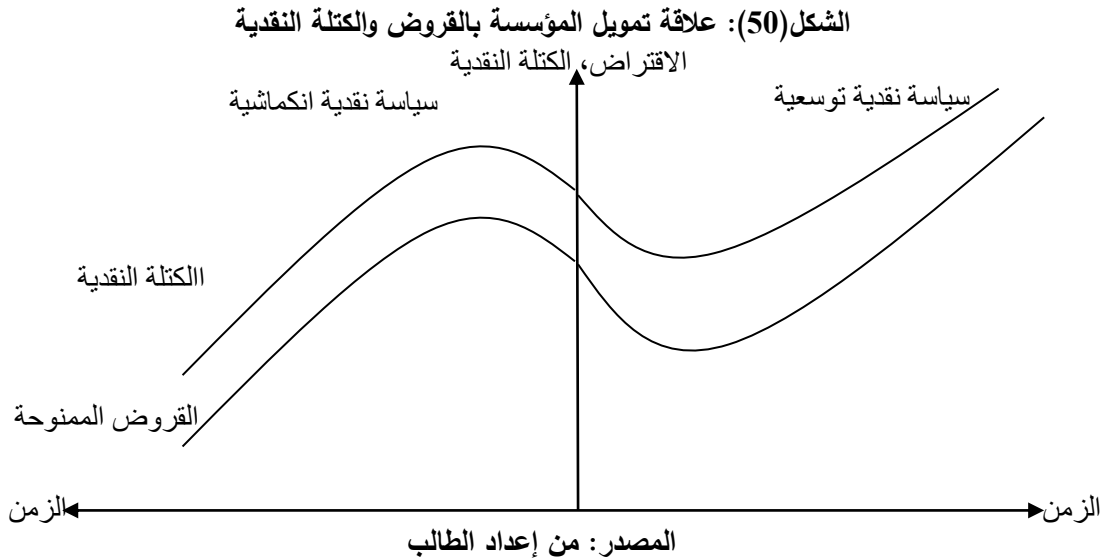
- ففي حالة السياسة النقدية التوسعية فإن السلطة النقدية ترغب بتحفيز الاقتصاد وذلك انطلاقاً من تشجيع الاستهلاك أي زيادة الطلب على مختلف السلع والخدمات، وهو ما سيؤدي بالمؤسسات إلى الرفع من إنتاجها

¹ Philippe Deubel et autres, **Dictionnaire des auteurs en sciences économiques et sociales**, Bréal, Paris, 2003, P 88.

هذا الرفع من الإنتاج والاستهلاك سوف يتم تغطيته بواسطة زيادة الكتلة النقدية في الاقتصاد حيث تعمل البنوك على تخفيض معدلات الفائدة وهو ما يشجع المؤسسات على زيادة طلب القروض البنكية نتيجة لتخفيف القيود على القروض و بهدف زيادة درجة الرفع المالي وعدم التوجه نحو التمويل الخاص الذي يعبر في هذه الحالة تمويل مرتفع التكلفة حيث لا تلجأ المؤسسة إلى طرح المزيد من الأسهم نتيجة لاحتفاظ المساهمين بأسهمهم نتيجة لارتفاع قيمتها الناتج عن درجة الرفع المالي المحقق من الاقتراض البنكي.

- أما في الحالة العكسية وفي حالة انتهاء سياسة نقدية انكماشية فإن السلطة النقدية ستعمل على تخفيض الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد وذلك بهدف كبح الاستهلاك وكبح الإنتاج مما يعني ارتفاع أسعار الفائدة الممنوحة للقروض وبالتالي فإنه سوف ترتفع تكلفة هذه القروض البنكية وبالتالي فإن المؤسسة سوف تتوجه نحو طرف التمويل الأخرى الأقل من تكلفة الاقتراض سواء بالتمويل الخاص أو التمويل من خلال القرض السندي أو الائتمان الإيجاري، ومن ثم فإن انخفاض حجم النقد المتداول بسبب انخفاض المقدر الإقراضية للبنوك وانخفاض تفضيل السيولة لدى الجمهور لارتفاع معدل الفائدة فإن ذلك فإن انخفاض منح القروض للأفراد والمؤسسات كما أن لسياسة تطير القرض دور هام في إتاحة التمويل للمؤسسات ويقوم البنك المركزي بهذه السياسة بهدف منح الائتمان حسب القطاعات ذات الأولوية والتي لم تكن سببا في إحداث التضخم، كما يقيد الائتمان نحو البعض الآخر الذي يكون سببا في إحداث التضخم، ويمكن أن تكون هذه السياسة متعلقة بمعيار أجل القروض، فقد تقيد بعض القروض سواء قروض قصيرة الأجل أو متوسطة أو طويلة الأجل.

ويمكن تمثيل التحليل السابق من خلال الشكل التالي:



من الشكل فإنه يمكننا الاستنتاج بأنه في حالة توجه السياسة النقدية نحو التوسع من خلال رفع الكتلة النقدية حيث يكون الاقتصاد في البداية يتجه نحو الانخفاض والانكماش وهو ما يؤدي بالسلطة النقدية إلى التوسع في منح الائتمان من أجل إنعاش الاقتصاد من خلال زيادة القروض البنكية وهو ما يسمح بزيادة توجه المؤسسة نحو زيادة التمويل بالقروض البنكية نظرا لانخفاض تكلفتها مقارنة بالتمويلات الأخرى من أجل تحقيق أثر الرفع المالي مما ينعكس إيجابيا على قيمة السهم وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة.

أما في حالة السياسة الانكماشية فإننا نلاحظ من خلال الشكل أن الكتلة النقدية في البداية تتجه نحو الارتفاع وهو ما يؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية وزيادة التضخم الأمر الذي يجعل السلة النقدية تتخذ إجراءات تقييدية من أجل التحكم في الكتلة النقدية من خلال استعمال السياسة النقدية الانكماشية التي تعمل على تخفيض الكتلة النقدية من خلال تخفيض القروض الممنوحة وهو ما يضع قيوداً أما المؤسسة من أجل التمويل بالقروض البنكية، نتيجة لارتفاع تكلفتها وعدم إمكانية تحقيق أثر الرفع المالي وبالتالي إمكانية انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

الفرع الثاني: السياسة المالية

تقوم الحكومة بدور حيوي ومهم في استقرار الاقتصاد الوطني عن طريق مواجهة الاختلالات والمشاكل الاقتصادية التي يتعرض لها اقتصاد الدولة، فاختلال التوازن في الاقتصاد والذي ينتج بسبب التغيرات في الطلب الكلي والعرض الكلي، قد يعرض الاقتصاد كما إلى مشكلة التضخم أو البطالة أو وتستطيع الحكومة مواجهة هذه المشاكل عن طريق التأثير على حجم الطلب الكلي في الاقتصاد، وذلك من خلال استخدام أدوات السياسة المالية، والتي تتكون من الإنفاق الحكومي والضريبة على الدخل.

أولاً: تعريف السياسة المالية: يمكن تعريف السياسة المالية من خلال ما يلي:

- عرفها Samuelson بأنها: "الإجراءات التي تسعى إلى التأثير في الإيرادات والنفقات العمومية من أجل تحقيق: اهتلاك التذبذبات الدورة الاقتصادية، المحافظة على اقتصاد نامي، ضمان معدل تشغيل مرتفع، تجنب الضغوطات المفرطة للتضخم أو الانكماش".¹

- السياسة المالية هي: "العمل الذي تقوم به السلطات العمومية عن طريق الميزانية العمومية للدولة وذلك من أجل التأثير على الظروف الاقتصادية السائدة".²

- تعتبر السياسة المالية من الوسائل الهامة السلطة التي تستخدمها للتدخل في النشاط الاقتصادي حيث تستطيع السلطة من خلالها تكييف مستويات الإنفاق العام والإيرادات العامة والتأثير في التنمية الاقتصادية وتحقيق الرفاهية الاقتصادية والعدالة الاجتماعية.³

من خلال ما سبق فإن السياسة المالية هي دراسة تحليلية للنشاط المالي للقطاع العام بكافة مرافقه ولذلك فهي تتضمن تكييفاً كمياً لحجم الإنفاق العام والإيرادات العامة وتكييفاً نوعياً لأوجه هذا الإنفاق، ومصادر هذه الإيرادات بغية تحقيق أهداف معينة كالنهوض بالاقتصاد القومي ودفع عجلة التنمية وإشاعة الاستقرار في الاقتصاد الوطني وتحقيق العدالة الاجتماعية بين أفراد المجتمع وتقليص التفاوت بين الدخل المنخفضة والدخل العالية، وبالتالي فإن الأهداف العامة للسياسة المالية تتلخص في:⁴

- المحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار، وبالتالي تجنب الوقوع في مشكلة التضخم.

¹ Agnès Bénassy-Quéré, **Politique économique**, Bréal, Paris, 2004, P 138.

² Matthieu Caron, **Budget et politiques budgétaires**, Bréal, 2007, P 31.

³ Pierre Cliche, **Gestion budgétaire et dépenses publiques**, Presse de l'université de Québec, 2009, P 62.

⁴ Jean-José Quilès, et autres, OP-CIT, P 264.

- استغلال جميع الموارد الإنتاجية المتوفرة في الاقتصاد المحلي، والتوصل إلى مستوى التوظيف الكامل للاقتصاد المحلي، وتجنب الوقوع في مشكلة البطالة.
- دعم مسيرة التنمية الاقتصادية، ورفع مستوى النمو الاقتصادي.
- الوصول إلى معدلات نمو اقتصادية.

ثانياً: أدوات السياسة المالية: تستعمل الحكومة أدوات السياسة المالية من أجل التأثير على الاقتصاد الكلي والمتمثلة أساساً في النفقات العامة والإيرادات العامة:

أ- الإيرادات العامة: تمثل الإيرادات العامة مجموع الأموال التي تحصل عليها الحكومة بصفقتها السيادية أو من أنشطتها و أملاكها الذاتية أو من مصادر خارجية عن ذلك، سواء قروض داخلية أو خارجية، أو مصادر تضخمية لتغطية الإنفاق العام خلال فترة زمنية للوصول إلى تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية والمالية، ويمكن تلخيص أهم أنواع الإيرادات العامة في:¹

* **الضرائب:** تعتبر من أهم أنواع الإيرادات العامة في أي مجتمع حيث تعتمد عليها الحكومات بصفة أساسية في تغطية جزء كبير من الإنفاق العام. وستنظر بالتفصيل لتقسيماتها وآثارها نظراً لكونها أهم أنواع الإيرادات العامة.

* **القروض العامة:** تلجأ الحكومة إلى القروض العامة لتمويل جزء من نفقاتها خاصة في حالات تمويل عمليات التكوين الرأسمالي، أي الإنفاق الاستثماري أو عند مواجهة عجز مؤقت في الإيرادات العامة للدولة أو أعباء ونفقات الدولة. وستنظر لهذا العنصر بالتفصيل.

* **الأثمان العامة:** حيث يعرف الثمن العام بأنه مبلغ يدفعه بعض الأفراد مقابل انتفاعهم ببعض الخدمات العامة التي تقدمها الحكومة، مثل خدمات مرافق السكك الحديدية والهاتف.

* **الرسوم:** هي مبالغ تحصلها الحكومة من بعض الأفراد مقابل خدمات نوعية من نوع خاص تؤديها لهم أو مزايا تمنحها لهم مثل أموال رسوم استخراج شهادات ميلاد وغيرها. ويختلف الرسم عن الضريبة في أن الضريبة تدفع دون مقابل مباشر في حين أن الرسم يقابله خدمات معينة تؤديها الحكومة.

* **أموال الدومين:** يقصد بها الأموال العقارية والمنقولة التي تملكها الدولة سواء ملكية عامة أو خاصة.

* **إيرادات عامة أخرى:** مثل الإصدار النقدي والإعانات والمنح الأجنبية.

ب- النفقات العامة: هي مجموعة المصروفات التي تقوم الدولة بإنفاقها خلال فترة زمنية محددة بهدف إتباع حاجات عامة للمجتمع الذي تظمه هذه الدولة، و يقوم بها شخص معنوي عام بهدف تحقيق نفع عام ترتبط بأهداف السياسة المالية المنفق عليها والمرتبطة بدورها بالأهداف الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع.²

ويمكن تقسيم النفقات العامة حسب عدة معايير كما يلي:³

¹ Rémy Herrera, **dépenses publiques et croissance économique**, L'Harmattan, Paris, 2010, P 09.

² Eric Devaux, **Finance public, collection dirigée par Claude Lombois**, Bréal, 2002, P 70.

³ محمد عبد المنعم عفر، أحمد فريد مصطفى، الاقتصاد المالي الوضعي والإسلامي بين النظرية والتطبيق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999،

- الإنفاق الحقيقي والإنفاق التحويلي: وهذا التقسيم يأتي من ناحية التأثير على الدخل القومي، و يستند إلى ثلاث معايير للترقية:

* إذا كانت النفقة تتم بمقابل أو بلا مقابل: فالنفقة الحقيقية تتم مقابل تقديم خدمة مثل الخدمات الصحية والنفقات التحويلية لا يوجد لها مقابل كالإعانات.

* هناك معيار الزيادة المباشرة في الإنتاج القومي: فالنفقة الحقيقية تؤدي مباشرة إلى زيادة الإنتاج القومي أما التحويلية فهي لا تؤدي إلى هذه الزيادة.

* إضافة إلى معيار من الذي يقوم بالاستهلاك المباشر للموارد الاقتصادية للمجتمع. فتعتبر النفقة حقيقية إذا كانت الدولة هي التي تقوم بالاستهلاك المباشر للموارد الاقتصادية وتكون نفقة تحويلية إذا كان الأفراد هم الذين يقومون بالاستهلاك المباشر لها.

- التقسيم الوظيفي للإنفاق العام: يقصد به تقسيم الإنفاق العام تبعاً للوظائف التي تؤديها الدولة ونميز ثلاث وظائف: النفقات الإدارية للدولة (خاصة بتسيير المرافق العامة)، النفقات الاجتماعية للدولة: وتعلق بأغراض التنمية والتضامن الاجتماعي، النفقات الاقتصادية للدولة وهي لازمة لتزويد الاقتصاد القومي بخدمات أساسية مثل الري والنقل.

- النفقات العادية وغير العادية: ويرجع هذا التقسيم إلى الحاجة إلى تجديد الموارد بموارد غير عادية لتغطية النفقات العامة، وهناك عدة معايير للتمييز بين النفقة العادية وغير العادية:

* إذا كانت النفقة تتم بانتظام ودورية تعتبر نفقة عادية أولاً تتم بانتظام فهي غير عادية.

* إذا كانت النفقات تستوعب بأكملها خلال الفترة المالية فهي نفقة عادية، وإذا تعدت الفترة المالية فهي نفقة غير عادية.

* معيار الإنتاجية: إذا كانت النفقة منتجة فهي نفقة غير عادية وإن كانت غير منتجة فهي عادية.

* معيار المساهمة في تكوين رأس المال العيني.

* معيار الدخل، النفقة غير العادية تعطي دخلاً، وغير العادية لا تعطي دخلاً.

ثالثاً: تأثير السياسة المالية في الاقتصاد: تقوم الحكومة بالتأثير في الاقتصاد من خلال أدواتها والتي تتكون من الإنفاق الحكومي والضريبة على الدخل ويتم هذا التأثير بطريقتين: مباشرة وأخرى غير مباشرة، حيث تتمثل الطريقة المباشرة في الإنفاق الحكومي، والذي يعتبر أحد مكونات الإنفاق الكلي أو الطلب الكلي في الاقتصاد:

فعند اختلال التوازن في الاقتصاد، تستطيع الحكومة تغيير حجم إنفاقها الحكومي، من أجل التأثير على حجم الطلب الكلي وبالتالي الوصول إلى مستوى التوازن من جديد، أما الطريقة غير المباشرة فتتمثل في استخدام الضرائب، التي تؤثر بالتالي على كل من الاستهلاك والادخار فارتفاع مستوى الضريبة المفروضة على دخول الأفراد يؤدي إلى انخفاض الدخل الشخصي المتاح، وبالتالي انخفاض حجم الاستهلاك والادخار، ومن ثم انخفاض حجم الطلب الكلي والعكس صحيح عند قيام الحكومة بتخفيض حجم الضريبة.

رابعاً: تأثير السياسة المالية على اختيار التمويل في المؤسسة: تؤثر السياسات المالية المنتهجة من طرف الحكومة من خلال أدوات الدين العام والنفقة العامة على اختيارات التمويل في المؤسسة بشكل غير مباشر،

حيث تشكل الضرائب العنصر المهم في تحقيق هذه الإيرادات، وكما تطرقنا إليه سابقا فإن الأخذ بعين الاعتبار للاقتصاديات الضرائب يشكل عنصر مهم في تكوين الهيكل المالي للمؤسسة من خلال الاستفادة من أثر الرفع المالي و كذلك يجب التفريق هنا بين أنواع الضرائب المفروضة على المؤسسة حيث نجد الضريبة المباشرة والضريبة الغير مباشرة:

- الضرائب المباشرة: هي تلك الضرائب التي تفرض على المؤسسة من النتيجة الإجمالية المحققة بعد تخفيض جميع تكاليف المؤسسة من إيراداتها وهي ما يعرف بالضريبة على أرباح الشركات والمتبقي بعد طرح الضريبة يسمى بالنتيجة الصافية أو الربح الصافي.

- الضرائب الغير مباشرة: وهي ما يعرف بالرسوم التي تفرض قبل حساب النتيجة والتي تشكل جزءا من هيكل تكاليف الاستغلال الخاصة بالمؤسسة وتؤثر هذه الضرائب الغير مباشرة على زيادة التكاليف والتي ستؤثر على النتيجة الإجمالية للمؤسسة.

ومن أجل التوضيح أكثر يجب أن نفرق بين حالتين للاقتصاد:

أ- الحالة الأولى: ففي حالة أن خلا ما قد واجه الاقتصاد المحلي، بحيث أصبح الطلب الكلي أكبر من العرض الكلي، حيث يعني هذا أن كمية الناتج لا تستطيع تلبية الطلب الموجود في الاقتصاد فعندما نكون في وضع أقل من وضع التوظيف الكامل، فإن النقص في المخزون يدفع المنتجين إلى توظيف عناصر إنتاج جديدة مثلا من أجل زيادة مستوى الإنتاج، ومن ثم يرتفع حجم الناتج (العرض الكلي)، إلى أن يتساوى مع حجم الطلب الكلي، أما إذا كان الاقتصاد في وضع التوظيف الكامل، فإن هذا يعني أن جميع عناصر الإنتاج الموجودة في الاقتصاد موظفة بشكل كامل، وبالتالي فمن غير الممكن توظيف عناصر إنتاجية جديدة، إن ارتفاع حجم الطلب الكلي في هذه الحالة، وعجز العرض الكلي عن ملاحقة الطلب الكلي ستؤدي إلى مشكلة تضخم، لمواجهة هذه المشكلة، تقوم الحكومة بالتدخل من أجل تحقيق الهدف التالي: مواجهة الفجوة التضخمية (Inflationary Gap)، وهي الفجوة الناتجة عن زيادة الطلب الكلي عن العرض الكلي، وذلك عند مستوى التوظيف الكامل، وبالتالي فإن الحكومة سوف تلجأ إلى محاولة تقليص حجم الطلب الكلي في الاقتصاد، وبما أن الإنفاق الحكومي يعتبر عنصر من عناصر الإنفاق الكلي (أو الطلب الكلي)، فإن تقليص أو تخفيض حجم الإنفاق الحكومي سيؤدي إلى تقليل حجم الإنفاق الكلي إلى المستوى الذي يكون فيه الطلب الكلي مساويا للعرض الكلي، كذلك سوف تتجه نحو زيادة الضرائب ومن بينها الضريبة على أرباح المؤسسات هذه الزيادة في الضرائب أرباح المؤسسات سوف تؤدي إلى:

- التخفيض في الأرباح الصافية للمؤسسة وهو ما يعني تقليص قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة نظرا لانخفاض النتيجة الصافية وخاصة في حالة تطبيق سياسة توزيع أرباح ثابتة لا تأخذ بعين الاعتبار للتغيرات الاقتصادية، بالإضافة إلى ذلك فإن الحكومة سوف تتبع سياسة نقدية انكماشية من أجل تخفيض الإنفاق وهو ما يعني كذلك صعوبة التمويل بالاستدانة بواسطة القروض البنكية مما يجعلها توجه أكثر نحو التمويل الخارجي الخاص أو التمويل بالاستدانة من خلال التمويل بالسندات.

- التأثير على سياسة توزيع الأرباح: حيث لا تميل إلى زيادة حصص الأرباح في حالة المرور بفترة تضخم قصيرة، وبذلك تحافظ على وجود الاستقرار في مستويات دخول الأفراد في وقت الكساد وتحافظ على الحد من زيادتها في وقت التضخم.

ب- الحالة الثانية: والتي تحدث عندما يواجه الاقتصاد خلا بـ حيث أصبح الطلب الكلي أقل من العرض الكلي، أو في هذه الحالة فإن كمية الطلب الكلي أقل من حجم الناتج الموجود في الاقتصاد، وتسمى هذه الحالة بالفجوة الانكماشية (Contractionary Gap)، فإذا كان الاقتصاد في وضع أقل من وضع التوظيف الكامل، فإن الزيادة في المخزون (أي الفائض من السلع والخدمات)، ستدفع المنتجين إلى توظيف عناصر إنتاج أقل من أجل تقليل حجم الناتج، ومن ثم انخفاض العرض الكلي إلى أن يتساوى مع حجم الطلب الكلي، وفي هذه الحالة سيواجه الاقتصاد مشكلة بطالة، وذلك بسبب الاستغناء عن بعض العناصر الإنتاجية، وبالتالي فإن الحكومة تقوم بالتدخل من أجل مواجهة الفجوة الانكماشية، من خلال محاولة زيادة حجم الطلب الكلي في الاقتصاد عن طريق إتباع سياسة مالية توسعية (Expansionary Fiscal Policy)، وتتمثل هذه السياسة في زيادة حجم الإنفاق الحكومي، والذي سيؤدي إلى زيادة حجم الإنفاق الكلي إلى المستوى الذي يتساوى فيه كل من الطلب الكلي مع العرض الكلي، بالإضافة إلى ذلك فإنها تعتمد إلى التخفيض في معدلات الضريبة على أرباح المؤسسات وبالتالي فإن هذا التخفيض سيؤدي إلى:

- الزيادة في الأرباح الصافية نتيجة لانخفاض في الضريبة على الربح وبالتالي تدعيم وزيادة قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة، هذا من جهة ومن جهة أخرى فنظرا لسعي الحكومة لتشجيع الاستهلاك فإنه يتوقع كذلك إتباع سياسة نقدية توسعية من خلال زيادة الكتلة النقدية من خلال النظام البنكي، وبالتالي فإنه ستنخفض أسعار الفوائد وبالتالي يتوقع زيادة التمويل بالقروض البنكية من أجل زيادة استغلال عوامل الإنتاج الغير موظفة للوصول إلى حالة التوظيف الكامل للاقتصاد، وبالتالي فإن السلوك التمويلي للمؤسسة في هذه الحالة: يوف يكون التمويل الذاتي، سياسة الاقتراض البنكي، سياسة الاقتراض السندي، سياسة التمويل الخارجي الخاص.

- أما بالنسبة لسياسة توزيع الأرباح فإن معظم الشركات تميل إلى إتباع سياسة محددة في عملية توزيع الأرباح، وتكون هذه السياسة غير قابلة للتغيير على المدى القصير، بحيث أنه لو كان الاقتصاد في حالة انكماش فإن المؤسسات سوف تلجأ إلى تخفيض مستوى الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين.

الفرع الثالث: تأثير المتغير الجبائي في اختيار وسيلة التمويل

لقد حاول موديفلياني وميلر من خلال أطروحتهما الشهيرة سنة 1958 إثبات أنه ليس هناك علاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة خلافا لرأي التقليديين، حيث تعرضت مقاربتهم إلى العديد من الانتقادات (توافر شروط السوق الكفاء)، حيث واستنادا إلى هذه الانتقادات قاما بتقديم مقالة تصحيحية أسقطا فيها افتراض عدم وجود الضرائب على أرباح الشركات، ومنه قاما بالتوصل إلى أن الزيادة في القروض تؤدي على الزيادة في قيمة المؤسسة بسبب الوفورات الضريبية للفوائد، وقد أقرت جميع النظريات التي جاءت بعد ذلك على سلامة هذا الطرح، إلا أنها أضافت بعض المتغيرات التي لها دور في توجيه السلوك التمويلي، كتكلفة الإفلاس والوكالة.

وفي سنة 1977 قدم ميلر طرحا آخر مفاده أن الوفورات الضريبية للفوائد على الشركات تتلاشى بسبب الضرائب الشخصية التي يدفعها حملة الأسهم والسندات على الأرباح والفوائد التي يحصلون عليها من المؤسسة، وفي هذا الإطار هناك عدة دراسات تطبيقية مؤيدة للطرح السابق والتي تقر بصحة التأثير الجبائي للوفورات الضريبية على قيمة المؤسسة منها دراسة موديقلياني وميلر سنة 1966 التي اختبرت تأثير الرافعة المالية على قيمة المؤسسة في وجود الضرائب على أرباح الشركات، ووجدت أن الوفورات الضريبية لها تأثير إيجابي على قيمة المؤسسة كذلك نجد دراسة أنجلو و ماسيليس سنة 1980 والتي أثبتت كذلك وجود التأثير الإيجابي للطرح السابق، كما نجد دراسة لجيفولي وآخرين سنة 1992 التي قامت باختبار تأثير تغيير قانون الضرائب الأمريكي على الديون ووجدت أنه مع زيادة معدل الضرائب الفعال زادت نسبة الديون على الشركات.

لقد أضافت نظرية دي انجلو وماسيليس سنة 1980 الوفورات الضريبية للمصاريف الأخرى بخلاف الفوائد من خلال نموذج يجمع بين الضرائب على أرباح الشركات وضرائب الأشخاص بجانب متغير ضافي هو الوفورات الضريبية المرتبطة بالاستثمار مثل الاهتلاك والإعفاءات الضريبية لتشجيع الاستثمار، حيث يقوم هذا النموذج على افتراض أن الوفورات الضريبية الأخرى للفوائد، بمعنى أن الزيادة في أحدهما تكون على حساب الأخرى، وعليه من المتوقع أن تكون هناك علاقة عكسية بين الوفورات الضريبية الأخرى (على اعتبار أن هناك علاقة طردية بين نسبة الديون وبين الوفورات الضريبية للفوائد).¹

وهنا كذلك دراسة بيلوت سنة 1990 التي درست أثر تغيير قانون الضرائب الأمريكي لسنة 1981 على الهيكل المالي ووجدت أن هذا القانون أدى إلى زيادة الوفورات الضريبية الأخرى وصاحب ذلك انخفاض في الديون أي أن هناك علاقة عكسية بينهما.²

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على سياسات تمويل المؤسسة

تعددت النظريات التي حاولت تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، حيث ذهبت البعض منها إلى محاولة وضع أسس نظرية معينة ثم محاولة تطبيقها على أرض الواقع من أجل اختبار صحة فرضيات والنتائج النظرية للمقاربة التي تم صياغتها، في حين أن البعض الآخر يتجه إلى العكس حيث يعمل على دراسة السلوك التمويلي لعينة من المؤسسات ثم استنتاج الأسس التي قام عليها الهيكل المالي للمؤسسات في فترة زمنية معينة وفي محيط مالي معين تنشط فيه هذه المؤسسات.

المطلب الأول: محددات القدرة على الاستدانة في المؤسسة

في الواقع ليس بإمكان المؤسسة الإفراط في الاستدانة وذلك نظرا لأنه سوف يكون لهذا الإفراط في الاستدانة النتائج السلبية على المؤسسة من جهة ومن جهة أخرى هناك العديد من معايير ومؤشرات الأداء المالي التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند الاستدانة وهي المعايير التي تفرضها مؤسسات التمويل كالبنوك أو

¹ Kim and Sorensen, **Evidence of the impact of agency cost of debt on corporate debt policy**, journal of finance and quantitative analysis, Volume 21, 1986, P 131.

² De Angelo and Masulis, **Optimal capital structure under corporate and personal taxation**, journal of financial economic, Volume 8, 1990, P 3-27.

في حالة طرح السندات التي تستوجب نشر القوائم المالية للمؤسسة حيث يجب أن يطلع عليها الجمهور للتأكد من مطابقتها لمعايير الأداء المالي السليم.

الفرع الأول: التوازن المالي

يعرف التوازن المالي للمؤسسة بأنه:¹

- الحالة التي يظل معها رصيد النقدية في كل لحظة موجبا بعد سداد كافة الديون القصيرة الأجل، هذا من ناحية ومن ناحية أخرى يمثل التوازن المالي في لحظة معينة التوازن بين الأصول الثابتة والأموال الدائمة، التي تسمح بالاحتفاظ به عبر الفترة المالية، يستوجب ذلك التعادل بين المدفوعات والمتحصلات أي استخدامات الأموال ومصادرها.²

- هو التوازن الأدنى بين المدة الزمنية لأصل معين والمصدر التمويلي الموافق لهذا الأصل الذي سوف يستعمل لتمويله، وبالتالي فإنه يجب تمويل الأصول الثابتة بالأموال الدائمة.³

- التناسق الموجود بين موارد المؤسسة واستخداماتها، هذا التناسق يحدد قدرة السداد والسيولة. إن احترام شرط التوازن المالي يحدد في البداية الاختيار بين التمويل الطويل الأجل أو التمويل القصير الأجل، وذلك لتحديد الخلل في حالة وجود حالات العجز المالي ومختلف الإجراءات الواجب اتخاذها من أجل تجاوز حالة العجز المالي والتي تحدث عندما يكون رصيد الخزينة سالبا وهو ما يعني أن التمويل الطويل الأجل لا يغطي الاحتياجات القصيرة الأجل، وبالتالي يجب البحث عن مصادر تمويلية لتغطية هذا العجز ثم بعد ذلك محاولة الاختيار بين مصادر التمويل المتاحة سواء كان ذلك بين المصادر الطويلة الأجل أو المصادر القصيرة الأجل.

الفرع الثاني: الاستقلالية المالية (الاستدانة القصوى)

تعرف الاستقلالية المالية للمؤسسة بأنها:

- مدى استقلالية تمويل نشاط المؤسسة عن الغير (البنوك، الموردين...)⁴.

- الاستقلالية المالية للمؤسسة تعني أن حجم ديون المؤسسة يجب أن لا يتجاوز حجم الأموال الخاصة.⁵

- يمكن القول بأن المؤسسة تتمتع بالاستقلالية المالية وذلك عندما تحوز المؤسسة على مزيج تمويلي معين حيث أكثر من نصف هذا المزيج يكون من الأموال الخاصة.⁶

فالاستقلالية المالية للمؤسسة تشير إلى نسبة وزن الديون في الهيكل المالي للمؤسسة وبالتالي درجة استقلاليتها إذ أن الحجم الكبير للديون يجعل المؤسسة غير مستقلة في اتخاذ قراراتها المالية، فكلما كانت هذه النسبة كبيرة كلما تمكنت من التعامل بمرونة مع الدائنين في شكل اقتراض وتسديد الديون أما إذا كانت هذه

¹ Akim A. Taïrou, OP-CIT, P 59.

² السعيد فرحات جمعة، مرجع سابق، ص 255.

³ Gérard Melyon, OP-CIT, P 62.

⁴ Roland Carles, **Audit et gestion de l'entreprise**, Edition France agricole, Paris, 1999, P 183.

⁵ Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, OP-CIT, P 380.

⁶ Albert Corhay, Mapapa Mbangala, OP-CIT, P 62.

النسبة صغيرة فهذا يعني أنها في وضعية مثقلة بالديون، ولا تستطيع الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها من قروض إضافية إلا بتقديم ضمانات وقد تكون هذه الضمانات مرهقة.

كما يعبر عنها كذلك بنسب المديونية حيث تبين نسب المديونية مدى اعتماد المؤسسة على الاقتراض في تمويل استثماراتها، بالمقارنة مع التمويل المقدم من المالكين، وتسمى هذه النسب أيضا بنسب الرفع المالي لأنها تقيس نسبة استخدام الديون في هيكل تمويل المؤسسة، وعليه فإن الإدارة المالية، لا بد أن توازن بين ما ترغب في تحقيقه من مزايا نتيجة زيادة الاعتماد على المديونية في التمويل وبين المخاطر التي تتعرض لها نتيجة استخدامها لها: ويمكننا حساب درجة الاستقلالية المالية من خلال العديد من النسب من أهمها:

- (الأموال الخاصة/مجموع الخصوم) * 100 أو 1- (مجموع الديون/ الخصوم): حيث يجب أن تفوق هذه النسبة 50% وكلما ارتفعت هذه النسبة فإن المؤسسة سوف تجد نفسها أقل لجوءا إلى الأطراف الخارجية للتمويل، حيث أن هذه الاستقلالية المالية يمكن تفسيرها بتأجيل واحتجاز الأرباح المحققة من طرف المؤسسة.

- (مجموع الديون/مجموع الأصول): عندما تفوق هذه النسبة 1 هذا يعني أن المؤسسة لا تحوز على استقلالية مالية، وفي المقابل حماية الدائنين تقل وتنخفض بسبب ارتفاع الديون، وفي المقابل فإن درجة الاستدانة يمكن أن النظر إليها كمؤشر للمخاطرة المالية وذلك نظرا لأن تكاليف الديون تعتبر من التكاليف الثابتة في حين أن نتيجة وسيولة المؤسسة هي مؤشرات متغيرة وغير ثابتة.

- (الأموال الخاصة/مجموع الديون): حيث يجب أن تفوق أو تقترب هذه النسبة من 1 وهو مؤشر آخر يمكن استخدامه لمعرفة نسبة الأموال الخاصة إلى الديون.

- (المصاريف المالية/مجموع الأعباء) أو (المصاريف المالية/رقم الأعمال): حيث يمكن أن تشكل الديون المالية تكلفة على المؤسسة يصعب التخلص منه بفعل السياسة المالية الخاطئة، حيث تشكل خدمات الدين حاجزا يمتص كل إضافة ويعيق توسع المؤسسة، خاصة إذا صرحت الاتفاقيات والقوانين الحرية للدائنين في مراقبة نشاطات المؤسسة إذا كانت مفرطة الديون حيث نقل حرية المبادرة للمسيرين وبالتالي صعوبة استغلال الفرص المتاحة من انتعاش في السوق.

من خلال ما سبق يمكننا الاستنتاج ما يلي:

- لجوء المؤسسة للتمويل بالاستدانة يحقق لها مزايا الاستفادة من الرفع المالي الذي يكون في صالح أصحاب الأموال الخاصة من خلال زيادة مردودية الأموال الخاصة.

- ولكن في المقابل نجد أنه يجب على المؤسسة تحقيق مستوى معين من الاستقلالية المالية والذي يجب على الأقل أن يصل إلى النصف وذلك لتفادي فقدان السيطرة والمحافظة على سلطات اتخاذ قرارات المؤسسة وعدم تدخل الدائنين في شؤون المؤسسة.

الفرع الثالث: القدرة على التسديد

يمكن تعريف قدرة التسديد للمؤسسة بأنها:

- إمكانية تسديد التزامات المؤسسة المالية الناتجة عن عمليات الاستدانة دون التأثير على قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة.¹

- قدرة النشاط الاستغلالي للمؤسسة على تحقيق تدفقات نقدية كافية من أجل تسديد فوائد الديون وأصولها من جهة ومن جهة أخرى تحقيق قدرة على التمويل الذاتي تكون مهمة دون أن يتأثر هذا التمويل الذاتي بشكل سلبي.²

- عدم التأثير المؤسسة السلبية على تشكيل قدرة التمويل الذاتي نتيجة لجوء المؤسسة للاستدانة، حيث لا تتأثر قدرة المؤسسة على تحقيق التدفقات المالية الاستغلالية وبالتالي إمكانية تسديد التزامات الاستدانة دون تأثير التمويل الذاتي بشكل كبير.³

من خلال التعاريف السابقة فإن القدرة على التسديد تعتبر من العوامل المهمة التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند اختيار التمويل بواسطة الاستدانة وذلك نظرا لأن الديون تستلزم فوائد يجب دفعها للدائنين بالإضافة إلى أصول الديون وبالتالي قد تشكل هذه الديون تكاليف مهمة لها العديد من الآثار السلبية على النشاط المالي للمؤسسة، وخاصة عندما تكون التدفقات المحققة من نشاط المؤسسة الاستغلالي ضعيفة، وبالتالي إمكانية امتصاص هذه التدفقات بواسطة خدمات الدين وأصل الدين وهو ما يؤثر سلبيا على قدرة المؤسسة على تحقيق التمويل الذاتي وبالتالي فإنه يجب الأخذ بعين الاعتبار:

- يجب أن لا تكون الفوائد على الديون مرتفعة حتى لا تمتص الجزء الأهم من التدفقات النقدية المحققة.

- لا بد أن يتميز النشاط الاستغلالي بالقدرة على التنافسية والتحكم في التكاليف حتى يمكن المؤسسة من تحقيق نتائج مهمة لا تتأثر بتضخم التكاليف.

وتنص القاعدة العامة للقدرة على التسديد أن مبلغ الديون لا يجب أن يمثل أكثر من 3 أو 4 من القدرة على التمويل الذاتي السنوي المتوقع تحقيقه ويمكن توقعها من خلال حساب النسبة التالية:

مجموع الديون/القدرة على التمويل الذاتي.

إن هذه النسبة يجب أن تقل عن 3 أو 4 وتبين مدة تسديد الديون بواسطة القدرة على التمويل الذاتي حيث أنه لا يجب أن تتجاوز هذه المدة ل 3 أو 4 سنوات، حيث أنه إذا لم تتمكن المؤسسة من تحقيق هذه النسبة فإنها سوف لن تتمكن من الاستدانة وبالتالي فغن اختياراتها سوف تتدنى إلى مصادر أخرى للتمويل المتمثلة في الأموال الخاصة أو القرض الإيجاري.⁴

¹ Gérard Melyon, OP-CIT, P 160.

² André-jean Locussoi, **Comprendre l'actualité économique et boursière**, Le Manuscrit, Paris, 2002, P 102.

³ Valentin Bauwens, Jean-François Walhin, **La titrisation du risque d'assurance**, Larcier, Bruxelles, 2008, P 16.

⁴ Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, OP-CIT, P 380.

كذلك عندما تلجأ المؤسسة إلى تمويل استثمار معين بواسطة قرض بنكي، فإن البنك لا يمول بصفة عامة هذا الاستثمار بنسبة 100%، حيث يشترط الممول حد أدنى من التمويل الذاتي الذي يجب أن تلتزم به المؤسسة من أجل تمويل الاستثمار المعني والتي تكون في غالب الأحيان بنسبة 30%.

الفرع الرابع: المخاطرة المالية

تعرف المخاطرة المالية بأنها:

- هو الخطر الذي يلحق بأصحاب الأموال الخاصة نتيجة الانخفاض في المردودية المالية والمتأتي أساسا من عاملين أساسيين: خطر الاستغلال، مستوى الاستدانة.¹
 - هو الخطر الذي تتحمله المؤسسة نتيجة لجوئها للتمويل بالاستدانة، وبالتالي فإن الخطر المالي يتعلق بالهيكل المالي للمؤسسة والذي يحدث نتيجة توقف المؤسسة عن الدفع نظرا لأن النشاط الاستغلال لا يحقق بشكل كافي سيولة من أجل تسديد دفعات وأصول الديون.²
 - هو ذلك التدهور والانخفاض في أرباح المساهمين في المؤسسة الناتج عن التذبذب في نتيجة المؤسسة بسبب ثقل التكاليف الثابتة للديون التي تم اللجوء إليها لتمويل استثمارات المؤسسة.³
- فالخطر المالي هو ذلك الخطر الذي ينعكس سلبيا على عائدات ملاك المؤسسة حيث يتمثل في زيادة الخطر الاقتصادي الناتج من الاستدانة، مما يؤدي إلى تعرض نتيجة المؤسسة إلى تغيرات وتذبذبات تمتد أثارها السلبية مباشرة إلى المردودية المالية ويتوقف الخطر المالي على عاملين: خطر الاستغلال، مستوى الاستدانة.
- إن الخطر المالي يتأتى من خطر الاستغلال بسبب اللجوء إلى الاستدانة أي أن جلب موارد مالية في شكل ديون من شأنه أن يؤثر سلبا على مردودية المؤسسة، حيث أن ليس للاستدانة دائما نفس الأثر الإيجابي في رفع مردودية الأموال الخاصة من خلال أثر الرفع المالي، ولكن في مستوى معين الاستدانة قد لا تتمكن المؤسسة من تسديد التزامات الديون أو أن النتيجة المحققة قد لا تكون كافية لرفع أرباح المساهمين حيث يذهب جزء هام من هذه النتيجة إلى خدمة الديون عوضا عن زيادة أرباح المساهمين.
- ويختلف الخطر المالي عن خطر الاستغلال، حيث أن هذا الأخير يعرف بأنه: "عدم التأكد من تحقق المستقبلي للنتائج والذي يتم حسابه بدون الأخذ بعين الاعتبار طريقة التمويل".⁴
- كما يعرف بأنه: "التغير العشوائي في رقم الأعمال والذي يؤدي إلى تأثير سلبي على مختلف مكونات المردودية، والتسيير ممثلة في نتيجة الاستغلال، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية... إلخ".⁵
- وبالتالي فإن خطر الاستغلال يمكن قياسه من خلال التغير في النتائج الاقتصادية المتوقعة، في حين أن الخطر المالي يمكن حسابه من خلال التشتت في المردودية المالية والاقتصادية المتوقعة.

¹ Pierre Paucher, *Mesure de la performance financière de l'entreprise*, Office des publications universitaires, Alger, 1993, P 143.

² Akim A. Taïrou, OP-CIT, P 139.

³ J. Edward Ketz, *Hidden financial risk: understanding off-balance sheet accounting*, Wiley, New Jersey, 2003, P 34.

⁴ Akim A. Taïrou, OP-CIT, P 139.

⁵ يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 455.

ويتم تقييم الخطر المالي للمؤسسة بناء على المردودية حيث يتم هذا التقييم وفقا لطريقتين¹:

1- الطريقة الأولى: تحليل التغير في المردودية المالية الناتج عن التغير في المردودية الاقتصادية: لإجراء

هذا التقييم فغنا نستعمل النتائج المتحصل عليها أثناء دراسة أثر الرافعة، والتي سمحت لنا بالحصول على

العلاقة بين المردودية المالية (RF)، والمردودية الاقتصادية (RE) كما يلي:

- إذا كانت المؤسسة غير مستدينة فإن المردودية المالية تكون:

$$RF = RE \times (1-T) \dots \dots \dots (1).$$

حيث T معدل الضريبة.

- أما إذا كانت المؤسسة مستدينة فإن المردودية المالية تكون:

$$RF = (RE-i) \times D/CP \times (1-T) + RE \times (1-T)$$

ويمكن كتابة هذه العلاقة كما يلي:

$$RF = RE \times (1-T) \times (1+D/CP) - Di/CP \times (1-T) \dots \dots \dots (2).$$

في حالة تغير المردودية الاقتصادية ب (ΔRE) فإن المردودية المالية سوف تتغير بمقدار (ΔRF):

- ففي حالة المؤسسة غير المستدينة: وحسب العلاقة (1) فإنه:

$$\begin{aligned} RF + \Delta RF &= (RE + \Delta RE) \times (1-T). \\ &= RE \times (1-T) + \Delta RE (1-T) \\ &= RF + \Delta RE \times (1-T) \end{aligned}$$

$$\Delta RF = \Delta RE (1-T)$$

- أما في حالة المؤسسة المستدينة: وحسب العلاقة (2) فإنه:

$$\begin{aligned} RF + \Delta RE &= (RE + \Delta RE)(1-T)[1+(D/CP)] - Di/CP(1-T) \\ &= RE (1-T)[1+(D/CP)] - Di/CP(1-T) + \Delta RE(1-T)[1+(D/CP)] \end{aligned}$$

$$\Delta RF = \Delta RE (1-T) [1+(D/CP)]$$

ويمكن كتابة العلاقة السابقة كذلك على الشكل التالي:

$$\underbrace{\Delta RF}_{\text{التغير الإجمالي للمردودية المالية RF}} = \underbrace{\Delta RE (1-T)}_{\text{التغير في RF المستقل عن الاستدانة (الخطر الاقتصادي)}} + \underbrace{\Delta RE (1-T)D/CP}_{\text{التغير في RF الناتج عن الاستدانة (الخطر المالي)}}$$

يتضح من خلال العلاقة السابقة أن الخطر المالي يزيد بزيادة التغير في معدل المردودية الاقتصادية المصحوب بالاستدانة، وهو الأمر الذي قد ينعكس سلبيا على المردودية المالية.

2- الطريقة الثانية: قياس تشتت المردودية المالية: انطلاقا من العلاقة رقم (2):

$$RF = RE \times (1-T) \times (1+D/CP) - Di/CP \times (1-T)$$

يمكننا كتابة صياغة التباين للمردودية المالية كما يلي:

$$VAR(RF) = VAR \left[(RE - i) \frac{D}{CP} (1-T) + RE(1-T) \right]$$

¹ يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 34، 35.

$$VAR(RF) = (1-T)^2 VAR \left[(RE - i) \frac{D}{CP} + RE \right]$$

$$VAR(RF) = (1-T)^2 VAR \left[RE \frac{D}{CP} - \frac{D_i}{CP} + RE \right]$$

ومع العلم أن (D/CP) هي ثابتة فإن العلاقة تصبح

$$VAR(RF) = (1-T)^2 \left(1 + \frac{D}{CP} \right)^2 VAR(RE)$$

ومع العلم أن

$$\sigma(RF) = (1-T) \left(1 + \frac{D}{CP} \right) \sigma(RE)$$

هذه العلاقة تمثل الانحراف المعياري للمردودية المالية الناتج عن الانحراف المعياري للمردودية الاقتصادية حيث يمكن كتابتها كما يلي:

$$\underbrace{\sigma(RF)}_{\substack{\text{التشتت الإجمالي} \\ \text{للمردودية المالية}}} = \underbrace{\sigma(RF)(1-T)}_{\substack{\text{التشتت المستقل عن الاستدانة} \\ \text{(الخطر الاقتصادي)}}} + \underbrace{\sigma(RE) \left(1 - \frac{D}{CP} \right)}_{\substack{\text{التشتت الناجم عن الاستدانة} \\ \text{(الخطر المالي)}}$$

من خلال العلاقة السابقة يمكن الاستنتاج بأن الاستدانة تلعب دورا مضاعفا للمخاطرة بحيث انه كلما زادت نسبة الأموال المقترضة، كلما ارتفع الخطر المالي ومنه زيادة الانحراف المعياري للمردودية المالية.

الفرع الخامس: الشكل القانوني للمؤسسة

يلعب الشكل القانوني للمؤسسة، دورا مهما في تحديد نمط تمويل المؤسسة، حيث نجد أن هناك أنواع من التمويل متاحة لنوع من المؤسسات دون نوع آخر، حيث نجد أن شركات المساهمة بإمكانها اللجوء إلى البورصة من أجل الاستدانة بواسطة السندات أو رفع رأسمالها من خلال إصدار الأسهم، أو طرح أوراق مالية أخرى حيث تتوفر إمكانية اللجوء إلى البورصة من أجل تفتح لشركات المساهمة دون غيرها من الشركات، بينما لا تتاح هذه الإمكانية للأشكال الأخرى من الشركات (شركات التضامن، شركات المسؤولية المحدودة)، كما نجد مثلا أن سندات المساهمة هي متاحة فقط للمؤسسات المنتمية للقطاع العام دون مؤسسات القطاع الخاص، وهو ما يبين أن للشكل القانوني للمؤسسة دور فقط في تحديد وسيلة التمويل المتاحة للمؤسسة، كما يظهر هما كذلك أهمية حجم المؤسسة التي ترتبط ارتباطا وثيقا بالشكل القانوني، فنجد أن لشركات المساهمة ذات الحجم الكبير، تشكيلة واسعة من وسائل التمويل سواء بالاستدانة أو الأموال الخاصة، على عكس المؤسسات الصغيرة التي لا تتاح أمامها هذه الإمكانية نظرا لشكلها القانوني ولضعف الضمانات المقدمة... إلخ.

المطلب الثاني: صعوبات تحديد الهيكل المالي في المؤسسة

في أرض الواقع قد تواجه المؤسسة العديد من المشاكل والصعوبات التي تجعل من الصعب إمكانية تحديد إمكانية تحقيق أو عدم تحقيق المؤسسة لهيكل مالي أمثل الذي يحقق شرطي تعظيم القيمة السوقية وتخفيض تكلفة الأموال وتعظيم ثروة المساهمين، فحسب IVO Welth فإن بنية الهيكل المالي تعتبر كنتيجة محققة وليست نتيجة لندنية الضرائب أو تخفيض تكلفة الأموال وليست نتيجة لجهود المسيرين المطلعين على معلومات السوق، وحسب الباحث فإنه من غير الممكن تحقيق هيكل مالي بأسلوب تمويل معين ذلك أن الهيكل المالي ليس بإمكانه التحكم في تذبذبات وتقلبات الأسعار، وإنما يجب تحديد المؤشرات التي تحافظ على سلامة الهيكل المالي من تذبذبات الناتجة عن عدم قدرة المؤسسة على تغطية المصاريف المالية بواسطة نتيجة الاستغلال.¹

الفرع الأول: ضعف الرؤية حول تصورات المؤسسة

وهو يعتبر من أهم العناصر التي تصعب من عملية تقييم المؤسسة، وذلك من خلال تعقد عملية توقع وتخطيط التدفقات النقدية المستقبلية التي على أساسها يتم تحديد القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، والتي تستعمل لقياس القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي تجعل من الصعوبة تحديد تأثير سياسات التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة ككل، حيث يمكن أن تقوم عدة قطاعات في السلاسل الإحصائية لأرباح المؤسسة وهو ما يؤدي إلى ضعف تصورات وتوقعات المستقبلية للمؤسسة، وبالتالي عدم قدرة هذه السلاسل الإحصائية للمؤسسة على مساعدة متخذ القرار في وضع أهداف وخطط مستقبلية دقيقة، ويأتي هذا الانقطاع في المعلومات أساساً من التغيرات والاضطرابات الحاصلة في الاقتصاد الكلي، فمثلاً إن تحرير الأسعار والتجارة الخارجية يمكن أن يغير من الوضعية التنافسية للمؤسسة مما يجعل من مؤشرات الأداء السابقة لا تعتبر كمرجع ملائم لتخطيط الأداء المستقبلي للمؤسسة.

التذبذبات الحاصلة بسبب هذه النقطعات هي مصدر مهم لعدم التأكد، ويمكن على أساسه تفسير أسباب تقييم المؤسسة بأقل من قيمتها (sous-évaluation)، حيث يرجع أسباب عدم التأكد في الأساس إلى غياب سياسات حكومية واضحة تتمتع بالمصدقية في النشاط الاقتصادي والنظام الوطني للإحصاء الذي يمكن من تقديم معلومات دقيقة، ففي غياب تصورات واضحة لمستقبل المؤسسة يجعلها عرضة للتقديرات الشخصية مما يصعب من التحديد الدقيق لنتائج المؤسسة وهو ما يمكن أن ينجر عنه عدم التحديد الدقيق لقيمة أسهم المؤسسة وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة ككل.

الفرع الثاني: غياب إستراتيجية المؤسسة

تمثل الإستراتيجية عنصراً مهماً محددًا لمختلف خطط وسياسات تمويل الإستراتيجيات المعتمدة من طرف المؤسسة، وبالتالي فإن الإستراتيجية من أحد العوامل المهمة لتحديد القيمة السوقية للمؤسسة، فتخطيط الأرباح والتكاليف مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بالمخطط الإستراتيجي المعتمد من طرف المؤسسة، فغياب إستراتيجية واضحة من طرف المؤسسة يجعل من الصعب تحديد أهداف المؤسسة الطويلة المدى وبالتالي عدم وجود مسار

¹ دادن عبد الغني، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد 06، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2008، ص 26.

استراتيجي تنشيط المؤسسة حوله يوجه مختلف سياسات التمويل والاستثمار الواجب تحقيقها من أجل تحقيق أهدافها المتمثلة في تعظيم القيمة السوقية وبالتالي عدم التحديد الواضح لهيكلها المالي، ويأتي غياب الإستراتيجية للمؤسسة من التغيرات العميقة والدائمة في الاقتصاد الكلي والنظام الاقتصادي للدولة والذي يضعف القدرة على وضع الخطط والتصورات الإستراتيجية في المؤسسة وهو ما قدر يؤثر سلبيا على انخفاض قيمة المؤسسة السوقية.

الفرع الثالث: المصادقية المحدودة للمعلومات المحاسبية

جاءت المبادئ المحاسبية لتشكل الإطار النظري الذي يحكم التطبيق العملي والممارسة المهنية للمحاسبة، حيث نشأ كل منها نشأة مستقلة بظهور الحاجة إليها ثم انتشر تطبيقها وحازت القبول العام، إلا أن بعض هذه المبادئ أصبح يمثل تحديا للمعالجة المحاسبية، كمبدأ التكلفة التاريخية الذي ينص على تسجيل عناصر الأصول وقت الحصول عليها واعتماد مبالغها التاريخية كأساس لتسجيل الاهتلاك وكمرجعية تثبت قيمة الأصل.

يواجه تحديد الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة إشكالية مصادقية وملاءمة المعلومات المحاسبية المقدمة والمصرح بها، وخاصة بالنسبة للمؤسسات المنتمية لاقتصاديات الدول النامية حيث أن المبادئ والمفاهيم المحاسبية لهذه الدول قد لا تسهل عملية التحليل وتحديد قيمة المؤسسة، حيث الوضعيات المحاسبية المصرح بها تكون موجهة غالبا لاستعمال الداخلي من أجل المراقبة الداخلية إضافة على ذلك فإن العناصر المكونة للذمة المالية للمؤسسة تختلف غالبا عن القيم المسجلة في السجلات المحاسبية والمخاطر الممكنة لا يمكن تحديدها بدقة.

حيث أن بعض المبادئ التي تغيرت بتغير الدولة الوطنية مثل مبدأ ثبات وحدة القياس الذي زال في الدول المنطوية تحت الاتحاد الأوربي عند تطبيقها لليورو بدلا عن العملة الوطنية لكل دولة، كما إن جمود المبادئ المحاسبية يعد عائقا حقيقيا في تكييف المعالجة المحاسبية لبعض الظواهر التي أفرزها الواقع الاقتصادي مما يؤثر سلبا على تمثيل مخرجات المعالجة للواقع الفعلي لها، أن هذا الجمود يطرح تحديا مضاعفا أمام المحلل المالي في التعليق عن مدى توافق المخرجات للواقع وعن سلامة السياسات المالية والمحاسبية المتبناة من قبل المؤسسة.

الفرع الرابع: المخاطر المحتملة

الخطر المالي هو عنصر أساسي في نشاط تمويل المؤسسة، ففي نموذج توازن الأصول المالية MEDAF فإن خطر المؤسسة يتم قياسه من خلال معدل المخاطرة β الذي يفسر معدل الانحراف الموجود بين مردودية المؤسسة ومردودية السوق، وهو يعبر عن قياس مالي بحت للمخاطرة، هذه الميزة ل β تتجم عن مباشرة عن فرضيات النموذج ولذلك فإن نظرية المحفظة المالية التي تعتبر المبدأ الأساسي في نظرية التوازن لا تميز الأصول المالية إلا من خلال المردودية والمخاطرة المالية، التي تشكل عملية مراجعة بين المردودية والخطر المالي.¹

¹Gliz Abdelkader, OP-CIT, P 124.

كما أنه يمكن أن تكون المؤسسة معرضة للعديد من المخاطر الأخرى، ومن لأهم هذه المخاطر:

- أ- **المخاطر النظامية (مخاطر السوق):** وهي المخاطر التي يمكن أن تؤثر على الاستثمار في السوق بصفة عامة، وتتعلق بالنظام المالي والنشاط الاقتصادي ومن أهمها:
 - خطر سعر الفائدة: وهو الخطر الذي يصيب المؤسسة نتيجة لتغيرات وتذبذبات أسعار الفائدة ارتفاعا وانخفاضا وهو ما يؤثر على اختيار الوسائل الاستثمارية.
 - خطر التضخم: وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية لأصول المؤسسة وخصومها بسبب انخفاض قوتها الشرائية.
 - خطر سعر الصرف: هو الخطر الذي ينشأ نتيجة لتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.
 - المخاطر السياسية والاقتصادية: هي المخاطر التي تكون لها علاقة بالأوضاع السياسية ومختلف تغيراتها والتذبذبات الناتجة عن الاختلالات الاقتصادية والاجتماعية.
- ب- **المخاطر الغير النظامية:** وهي المخاطر التي تنتج عن الاستثمار ونوع هذا الاستثمار ومن أهمها:
 - خطر الائتمان: هو الخطر المتعلق بالتوسع في منح أجال طويلة للعملاء من أجل التسديد (الائتمان التجاري) وعدم قدرة العملاء على التسديد في الأجال المحددة.
 - خطر السيولة: ويعني ذلك مدى قدرة المؤسسة على توفير السيولة من الأصول المتداولة قبل حلول أجال تسديد الديون القصيرة الأجل.
 - خطر الأعمال: وهو انخفاض نتائج المؤسسة نتيجة لعدم قدرتها على المنافسة و سيطرة المنافسين على حصص مهمة من السوق نتيجة لعدة عوامل: دخول منافس جديد، استراتيجية هجومية من المنافس، وضع قيود جديدة، ظهور تكنولوجيا جديدة... .

الفرع الخامس: غياب أو ضعف السوق المالي

على مستوى اقتصاديات الدول المتقدمة يسمح السوق المالي بإعداد ولو بصفة تقريبية لمعايير التي تسهل من عملية التحليل والتقييم المالي للمؤسسة وإعداد كذلك استعمال طرق من أجل المقارنة بين مختلف مؤسسات القطاع الواحد أو مؤسسات القطاع مع قطاع آخر من حيث المميزات المالية (الهيكل المالي، القيمة السوقية، المردودية، الأداء....)، ولكن مع غياب أو ضعف تطور السوق المالي لا يمكن تحديد الأسعار السوقية أو المخاطر المالية المحتملة، حيث نجد أن الدول النامية تواجه حالات ضعف دور معدلات الفائدة الناتجة عن معدلات التضخم المرتفعة حيث يصبح من الصعب تحديد معدل الفائدة الخالي من المخاطر وهو ما يصعب من عملية تحديد معدلات الاستحداث من أجل تحديد القيمة الحالية، وهو ما يصعب من تطبيق نظرية القيمة الحالية للتدفقات النقدية لتحديد أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة، كما أن غياب السوق الثاني يمكن أن يكون عامل مهم في تخفيض القيمة السوقية لمؤسسة لدوره المحدد لتفضيل السيولة في قيمة المؤسسة.

فوجود السوق المالي يسمح للأفراد بتشكيل حافظة استثمارية متنوعة بطريقة تجعل المؤسسة لا تكافئ سوى الخطر الذي لا يمكن تنويعه (الخطر النظامي)، إن غياب السوق المالي يمنع ولو جزئيا للأفراد من

الاستفادة من التنوع وبالتالي يجعل المؤسسة التي ترغب في التمويل من الأفراد تكافئ الخطر النظامي والخطر الغير النظامي أي الخطر الكلي المعبر عنه بتشتت المردودية وهو ما يرفع من تكلفة التمويل في المؤسسة. كما أنه تتأثر أسعار الأسهم والسندات بالمعلومات المالية المعن عنها في سوق تداولها، فزيادة أسعار هذه الأسهم والسندات تتوقف على الزيادة في الطلب عليها والعكس صحيح، إلا أن الطلب المعبر عنه من قبل المستثمرين يتوقف على طبيعة هذه المعلومات وعلى درجة المصادقية التي تكتسبها من الرأي الإيجابي حول أسعار أسهم وسندات المؤسسة.

الفرع السادس: التجارة الإلكترونية

تشتمل التجارة الإلكترونية على شراء وبيع السلع عبر شبكة الإنترنت والشبكات التجارية العالمية الأخرى للاتصالات، إذ لا تشتمل على السلع المادية فقط بل تتعداها إلى السلع غير المادية مثل تبادل الخدمات والمعلومات والبرامج الإلكترونية، حيث أصبح التجارة الإلكترونية ترتبط ارتباطا وثيقا بعمليات الشراء والبيع عبر شبكة الانترنت، ففي ظل هذه الشبكة يكون أمام المؤسسة بدائل عدة لاختيار أحسن و أجود المواد كمدخلات للإنتاج أو لإعادة بيعها، كما تطرح هذه الشبكة إمكانيات عدة أمام المؤسسة لعرض منتجاتها في مختلف أنحاء العالم بأقل التكاليف الممكنة، أن هذا الشكل من التجارة يطرح أمام المؤسسة عدة إشكاليات مثل: طبيعة التسيير المعتمد في هذا النمط، المسار المنهجي لمعالجة البيانات، المسار المنهجي المستندي، التأطير القانوني لعمليات الشراء والبيع، التأطير الإجرائي المرتبط بالمخالصة وتطبيق التشريع الجبائي.

أن هذه الإشكاليات من شأنها أن تؤثر على المعالجة المحاسبية في المؤسسة، من خلال عدم إمكانية الإسقاط الآني للعمليات المرتبطة بالظواهر الرقمية، إذ قد لا يكون التدفق المادي فيها مباشرا للمؤسسة والتي قد يكون التدفق المالي في أماكن عدة من العالم، أن هذه المشاهد وغيرها تطرح تحديات أمام المعالجة المحاسبية خاصة في ظل عدم مرونتها حتى لقياس ظواهر التجارة في شكلها الحالي مما قد يفرز قوائم مالية ختامية لا تعكس الواقع الفعلي للمؤسسة، في هذا الإطار يكون المحلل المالي مطالب بأن يقوم وفق الإطار الذي يحكم مالية المؤسسة بفحص والتأكد من هذه العناصر من أجل تحديد البيانات المالية للمؤسسة.

خلاصة الفصل الرابع

يتأثر قرار التمويل بمجموعة من المحددات الداخلية والخارجية عن المؤسسة، حيث لا يوجد نموذج موحد يستند إليه يمكن تطبيقه على جميع المؤسسات من الوصول إلى قرار التمويل الأمثل الذي يعظم القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تخفيض تكلفة الأموال التي تم استعمالها لتمويل استثمارات المؤسسة التي تم حيازتها بهذه الأموال، حيث يلعب الرفع المالي دورا مهما ومحوريا في مختلف اختيارات التمويل، وذلك من منطلق أن اختيار الهيكل المالي المناسب والقدرة على إيجاد البدائل التمويلية المتاحة يمنح للمؤسسة التحكم في مستويات الرفع المالي، حيث يمكن زيادة الرفع المالي باستخدام الاستدانة أو التخفيض من الرفع المالي أو تجنبه كلية بالتجنب النهائي للاستدانة.

قامت العديد من الدراسات النظرية والتجريبية لتحديد أهم المحددات التي يستند إليها عند اتخاذ قرار التمويل أو المفاضلة بين مختلف المصادر المتاحة أمام المؤسسة، ولم تتفق الدراسات مع بعضها سواء في الفرضيات أو النتائج المتوصل إليها، حيث يمكن أن تقوم محددات خاصة بالمؤسسة ومحددات تتعلق بالمحيط الذي تنشط فيه المؤسسة، فبالنسبة للعوامل المتعلقة بالمؤسسة نجد: حجم المؤسسة، هيكل الأصول، دورة حياة المؤسسة، مكانة المساهمين في المؤسسة، كما نجد المميزات الخاصة بمصادر التمويل ذاتها تشكل حيزا كبيرا في طبيعة قرار التمويل ومن أهمها: التكلفة، المردودية، الوفورات الضريبية البديلة.

يلعب المحيط المالي للمؤسسة كذلك دورا مهما في خيار تمويل المؤسسة وخصوصا من حيث الأدوات المالية التي يتيحها هذا المحيط ومدى تنوعها ومدى إمكانية حصول المؤسسة الحصول عليها، ولذلك فإن المؤسسة أمام نوعين أساسيين من أنظمة التمويل الممكنة: نظام قائم على الاقتراض والمسمى باقتصاد المديونية وهو الذي يتميز بسيطرة النظام البنكي على تمويل الاقتصاد، أما النظام الثاني والمتمثل في اقتصاد الأسواق المالية والمتميز بسيطرة السوق المالي.

كما تتدخل الدولة ولو بشكل غير مباشر في نمط تمويل المؤسسة من خلال توجهاتها الاقتصادية والتي تنفذ أساسا بواسطة السياسات النقدية والمالية، حسب طبيعة السياسة المنتهجة حيث كلما كانت توجهات الدولة نحو التوسع فإنه سوف يتوقع زيادات إمكانيات التمويل بالنسبة للمؤسسات وخاصة من ناحية القروض البنكية والإعانات التي تشهد تسهيلات مهمة وخفض لأسعار الفائدة بهدف تشجيع الاستهلاك وتشجيع المؤسسات على الإنتاج لتغطية الاستهلاك وبالتالي زيادة إمكانيات التمويل من أجل زيادة قدرات المؤسسات الإنتاجية، بينما إذا كانت توجهات الدولة انكماشية فإنه سوف يزيد العوائق أمام زيادة الكتلة النقدية من خلال تخفيض الاستهلاك، وبالتالي تخفيض القروض الممنوحة للاقتصاد وبالتالي تخفي التسهيلات الممنوحة وزيادة القيود أكثر وهو ما يجعل المؤسسات تتجه نحو تمويلات أخرى وخاصة التمويل الذاتي والتمويل الخاص بزيادة رأس المال.

الفصل الخامس

سياسات تمويل المؤسسة الاقتصادية

الجزائرية

تمهيد

تشكل المؤسسة الاقتصادية أساس التنمية الاقتصادية لأي دولة، فهي تقوم بالعديد من الأدوار الاقتصادية، الاجتماعية، الثقافية، ولذلك كانت محل اهتمام السلطات العمومية للدول بهدف إيجاد مناخ ملائم لإنشاء وتطوير المؤسسات الاقتصادية، ولذلك عمدت السلطات العمومية في الجزائر منذ الاستقلال إلى انتهاج سياسات اقتصادية مختلفة رغبة منها في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية ولذلك كانت المؤسسة في الجزائر محل العديد من التجارب المختلفة، حيث كانت الأداة التي من خلالها يتم تنفيذ مختلف البرامج الاقتصادية.

وقد كان موضوع تمويل المؤسسة في الجزائر محل اهتمام السلطات العمومية، لذلك تم اعتماد عدة طرق وحلول من أجل تحسين تمويل المؤسسة وخاصة من ناحية التمويل البنكي الذي يبقى تقريبا مسيطرا على نظام التمويل في الجزائر، لذلك يبحث هذا الفصل في مختلف مراحل تطور المؤسسة الاقتصادية الجزائرية والسياسات التمويلية المنتهجة لتمويل المؤسسة، بالإضافة إلى تشخيص لواقع النظام التمويلي في الجزائر

المبحث الأول: المؤسسة الاقتصادية الجزائرية

مرت المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بمجموعة المراحل والظروف الاقتصادية، حيث استخدمت المؤسسة الاقتصادية أداة لتنفيذ مختلف المناهج الاقتصادية في الجزائر، فكانت عرضة للتدخلات التي أثرت عليها من مختلف الجوانب: التسييرية، التنظيمية، والتمويلية، ولقد تأثرت المؤسسة خاصة بالسياسات التمويلية المنتهجة من طرف السلطات العمومية هذه السياسات التي كان لها أثر كبير على المؤسسة

المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية

إن المؤسسة الاقتصادية شكلت المحور الأساسي للدراسات العلمية من حيث التعريف والوظيفة وطرف التسيير، ذلك أنها تعد المحرك الأساسي للتنمية الاقتصادية لأي دولة فهي المنشأ الأساسي لتكوين الثروة واستثمار الموارد، لذلك شكلت محور اهتمام مختلف الأطراف ذات العلاقة: الباحثين، السلطات، الهيئات والمنظمات الحكومية وغير الحكومية...إلخ.

الفرع الأول تعريف المؤسسة الاقتصادية

إعطاء تعريف موحد وشامل للمؤسسة الاقتصادية أمر في غاية الصعوبة، حيث ولغاية اليوم لم يتفق الباحثون في هذا المجال على تعريف يتفق عليه الجميع، فالمؤسسة هي مفهوم متعدد الأبعاد، ويتطور مفهومها بتطور الاقتصاد والتطور التكنولوجي، وتطور أهداف ومسؤوليات المؤسسة في المجتمع كما يختلف المفهوم حسب وجهة نظر المتعاملين مع المؤسسة ولذلك يمكن إعطاء بعض التعريفات للمؤسسة:

- من وجهة نظر الاقتصاد: في هذا الصدد الاقتصاد ينقسم على قسمين:¹

* الاقتصاد الكلي: وهو يهتم بالاقتصاد الوطني ككل من حيث المؤشرات الكلية، وهو ينظر للمؤسسة على أنها العون الاقتصادي المكلف بإنتاج السلع والخدمات الموجه للاستهلاك بواسطة قطاع العائلات.

* الاقتصاد الجزئي: وهو يهتم بتصرف كل عون اقتصادي على حدى وعليه فالمؤسسة من هذا المنظور هي

منظمة مكونة من عوامل بشرية وسائل إنتاج مادية ومالية معارف مجتمعة لإنتاج سلع او خدمات لتحقيق هدف محدد.

- يعرفها مكتب العمل الدولي بأنها: " كل مكان لمزاولة نشاط اقتصادي ولهذا المكان سجلات مستقلة ".²

- الجانب القانوني: إن القانون ينظر للمؤسسة على أنها شخصية معنوية مستقلة عن شخصية الشركاء أو المساهمين، وبذلك فهي تتمتع بالحقوق وتلتزم بالالتزامات ومسؤولة قانونا أمام القضاء.³

- الاستمرارية: عند النظر إلى المؤسسة من هذا المنظور هي كيان متطور يمر بمراحل دورة الحياة المختلفة: الانطلاق، النمو، النضج، والزوال فالمؤسسة تشكل دورة حياة.

- وحسب LAUZEL Pierre فهو يعطي مفهومين للمؤسسة، فأما المفهوم الأول: يتناول المؤسسة على أنها مجموعة أعضاء مترابطين فيما بينهم، منظمون حسب غايات محددة لتأدية وظائف معينة أنشئت من أجلها،

1 hierry Brunet, **Management des organisations**, Breal, Paris, 2005, P 28.

² عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص 25.

³ Yves Frédéric Livian, **Organisation théorie et pratique**, Dunod, Paris, 1998, P 19.

بتنفيذ عمليات معقدة ومتشابكة نوعا ما وتكرر لتؤدي إلى عملية التسليم في سوق السلع والخدمات، حيث أن البيع هو النتيجة الختامية. بينما المفهوم الثاني فيعتبر المؤسسة كتكتل أو تجمع إنساني متسلسل يستعمل وسائل فكرية، مادية، مالية بغية استخراج، تحويل، نقل، توزيع ثروات أو إنتاج خدمات، طبقا لأهداف موضوعة ومسطرة من طرف الإدارة سواء كانت فردية أم جماعية بإدخال مجموع العوامل المحددة لربح والمنفعة الاجتماعية بدرجات مختلفة.¹

- يمكن النظر للمؤسسة من وجهة نظر المتعاملين معها على اعتبارها كيان مستقل تتمتع بالشخصية المعنوية، ذلك أن كل طرف ينظر إليها بصفة مختلفة:

* السلطات العمومية: تعتبر المؤسسة ممول للخزينة العمومية بالمدخيل من خلال الضرائب.

* المساهمين والملاك: يعتبرون المؤسسة مصدر للدخل من خلال عوائد الأسهم أو الحصص الاجتماعية.

* العمال: مكان للعمل وتحصيل الأجر ونشاطات اجتماعية مختلفة.

* الموردون: المؤسسة بالنسبة لهم زبون لتسويق منتجاتهم.

* الزبائن: المؤسسة بالنسبة للزبائن موفر للسلع والخدمات التي يحتاج إليها المجتمع.

يمكن القول بأن المؤسسة تجمع العديد من المعايير في تعريفها فهي:

- حقيقة اقتصادية (إنتاج، تكاليف، توزيع الأرباح): فهي تقوم بتحويل المدخلات المختلفة على مخرجات فهي بذلك تساهم في خلق القيمة المضافة على مستوى الاقتصاد ثم إعادة توزيعها على عدة أطراف.

- ذات طابع إنساني (مكان للعمل والعلاقات الإنسانية): فالمؤسسة هي محور التقاء العاملين فيها وهي بذلك تساهم في تطوير العلاقات الإنسانية بين الأفراد.

- كيان اجتماعي (مكان للحياة الجماعية بين الأفراد): المؤسسة مكان يجمع العديد من الأفراد الذين يسعون إلى تحقيق أهداف محددة، فهي تساهم في تطوير نسيج العلاقات الاجتماعية بين الأفراد كما تساهم في تحقيق الاستقرار الاجتماعي والنفسي للأفراد.

وبالتالي فالمؤسسة هي توليفة من مجموعة عوامل مالية، بشرية، اقتصادية لها أهداف محددة في استراتيجيتها، تتمتع بالشخصية المعنوية، لها أهمية كبيرة بالنسبة للمجتمع من خلال السلع والخدمات التي توفرها في إطار المحيط الذي تنشط فيه.

الفرع الثاني: أهداف المؤسسة الاقتصادية

تسعى أي مؤسسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف هذه الأهداف تكون محددة بدقة وواضحة، الشيء الذي يساعد على تحقيقها ومن أهم أهداف المؤسسة:

أولا: الهدف الاقتصادي: من خلال الهدف الاقتصادي تفسر المؤسسة على أنها وحدة إنتاج سلع وخدمات أو إنتاج مواد وسيطة تستخدمها مؤسسات أخرى، ويتمثل دور المؤسسة في الحياة الاقتصادية في تحويل المدخلات (مواد أولية، بضائع، خدمات، رؤوس أموال، العمل، المعلومات) إلى مخرجات (سلع ومنتجات تامة الصنع،

¹ Farouk Bouyakoub, OP-CIT, P P 37, 38.

خدمات، معلومات)، فهي بذلك تساهم في خلق القيمة المضافة على مستوى الاقتصاد الكلي. كما تتولى المؤسسة على هذا المستوى توزيع الدخل على عدة أطراف:

- الإدارات العمومية: والتي تحصل على الضرائب والرسوم، مصاريف التأمين والضمان الاجتماعي.
- العمال والمستخدمين: يحصلون على الأجور والمكافآت والإعانات.
- المساهمون والملاك: يحصلون على عوائد الاسهم وحصصهم في رأس المال.
- المؤسسة: تستفيد المؤسسة كذلك من الدخل المحقق وذلك ضمانا لاستمراريتها من خلال اقتطاع التمويل الذاتي.

- الدائنون: يحصلون على إيرادات تأجيرهم لأموالهم لدى المؤسسة من خلال فوائد الديون.

ثانيا: الهدف الاجتماعي: يهتم الهدف الاجتماعي بدور الأطراف الفاعلة في المؤسسة، وينظر إلى المؤسسة وفقا لهذا المدخل على أنها المكان الذي يجمع بين عدة أطراف مختلفة الأهداف، فحملة رؤوس الأموال تتمثل إستراتيجيتهم في البحث عن أنسب توظيف يحقق أعلى مردودية للأموال الخاصة، ويعبر حملة رؤوس الأموال عن الجهة التي تمثل السلطة بدرجة نسبة المساهمة في رأس المال. بينما يهدف المسيرين قبل كل شيء إلى الحفاظ على مناصب شغلهم، من خلال محاولة رفع ثقة المساهمين فيهم وزيادة حصة المؤسسة في السوق، خاصة إذا كان الأجر مرتبط بالأداء المحقق من طرف المؤسسة، أما الطرف الثالث في المؤسسة فيتمثل في العمال الذين يسعون بدورهم إلى الاحتفاظ بمناصبهم لأكثر وقت ممكن، وضمان استمرارية المؤسسة وتغيير العناصر اللازمة للحصول على المكافآت والترقيات.

المطلب الثاني: مراحل تطور المؤسسة الجزائرية

الفرع الأول: قبل سنة 1980

أولا: مرحلة التسيير الذاتي: هذه المرحلة أعقبت الاستقلال مباشرة وامتدت إلى حوالي 1965، حيث تميزت بنسبة الأمية المرتفعة والبطالة المتفاقمة والجانب الاقتصادي لم يسلم هو الآخر من التدمير والخراب وغلق المصانع نتيجة رحيل أصحابها، بالإضافة إلى هجرة الإطارات والكفاءات القادرة على تسيير المؤسسات الاقتصادية، نتيجة هذه الأسباب تركت المجال للعمال بكل فئاتهم المختلفة كي يقوموا بتسيير الإدارات والمصانع المملوكة لحماية الاقتصاد الوطني، من هنا تجسدت فكرة التسيير الذاتي كحل أو بديل فرض نفسه كنتيجة حتمية لعدم قدرة الدولة على تسيير تلك المؤسسات حيث اعتمد التسيير الذاتي على إشراك جميع أفراد المؤسسة في اتخاذ القرار، ما ميز المؤسسات المسيرة ذاتيا في جانبها التنظيمي وجود جمعية عامة متكونة من عمال دائمين من بين مهامها تولي المصادقة على القوانين المتعلقة بتنظيم العمل وتحديد وتوزيع المهام والمسؤوليات وتعد اجتماعات كل ثلاث أشهر، كما أنها تتولى انتخاب مجلس العمال حيث يوجد فيها مجلس عمال يعاد انتخابه كل ثلاث سنوات يضم كحد أقصى 200 عضو، اجتماعات المجلس شهرية، من صلاحياته المشاركة في سير النظام الداخلي للمؤسسة المسيرة ذاتيا كالتوظيف، الأمن الداخلي وتوفير الأجهزة والمواد اللازمة للإنتاج بالإضافة إلى انتخاب ومراقبة لجنة التسيير، كما يوجد أيضا لجنة تسيير تعقد اجتماعاتها كل شهر وما

ميز هذا النظام ثنائية القيادة بين لجنة التسيير والمدير الذي عينته الوصاية، وتميزت بعدم وجود مالك للمزارع والوحدات التي تركها المعمرين.¹

ثانيا: مرحلة الشركات الوطنية: اتجهت سياسة القائمين على البلاد خلال السنوات الأولى من الاستقلال وبالموازاة مع تطبيق التسيير الذاتي للممتلكات المهجورة، إلى إنشاء الدواوين والشركات الوطنية، وهذه المرحلة تميزت بازدواجية التنظيم المتعلق بتسيير الشركات خاصة قبل التصحيح الثوري سنة 1965، والذي تلاه تصحيح اقتصادي، تنظيمي واجتماعي، ار تركز على إنشاء مؤسسات وطنية ترجع ملكيتها للدولة وتسيير مركزيا، وذلك بهدف إحكام الرقابة على تدفقاتها المالية وضمان مواجهة المؤسسة لإشكالية التشغيل، وفي هذا الإطار ظهرت العديد من الشركات الوطنية الضخمة الموزعة عبر كافة التراب الوطني، كالشركة الوطنية للمناجم، الشركة الوطنية لمواد البناء، الشركة الوطنية للعبوات، الشركة الوطنية للنفط والغاز، الشركة الوطنية للصناعات النسيجية.

ثالثا: مرحلة التسيير الاشتراكي: عرفت المؤسسة العمومية تحولات هيكلية باعتبار أن صدور قانون التسيير الاشتراكي للمؤسسة سنة 1971 قد مهد لبروز مفهوم جديد لهذه المؤسسة حيث أصبحت تسمى بالمؤسسة الاشتراكية وهي فترة التسيير الاشتراكي للمؤسسات، حيث تحول تسيير المؤسسة الوطنية العمومية من الأسلوب التقليدي إلى أسلوب جديد يتخذ من العاملين عناصر نشطة تضطلع بمهام التسيير والرقابة من خلال مساهمتهم الفعلية في ذلك، إضافة إلى ذلك تتجسد المشاركة العمالية في تسيير المؤسسة الوطنية العمومية، وفقا لميثاق التسيير الاشتراكي للمؤسسات من خلال المجلس المنتخب أي مجلس العمال "يسهر على تسيير المؤسسة"، حيث في هذه المرحلة ركز المشرع على ضرورة إشراك العمال في التسيير والرقابة، مع ضمان كافة حقوقهم، حيث يتكون الهيكل التنظيمي للمؤسسة من جمعية العمال، اللجان الدائمة، مجلس الإدارة، المدير العام للمؤسسة ومدراء الوحدات الاقتصادية التي تكون المؤسسة الاشتراكية، وتتولى تلك الأطراف التنسيق بين مختلف أنشطة الوحدات، أما الرقابة العامة على نشاط المؤسسة فترجع إلى الوزارة الوصية، في واقع التسيير الاشتراكي هو أحادية القرارات من جانب المدير العام الذي يمثل الدولة ومشاركة العمال كانت شكلية فقط، حيث أن الأوساط العمالية أصبحت تعتبر نفسها طبقة مهمشة مما انعكس على أدائها وبالتالي على مردودية المؤسسة، ثم إن الصراع الدائم بين العمال والإدارة وصعوبة التسيير بسبب كبر حجمها أدى إلى العجز عن مواصلة التسيير بهذا النمط من التسيير وتبني نظام جديد للخروج من هذه الأزمة.²

ويمكن تلخيص أهم المشاكل التي صاحبت فترة التسيير الاشتراكي للمؤسسات العمومية في الجدول

التالي:

¹ أحمد هني، اقتصاد الجزائر المستقلة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص 22.

² بن عنتر عبد الرحمان، مراحل تطور المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وأفاقها المستقبلية، مجلة العلوم الانسانية، العدد الثاني، جامعة بسكرة، 2002، ص 111-109.

الجدول (21): المشاكل التنظيمية للمؤسسة الاشتراكية

المستوى الداخلي	المستوى الخارجي
<ul style="list-style-type: none"> - الازدواجية في التسيير - تعدد المهام. - نقص في الكفاءات الإدارية. - نقص في التكوين والتأطير التقني. - هروب الأدمغة. - عدم وجود دراسات اقتصادية للمهام والوظائف مما أدى إلى تضخيم العمالة طبقا لمبدأ التوظيف الكامل. - غياب الحوافز المادية والمعنوية. - النقابات العمالية 	<ul style="list-style-type: none"> - الإجراءات البيروقراطية. - القوانين. - البنوك. - الوزارة الوصية. - كتابة الدولة للتخطيط. - حزب جبهة التحرير الوطني

المصدر: أحمد طرطار، الترشيد الاقتصادي للطاقت الانتاجية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 35.

إن تنظيم المؤسسة وفق أسلوب التنظيم الاشتراكي ليس بمجرد إصلاح بل هو مرحلة جديدة للثورة الاقتصادية والاجتماعية، ذلك أن التشريعات التي صدرت إلى غاية تلك المتعلقة بالتنظيم الاشتراكي في 1971 أصبحت تقتضي إقامة علاقات إنتاج جديدة تتمثل في اتخاذ العامل بمثابة منتج مسير على عكس ما كان عليه عامل أجير وذلك من خلال إشراكه في مجلس إدارة المؤسسة عبر المجالس العمالية المنتخبة فهو بذلك يمكنه تسيير، مراقبة و اتخاذ القرارات داخل المؤسسة، إلا أن ما يمكن ملاحظته من هذه المرحلة هو اضطلاع المؤسسة العمومية الاشتراكية بعدد كبير من المهام البعض منها ليست له أي صلة بمهمتها الرئيسية، انعدام الاتصالات، قصور نظام المعلومات، ومركزية القرار، إلى جانب كل هذا، لقد اقتصر قانون التسيير الاشتراكي للمؤسسات على تطوير ظروف و شروط العمل أكثر من مساهمته في رفع أداء المؤسسة.

الفرع الثاني: الفترة خلال 1980-1990

أولاً: إعادة الهيكلة: جاءت هذه المرحلة بداية من سنة 1980، حيث أن مبدأ إعادة هيكلة الشركات العمومية المقرر ضمن المخطط الخماسي الأول (1980-1984) جاء لتقسيم الشركات العمومية الكبرى وتجزئتها إلى وحدات صغيرة، أكثر تخصصاً من أجل مواجهة الصعوبات وتحريرها من الضغوطات، وبالتالي جاء المرسوم 80-240 الصادر في 14 أكتوبر 1982 والمتعلق بإعادة هيكلة الشركات الوطنية، حيث تكون إعادة الهيكلة من جانبين:

- إعادة الهيكلة العضوية: ارتكزت على مبدئين:

* مبدأ التركيز الجهوي: يتمثل في نقر المقرات الاجتماعية للشركات من المركز إلى أقرب وحدة إنتاج، أي تقريب مركز السلطة واتخاذ القرار من مكان الانتاج وهذا استجابة إلى متطلبات الفروع ووحدات التنفيذ.

* **مبدأ التخصص:** وذلك بهدف رفع الكفاءة الاقتصادية للمؤسسات من خلال تخصصها في قطاع واحد دون تشتيت جهودها على مجموعة من المنتجات.

- **إعادة الهيكلة المالية:** وهو عملية تخصيص رأس مال للمؤسسات الوطنية وإعادة تخصيصه والذي يستعمل لتغطية العجز المالي المستمر للمؤسسات الوطنية كما تشمل على تحويل الديون القصيرة الأجل إلى ديون طويلة الأجل، إلى التعديل في هيكلها المالي، وذلك في إطار العمل على تحسين الوضعية المالية للمؤسسات العمومية التي عرفنا عجزا ماليا كبيرا.

وتتلخص أهم أسباب إعادة هيكلة الشركات الوطنية:

- ضخامة حجم الشركات: نتج عنه صعوبة تسييرها، مركزية القرارات، غياب سياسة اجتماعية فعالة وظروف غير ملائمة للعمل بحكم أن عدد كبير من العمال تحت إشراف المديرية العامة.
- تعدد مهام الشركات: مما نتج عنه عدة مشاكل: نقص الفعالية والنجاعة نتيجة عدم الاستفادة من مبدأ التخصص وتقسيم العمل، نقص معدلات الإنتاجية لعوامل الإنتاج.
- النتائج المالية السلبية بسبب التخطيط المركزي، كما أن العدد الكبير من الوحدات التابعة للمؤسسة الأم صعب من معرفة الوحدات الربحية أو الخاسرة.
- ضخامة الاستثمارات وطول إنجازها.
- العمالة الزائدة نتيجة للسياسة الاجتماعية المطبقة.

تعتبر السياسة التي طبقت بها إعادة الهيكلة مغامرة جريت في فترة قصيرة حيث أدت العملية إلى تقسيم الشركات الوطنية من 150 مؤسسة سنة 1980 إلى 450 مؤسسة سنة 1982، وهو عدد مبالغ فيه، كما أن عملية إعادة الهيكلة كانت تهدف للقضاء على التخطيط المركزي لكنها في الحقيقة بقيت تتلقى مخططات الإنتاج من المركز، ونشأت مشاكل بين المؤسسة وفروعها وصعوبة المراقبة الذي أدى إلى ظاهرة الاختلاس.¹

ثانيا: استقلالية المؤسسات العمومية: بعد فشل الإصلاحات المطبقة في الثمانينات نتيجة لعدة أسباب لجأت السلطات إلى إصلاحات أخرى تتمثل في إعطاء المؤسسات الاستقلالية وتمهيد لعملية الخصخصة، وتجسدت فكرة استقلالية المؤسسات العمومية من خلال مجموعة من النصوص القانونية:²

- القانون رقم 01-88 الصادر في 12 جانفي 1988 يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية.

- القانون رقم 02-88 الصادر في 12 جانفي 1988 المتعلق بالتخطيط.

- القانون رقم 03-88 الصادر في 12 جانفي 1988 المتعلق بصناديق المساهمة.

- القانون رقم 04-88 الصادر في 12 جانفي 1988 المتعلق بتعديل القانون التجاري ويحدد القواعد الخاصة المطبقة على المؤسسات العمومية الاقتصادية.

¹ الطيب داودي، ماني عبد الحق، تقييم إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية العمومية، مجلة المفكر، العدد الثالث، جامعة بسكرة، ص 135.

² Bouyacoub Ahmed, **la difficile adaptation de l'entreprise aux mécanismes de marché**, les cahiers de CREAD, № 45, 1998, p 36.

ظهر هذا التوجه في تحسين اللامركزية في تسيير المؤسسات الاقتصادية العمومية وفصل الملكية عن التسيير أساسا لضعف النتائج المنتظرة من إعادة الهيكلة أي أن السلطات تراجعت عن الاعتقاد السائد في تلك المرحلة والذي يفهم منه أن المؤسسات الجزائرية كبيرة الحجم ومن ثم إشكالية ضعف التسيير سوف تجد لها حلا من خلال تجزئة المؤسسات الكبيرة إلى وحدات صغيرة، واستقلالية المؤسسات العمومية هي منح المؤسسات مزيدا من حرية المبادرة في إطار العمل على تجسيد الفعلي للامركزية في اتخاذ القرار من خلال إعادة صياغة القانون الأساسي للمؤسسة الذي يجعلها تأخذ فريدة المبادرة، من أجل استغلال طاقاتها الذاتية كما تتيح الاستقلالية إمكانية التعاقد بحرية وفقا للقانون التجاري، لاسيما أن المؤسسة أخذت شكلا قانونيا (شركات أسهم وشركات ذات مسؤولية محدودة) وبالتالي هي شخص معنوي مستقل مسؤولة تخضع لمبدأ الربحية، ويتلخص مضمون استقلالية مؤسسات القطاع العام في:

- **فصل الملكية عن الإدارة:** تنفرد الدولة بملكية المؤسسات العمومية الاقتصادية لكي تضمن تعاونها في بناء الاقتصاد ولا يجوز إلا للأشخاص المعنوية من القانون العام أو المؤسسات العمومية الاقتصادية ممارسة هذا الحق¹، يتجسد فصل الملكية عن الإدارة من خلال إصدار المؤسسات العمومية الاقتصادية للقيم لصالح الدولة، التي تقوم بتحويلها إلى صناديق المساهمة التي تتولى تسيير محفظة الأسهم المصدرة من طرف المؤسسات العمومية مقابل دفع قيمة رأس المال². أما فصل الإدارة فيتجسد من خلال تأكيد القانون صراحة على أن المؤسسة تلتزم وتتعاقد بكل حرية عن الدولة، ورغبة من المشرع في ربط الاستقلالية بمسؤولية نتائج القرار، أكد على أن الدولة غير ملزمة أمام الأطراف التي تعاقدت مع المؤسسة.

- **تسيير وتنظيم المؤسسة:** يتولى إدارة المؤسسة العمومية الاقتصادية المنظمة في شكل شركة مساهمة مجلس إدارة يتكون من سبعة إلى إثني عشر عضو، من بينهم عضوان يمثلان العمال، ويتولى المجلس متابعة ومقارنة النتائج، وتحديد إستراتيجية العمل، مع مراعاة المهام الأساسية للمؤسسة³.

الفرع الثالث: فترة ما بعد 1990

لم تأتي كل البرامج السابقة لإصلاح المؤسسة الاقتصادية العمومية بالنتائج المطلوبة منها نظرا لأن المؤسسة الاقتصادية العمومية على طيلة فترة الاقتصاد المخطط كان يتم التخطيط لأنشطتها مركزيا، فإن مسيرتها اكتسبت ذهنية عدم الاهتمام بمردوديتها، وذلك نتيجة لعدة اعتبارات، كغياب المنافسة والمخاطر، وعدم ربط الترقية بالمؤهلات المهنية بل بالانتماء السياسي، والتعود على التنفيذ لا الابتكار والمبادرة الفردية، وبمنح الاستقلالية لإدارة المؤسسة في اتخاذ القرار وبالتالي ظهور قيود تحمل نتائج تلك القرارات، ولم تمض سنتين عن قانون استقلالية المؤسسات الاقتصادية حتى أعلنت الجزائر على ضرورة التخلي على النهج الاشتراكي والتوجه نحو اقتصاد السوق وخصوصة المؤسسات العمومية.

1 المادة 06 من القانون 88-01 الصادر في 12 جانفي 1988 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات الاقتصادية، الجريدة الرسمية، العدد 02.

2 المادة 11 من القانون 88-01.

3 المادة 07 من القانون 88-01.

أولاً: مرحلة خصوصية المؤسسات العمومية: اعتبرت الخصوصية من بين أهم إجراءات التعديل الهيكلي للاقتصاد سعياً من الدولة لتخفيف أعباء تسيير ومراقبة المؤسسات الاقتصادية، وكانت أولى بؤادر تجسيد الخصوصية من خلال قانون الاستثمار 93-12 وذلك من خلال السماح بنشوء القطاع الخاص وتوحيد المعاملة بين القطاع العام والخاص من خلال الامتيازات الممنوحة لترقية الاستثمار¹، وجاء التجسيد الفعلي للخصوصية من خلال القانون 95-22 الصادر 26 أوت 1995 الذي أدى على وضع الخطوات العملية لهذه الاستراتيجية الجديدة، مع تحديد شروط إلزامية للخصوصية تتمثل في:

- على المالك الجديد للمؤسسة الالتزام بمواصلة النشاط لمدة 05 سنوات على الأقل انطلاقاً من تاريخ خصوصيتها.²

- أن تقيم أصول المؤسسة وفقاً لقيمتها الحقيقية السوقية لكي يتسنى للمستثمرين معرفة قيمتها الحقيقية.³

- إمكانية مساهمة العمال في رأس مال المؤسسات شرط أن لا تتجاوز نسبة مساهمتهم 10% من رأس مال المؤسسة، مع منحهم تخفيضات في سعر الأسهم ب 20%.⁴

- مراعاة الكفاءة الاقتصادية حيث لا يتم خصوصية المؤسسة إلا إذا كان الهدف منها تحديثها.⁵

- إتمام البيع والتحويل وفقاً للشروط المحددة قانوناً ويتم ذلك باللجوء إلى السوق المالي أو عن طريق عقود البيع بالتراضي.

ولقد قامت عملية الخصوصية على مجموعة من المبادئ التي حددها الأمر 95-22:

- مبدأ الشفافية: يتم الإعلان والإشهار عن المؤسسات موضوع الخصوصية من أجل ضمان توسيع مشاركة الجمهور والمعنيين بعملية الاكتتاب في رأس مالها.

- مبدأ التدرج: تحدد قائمة المؤسسات العمومية المعنية بالخصوصية من طرف السلطات المختصة، حتى تقدم بشكل موضوعي وتسلسلي حسب وضعية كل مؤسسة وأهميتها وفق برنامج محدد مسبقاً.

- مبدأ التقييم: يتم تقييم أصول المؤسسة حسب المناهج المتفق عليها دولياً، مع الأخذ بعين الاعتبار القيمة التجارية للأصل.

- مبدأ عدم التمييز: عدم التفرقة بين الفئات الاجتماعية وبين المتقدمين لحيازة المؤسسات المعروضة وقد تم تأسيس لجنة مراقبة عملية الخصوصية لهذا الغرض.

والجدول التالي يوضح المؤسسات القابلة للخصوصية:

¹ المادة 38 من المرسوم 93-12 الصادر في 05 أكتوبر 1993 المتعلق بترقية الاستثمار، الجريدة الرسمية، العدد 64.

² المادة 04 من الأمر 95-22 الصادر في 26 أوت 1995 المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية.

³ المادة 06 من الأمر 95-22.

⁴ المادة 37 من الأمر 95-22.

⁵ المادة 04 من الأمر 95-22.

الجدول (22): القطاعات القابلة للخصوصة

قطاعات قابلة للخصوصة	قطاعات غير قابلة للخصوصة
<ul style="list-style-type: none"> - المحروقات. - البنوك. - المناجم. - التعدين - الاتصالات. 	<ul style="list-style-type: none"> - الدراسة ومتابعة الإنجاز - الفندقية السياحية. - التجارة والتوزيع. - الصناعات التحويلية في مجال الكهرباء الإلكترونية، الخشب ومشتقاته، الورق، الميكانيك الجلود، البلاستيك. - النقل البري للمسافرين. - التأمين. - الخدمات الخاصة بالموانئ والمطارات. - الصناعات الصغيرة والمتوسطة.

المصدر: الأمر 95-22 المتعلق بخصوصة المؤسسات العمومية

وقد حدد معيارين أساسيين يتم تحديد وضعيه المؤسسات:

- معيار الأهمية: يقاس بحجم العمالة، والاستثمارات وقيمة النتائج.

- معيار القابلية للبقاء: على أساس ما تحققه المؤسسة من أرباح فعلية.

وعلى أساس هذين المعيارين تم تقسيم المؤسسات العمومية إلى 04 مجموعات:

الجدول (23): تقسيم المؤسسات العمومية

طبيعة المؤسسة	الإجراء المتبع
مؤسسات استراتيجية وقابلة للبقاء	تبقى في يد الدولة
مؤسسات استراتيجية وغير قابلة للبقاء	تبقى في يد الدولة مع محاولة إصلاحها
مؤسسات غير استراتيجية وقابلة للبقاء	تخضع للخصوصة
مؤسسات غير استراتيجية وغير قابلة للبقاء	تخضع للتصفية

المصدر: الطيب داودي، ماني عبد الحق، مرجع سابق، ص 147.

ويقصد بمصطلح استراتيجية المؤسسات التي تعتبر أساسا للأمن الوطني والتزويد بالأموال الوطنية والخدمات

الرئيسية المطلوبة من الجمهور الواسع والتي لا تستجيب لمعايير هذا التعريف لا تعتبر مؤسسات استراتيجية.

تم وضع أول برنامج للخصوصة سنة 1996 بالتعاون مع البنك العالمي، بعد تجميع المؤسسات

العمومية الاقتصادية في 11 شركة قابضة قطاعية بعد حل صناديق المساهمة و5 شركات قابضة جهوية في

سنة 1997 تجمع المؤسسات المحلية، ويتولى المجلس الوطني لمساهمات الدولة توجيه تلك الشركات وتسيير

مساهمات الدولة، ومع نهاية سنة 1996 تمت تصفية 826 مؤسسة، منها 464 بيعت لصالح العمال، أما

الشركات الكبرى التي يزيد عددها عن 400 شركة، فقد تم الإبقاء عليها بعد إعادة هيكلتها ماليا، وفي نهاية

سنة 1997، تم تصفية 76 شركة منها وكانت معظمها من قطاع البناء والانجاز، أما برنامج الخصوصية لسنة

1997 فقد تضمن 250 شركة كبرى تساهم بنسبة 30% من إجمالي اليد العاملة في القطاع العام وتواصلت عملية خوصصة المؤسسة العمومية بوتيرة ضعيفة بعد سنة 1998 ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى الوضعية الصعبة لتلك المؤسسات وخاصة التقادم التقني لمعداتهما فمن بين 1112 مؤسسة قابلة للخوصصة في سنة 2003 أكدت وزارة الصناعة وترقية الاستثمار، أن 731 مؤسسة منها في وضعية صعبة، كما يمكن إرجاع أسباب ضعف العملية إلى صعوبة تقييم المؤسسة بغرض الخوصصة، وتدخّل بعض الأطراف لحماية مصالح العمال حتى وإن كانت معدات المؤسسة لا تمكنها من ذلك أما برنامج الخوصصة لسنة 2005، فقد تضمن قائمة بـ 942 مؤسسة تضم 1280 وحدة إلا أن العملية أيضا لم تتحقّق لكونها مست بالدرجة الأولى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية.¹

ثانيا: مرحلة تأهيل المؤسسات

في ظل استمرار ضعف المؤسسة الوطنية الجزائرية سواء العمومية أو الخاصة، ومع توقيع اتفاق الشراكة مع الاتحاد الأوربي وتوجه الجزائر للانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، كان لابد من اتخاذ إجراءات لتأهيل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، ولهذا تم وضع برنامج لتأهيل المؤسسة الجزائرية يهدف إلى تحسين وترقية فعالية أدائها والوصول إلى تعزيز تنافسيتها كما يهدف التأهيل إلى تحديث المحيط الصناعي والتقني للمؤسسة الاقتصادية حيث اعتمدت الجزائر على عدة برامج لتأهيل المؤسسة الجزائرية:

1- البرنامج الوطني للتأهيل الصناعي: تم وضع هذا البرنامج من وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة وكلفت العديد من الهيآت بتنفيذه:

- **المديرية العامة لإعادة الهيكلة الصناعية:** هي الهيئة المكلفة بتسيير برنامج التأهيل تقوم بتحديد الإجراءات المالية والتقنية والشروط المالية والتنظيمية لبرنامج التأهيل والتنسيق بين الأدوات التشريعية والمالية لصندوق ترقية التنافسية الصناعية كما تتولى تكوين الأفراد المشرفين على عملية التأهيل.

- **اللجنة الوطنية للتنافسية الصناعية:** تتكون من ممثلين للوزارات ذات العلاقة بالتأهيل تتولى وضع الشروط المتعلقة باستفادة المؤسسات من عملية التأهيل ودراسة الملفات وتحديد المبالغ المخصصة لكل مؤسسة كما تقترح إجراءات تحسين التنافسية الصناعية للمؤسسات.

- **صندوق ترقية التنافسية الصناعية:** تم إنشائه بموجب قانون المالية لسنة 2000، يتمثل نشاطه في تقديم الدعم المالي للمؤسسات وهيآت الدعم المرافقة، بهدف تمويل عمليات تشخيص وضعية المؤسسات وكذا حيازة الاستثمارات التي تدخّل في إطار برنامج التمويل.

2- برنامج MEDA: هو برنامج ثنائي بين الجزائر والاتحاد الأوروبي لدعم المؤسسات الخاصة لمدة 03 سنوات والتي لا يزيد عدد عمالها عن 250 عامل ولا يقل عن 10 عمال، مع اشتراط أن يكون نشاطها محصورا في: المواد الصيدلانية، المواد الغذائية، مواد البناء، كما اشترط في المستفيد أن يكون جزائري الجنسية ويملك

¹ العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة قسنطينة، السنة الجامعية، 2011، ص 105.

60% من رأس مال المؤسسة، وهو برنامج يهدف في الأساس إلى ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومحيطها.

3- برنامج GTZ: يهدف هذا البرنامج إلى تعزيز تنافسية المؤسسات المصغرة المنشأة في إطار هيآت دعم وإنشاء المؤسسات المصغرة والمؤسسات المتوسطة في القطاعات التالية: الحديد والصلب، الصناعات الكيماوية، الصناعات الغذائية، صناعة مواد البناء ويهدف بصفة عامة إلى تعزيز روح المقاولاتية من خلال تكوين مستشارين في تسيير المؤسسة الصغيرة والمتوسطة.

3- برامج أخرى لتأهيل المؤسسة: هناك عدة إجراءات تم اعتمادها لتأهيل محيط المؤسسة الجزائرية بصفة خاصة من أهمها:¹

- عقود النجاعة، إن عقود النجاعة هي عبارة عن عقود توقعها المؤسسات العمومية مع السلطات الوصية والبنوك بعد تحقيق الشروط الناتجة سياسات الإصلاح الداخلي كالاتزام بتسوية التزاماتها تجاه البنوك وتطبيق مختلف البنود المدرجة في عقود النجاعة، وتهدف تلك العقود إلى تركيز اهتمامات المؤسسة في الأنشطة التي أنشئت من أجلها ومن ثم فإن تلك العقود تهدف إلى تحسين أداء المؤسسة وتخفيض تكاليف الإنتاج عن طريق ترشيد طاقتها الإنتاجية وعصرنة معدات الإنتاج.

- إنشاء هيئات الدعم والمرافقة للمؤسسات الاقتصادية.

- الإصلاح الجبائي ومنح التحفيزات والإعفاءات الضريبية للمؤسسات خاصة خلال الخمسة سنوات الأولى من الإنشاء.

- ترقية المناولة حيث تم إنشاء البورصة الجزائرية للمناولة و الشراكة في سنة 1991 والتي من بين مهامها إحصاء الطاقة الحقيقية للمؤسسات الجزائرية للمناولة و تشجيع الاستعمال الأمثل للقدرات الإنتاجية التي تمتاز بها الصناعات الموجودة إلى جانب مساعدة المؤسسات عن طريق تقديم النصائح و المعلومات اللازمة، مع تنظيم و تنشيط اللقاءات و المؤتمرات حول موضوع المناولة، و إصدار القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ركز من جديد على ضرورة الاهتمام بالمناولة باعتبارها أحسن الآليات لتكثيف نسيج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأكثر النشاطات جلبا للاستثمار.

- تدخل السلطات العمومية في تكوين الموارد البشرية للمؤسسات بهدف تشجيع المبادرات الفردية والابتكار.

- إصلاح نظام التمويل وتحسين العلاقة بين المؤسسات الاقتصادية ومؤسسات التمويل عن طريق وضع العديد من الإجراءات ومؤسسات ضمان القروض.

الفرع الرابع: تقييم برامج الإصلاح وإعادة تأهيل المؤسسة الاقتصادية

سنحاول معرفة نتائج عمليات الإصلاح وإعادة تأهيل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من خلال عدة مؤشرات اقتصادية كما يلي:

أولا: حجم المؤسسات في الجزائر: تشير الإحصائيات حسب تقرير المركز الوطني للإحصاء ONS أن عدد الوحدات الاقتصادية في الجزائر يقدر بحوالي: 940 ألف وحدة اقتصادية، منها حوالي 95% أشخاص طبيعيون

1 العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مرجع سابق ص 111.

و 05% فقط أشخاص معنويون أي الشركات، وأن حوالي 55% من الوحدات الاقتصادية هي وحدات تجارية بينما لا يمثل النشاط الصناعي سوى 10% وهو ما يعني التوجه نحو النشاط التجاري على حساب النشاط الإنتاجي المنتج للثروة، في حين أن 04% من الوحدات الاقتصادية استفادت من إعفاءات جبائية، كما أن 66% من المؤسسات ترى بأن الضريبة تشكل عائقا للمؤسسة وخاصة المؤسسات الخاصة، حيث وفي هذا الصدد بينت الإحصائيات التي قام بها الديوان الوطني للإحصاء في الإحصاء الاقتصادي الأول بأن أهم معوقات الاستثمار في الجزائر:

- طول مدة الإنشاء.

- ثقل وتعقد الملف الإداري.

- عدم توفر وسائل التمويل الكافية.

- غياب ونقص الهياكل القاعدية.¹

كما اعتمدت السلطات مجموعة من التحفيزات لتشجيع إنشاء المؤسسات ومن أهمها سياسة تحفيز جبائي من خلال توجيهين:

- التخفيض في معدل الضريبة على أرباح الشركات حيث انتقلت من 42% سنة 1992 إلى 23% سنة 2015، حيث كانت قبل 2015 تطبق معدلين: 19% بالنسبة للنشاط الإنتاجي و25% بالنسبة للنشاط التجاري، ليصبح حسب قانون المالية التكميلي لسنة 2015: 19% بالنسبة للنشاط الإنتاجي، 23% بالنسبة لنشاط البناء والأشغال العمومية والري والأنشطة السياحية، 26% لبقية أنواع الأنشطة.

- منح عدة امتيازات جبائية تحت شروط معينة تصب كلها في إطار دعم الاستثمار المنتج، تطوير بعض المناطق (الجنوب والهضاب) وكذلك الحفاظ على مناصب الشغل.

ويمكن توضيح تطور الاستثمارات في الجزائر كما يلي:

¹ Office national des statistiques, le premier recensement économique, 2012, P 10.

الجدول (24): تطور المشاريع الاستثمارية في الجزائر

السنة	عدد المشاريع	مبالغ المشاريع (مليون دج)	عدد مناصب الشغل
2002	443	67 839	24 092
2003	1 369	235 944	20 533
2004	767	200 706	16 446
2005	777	115 639	17 581
2006	1 990	319 513	30 463
2007	4 092	351 165	51 345
2008	6 375	670 528	51 812
2009	7 013	229 017	30 425
2010	3 670	122 521	23 462
2011	3 628	156 729	24 806
2012	1 880	77 240	8 150
المجموع	32 004	2 546 840	299 115

المصدر: الوكالة الوطنية لدعم وترقية الاستثمار ANDI

إن التحفيزات الجبائية هدفها الأساسي هو إنشاء مؤسسات جديدة والعمل على توسيع وتأهيل المؤسسات القائمة، حيث ومن قراءة الجدول السابق فإن حجم الاستثمارات المحققة يبقى ضعيف، وتبقى الجزائر من بين الدول الأقل استقطابا للاستثمار الاجنبي.

ثانيا: مساهمة المؤسسات في الناتج الداخلي الخام (PIB): من أهم أهداف سياسات الدعم هو تأهيل المؤسسات، وجعلها أكثر مردودية وبالتالي المساهمة في الناتج الداخلي الخام ويمكن توضيح تطور الناتج الداخلي الخام في الجزائر كما يلي:

الجدول (25): توزيع الناتج الداخلي الخام

الوحدة: مليار دج

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PIB	6150	7563	8520	9306	10993	9968	11991	14526	16115	16559
قطاع المحروقات	2319	3352	3382	4089	5000	3109	4180	5243	5536	4968
القطاعات الأخرى	3384	3716	4146	4686	5397	6143	7063	8429	9501	10365
مساهمة قطاع المحروقات	%37.7	%44.3	%45.6	%43.9	%45.5	%31.2	%34.9	%36.1	%34.4	%30
القطاعات الأخرى	%62.3	%55.7	%54.4	%56.1	%54.5	%68.8	%65.1	%63.9	%65.5	%70

المصدر: تقارير بنك الجزائر للفترة 2004-2013

من خلال الجدول السابق فإن الناتج الداخلي الخام خارج المحروقات في تطور مستمر حيث هناك زيادة مهمة من سنة لأخرى، ويساهم بنسب تتراوح بين 30% و45% في الناتج الداخلي الخام، إلا أن قطاع

المحروقات يبقى لوحده يشكل نسب مهمة في تكوين الناتج الداخلي الخام، إلا أنه على العموم هناك تطور مهم في الناتج الداخلي الخام عبر سنوات الدراسة.

ثالثا: مساهمة المؤسسات في تمويل الخزينة العمومية: إن تمويل الخزينة العمومية يأتي أساسا من خلال الجباية المفروضة على المكلفين، وتقسّم الجباية في الجزائر إلى: جباية بترولية، جباية عادية، جباية محلية، ويمكن توضيح تطور الإيرادات الجبائية في الجزائر كما يلي:

الجدول (26): موارد الخزينة العمومية

الوحدة: مليار دج

السنوات										
2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	
3678	4184	3979	2905	2412	4088	2796	2799	2352	1570	المداخل
%61	%66	%69	%66	%66	%80	%76	%77	%76	%70	النسبة
2262	2155	1810	1487	1236	1022	883	840	724	652	المداخل
%39	%34	%31	%34	%34	%20	%24	%23	%24	%30	النسبة
244	246	283	189	116	126	116	119	83	72	إيرادات غير جبائية
5940	6339	5790	4392	3676	5111	3687	3639	3082	2229	مجموع إيرادات الخزينة

المصدر: تقارير بنك الجزائر للفترة 2004-2013.

تبقى الجباية البترولية تشكل المصدر الأول والأساسي لتمويل الخزينة العمومية حيث تتراوح نسبة مساهمتها في موارد الخزينة العمومية بين حوالي 60 و80% من الإيرادات الإجمالية، في تبقى مصادر تمويل الخزينة من الأنواع الأخرى منخفضة وهو ما يوضح الارتباط الكبير لموارد الخزينة بالجباية البترولية، مع ملاحظة تطور مداخيل الجباية العادية من سنة لأخرى، وهو تطور مهم يعكس زيادة عدد المكلفين من جهة ومن جهة أخرى زيادة المداخيل خارج الجباية البترولية.

رابعا: المساهمة في التجارة الخارجية: من بين أهم أهداف سياسة دعم المؤسسات في الجزائر سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة هو تطوير الصادرات وتنويعها خارج قطاع المحروقات وبالتالي التقليل من التبعية لقطاع المحروقات، باعتبار أنه ومنذ الاستقلال فإن المحروقات تشكل المصدر الأساسي لجلب العملة الصعبة، وذلك بسبب زوال هذه الثروة عاجلا أم آجلا من جهة، ومن جهة أخرى التقلبات المستمرة لأسعار المحروقات في الأسواق الدولية ما سبب العديد من الأزمات الاقتصادية في الجزائر، ويمكن توضيح صادرات الجزائر في الجدول التالي:

الجدول (27): صادرات الجزائر للفترة 2004-2013

الوحدة: مليون دولار

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
صادرات المحروقات	32208	43937	53456	58831	77361	44128	55527	71427	69804	63752
النسبة (%)	97.9	97.5	97.8	97.8	97.5	97.6	97.3	97.2	97.1	98.1
صادرات خارج المحروقات	667	1099	1158	1332	1937	1066	1526	2062	2062	20165
النسبة (%)	2.1	2.5	2.2	2.2	2.5	2.4	2.7	2.8	2.9	1.9
إجمالي الصادرات	32217	45036	54613	60163	79298	45194	57053	73489	71866	64974

المصدر: مركز الإعلام الآلي لإحصائيات الجمارك 2004 - 2013.

تبقى نسبة مساهمة القطاعات خارج المحروقات هامشية إن لم نقل معدومة في الصادرات الإجمالية نحو الخارج، حيث لم تتعدى هذه النسبة في أحسن الأحوال: 4.5 %، وهو ما يعكس الارتباط التام والكلي لاقتصاد الجزائر بقطاع المحروقات، حيث ورغم مختلف سياسات الدعم المطبقة ورغم المبالغ المالية الهائلة التي تم صرفها لتأهيل المؤسسة الجزائرية إلا أن كل هذه السياسات لم تأتي بنتيجة تذكر، حيث هناك غياب شبه كلي لمساهمة القطاعات الأخرى في تمويل الاقتصاد الوطني، بمعنى أن صادرات المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بكافة أنواعها تعدو أن تكون منعدمة، فبالكاد هي قادرة على تمويل السوق المحلية ومواجهة المنافسة المفروضة عليها من المؤسسات الأجنبية في عقر دارها.

خامسا: المساهمة في التنافسية: من أهم مؤشرات قياس التنافسية العالمية نجد مؤشر: مؤشر المنتدى الاقتصادي العالمي (World Economic Forum)، والذي يعتمد على 03 مؤشرات أساسية لقياس تنافسية الدول والمتمثلة في:

- مؤشر المتطلبات الأساسية (الهيآت، الهياكل القاعدية، محيط الاقتصاد الكلي، الصحة والتعليم الأساسي).
- مؤشر كفاءة الأسواق (التعليم العالي والتكوين، كفاءة أسواق السلع، تطور الأسواق المالية، حجم الأسواق).
- مؤشر التطوير وتعقد العوامل (تعقد الأعمال، التطوير التكنولوجي).

ويمكن توضيح ترتيب الجزائر من حيث التنافسية كما يلي:

الجدول (28): ترتيب الجزائر من حيث التنافسية العالمية

السنوات	2013 - 2012	2014 - 2013	2015 - 2014
الترتيب العالمي	110	100	79

المصدر: تقارير المنتدى الاقتصادي العالمي للفترة 2012 - 2015.

ويكشف التقرير الذي يعد أبرز مؤشرات قياس التنافسية الاقتصادية في العالم أن ترتيب الاقتصاد الجزائري تحسن بفضل الوضعية الاقتصادية الكلية المتينة لينتقل إلى المرتبة الـ 79 مقابل المرتبة 100 في تقرير السنة الماضية (2013-2014) و110 في تقرير 2012-2013، واستند هذا الترتيب إلى عدة مؤشرات من بينها المحيط الاقتصادي الكلي والذي احتلت الجزائر فيه المرتبة 11 من بين 144 بلدا شملها المسح، كما

احتلت الجزائر المرتبة 47 عالميا من حيث حجم السوق، غير أن التقرير شدد على ضرورة العناية بالقطاع المالي الذي سجل نتائج متدنية حيث جاءت الجزائر في المرتبة الـ133 من حيث وفرة الخدمات المالية والـ133 من حيث متانة البنوك والـ72 من حيث سهولة الحصول على القروض، كما أوصى التقرير بمراجعة الإطار المؤسسي للاقتصاد الجزائري وزيادة الاهتمام بفعالية أسواق العمل والسلع والأسواق المالية، وفي هذا السياق صنف التقرير الجزائر في المرتبة 136 في مجال فعالية سوق السلع بالنظر لعدة عوامل منها ضعف كثافة المنافسة المحلية (المرتبة 136) وتعدد الإجراءات لإطلاق مشاريع (المرتبة 139).

ففي الوقت الذي يتعزز فيه انفتاح الاقتصاد الوطني أكثر فأكثر مع انضمام الجزائر القريب إلى المنظمة العالمية للتجارة وكذا التطبيق التدريجي لبنود اتفاق الشراكة مع الاتحاد الأوروبي، تشهد المؤسسة الجزائرية ضعفا كبيرا في أداءها انعكس سلبا على تنافسيتها، وتسبب أيضا في خسارة لم تقتصر فقط على حصتها المحتملة من السوق الدولية، بل وتعدتها إلى خسارة حصتها من السوق المحلية التي نجحت المنتجات الصينية والتركية في السيطرة عليها، فأثقل هذا الضعف في التنافسية كاهل المؤسسة الجزائرية وزاد من أعبائها، خصوصا وأنها نتسم بتنظيم سيئ للعمل وتجهيزات إنتاجية تجاوزها الزمن، وغياب واضح للاستراتيجيات تسويق، كما تجب الإشارة إلى أن محيط المؤسسة ومناخ عملها يعد عاملا معرقلا، ويفسر بشكل أوسع، النتائج الهزيلة المحققة.

المبحث الثاني: تطور سياسات تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية

لقد كانت مشكلة التمويل من بين أهم المشاكل التي واجهت تطور المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، وذلك رغم الجهود المبذولة لتطوير أنظمة التمويل في الجزائر، ولكن رغم ذلك بقيت الخدمات التمويلية المتاحة للمؤسسة الجزائرية ضعيفة، هذا من جهة، ومن جهة أخرى عدم تمكن المؤسسة من التكيف والتطور.

المطلب الأول: سياسة تمويل المؤسسة الجزائرية قبل 1990

إن الفترة قبل سنة 1990 تميزت بانتهاج السلطة للمنهج الاشتراكي القائم على الهدف الاجتماعي بدل الهدف الاقتصادي، مما أدى إلى تهميش دور مؤسسات التمويل وعدم استقلاليتها عن مركز القرار كما أن التمويل يمنح للمؤسسات دون مراعاة المردودية الاقتصادية.

الفرع الأول: التنظيم العام لسياسات تمويل المؤسسات في الاقتصاد الاشتراكي

قامت السلطات بوضع مجموعة من القواعد المالية والتي يجب على المؤسسات العمومية والبنكية احترامها، وتتمثل تلك القواعد أساسا في:¹

1- تعيين المحل الوحيد: تم إلزام جميع المؤسسات العمومية والهيئات ذات الطابع الصناعي والتجاري على تركيز حساباتها (حساب الاستغلال والاستثمار) لدى بنك تجاري واحد وهو البنك المخصص في تمويل القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة وجميع عملياتها يجب أن تتم من خلاله، وتهدف هذه القاعدة إلى إحكام رقابة المركز على التدفقات النقدية للمؤسسة ومتابعة وضعيتها المالية عن قرب من جهة وإقصاء المنافسة بين البنوك من جهة ثانية، ما يلاحظ من خلال هذه القاعدة أنها تخدم الأهداف التي كان المركز يسعى إلى تحقيقها وهي

¹ العايب ياسين، مرجع سابق، ص ص 113-116.

الحفاظ على الملكية، الإنتاج، التوزيع، التسيير، الرقابة وكذا إقصاء المنافسة، إلا أنها تتضمن على خطر تركيز استخدامات البنك في قطاع واحد.

2- منع الائتمان بين المؤسسات: في إطار تركيز حسابات المؤسسة لدى بنك واحد، فقد أجبرت جميع المؤسسات العمومية على عدم الإقراض والاقتراض فيما بينها، وكان الهدف من هذه القاعدة هو التمكن من تقدير الاحتياجات المالية الفعلية لكل مؤسسة، إلا أن هذه القاعدة أدت إلى توقف الدفع والتسوية ما بين المؤسسات، مما أدى إلى تجاوز مسحوبات المؤسسات لأرصدها الدائنة لدى البنوك.

3- منع التمويل الذاتي: أجبرت جميع المؤسسات من خلال هذه القاعدة على إيداع إرباحها في حساب مجمد لدى الخزينة العمومية، وتحولت تلك المبالغ المودعة والمجمدة في سنة 1971، إلى سندات تجهيز تنتج فائدة سنوية ثابتة قدرها 5%. وكان الهدف من منع التمويل الذاتي يتمثل في إبعاد المؤسسة من الخوض في المشاريع غير المخطط لها من طرف المركز، وتعزيز دور الدولة في جمع الادخار طويل الأجل، إلا أنها أدت إلى تعقيد عملية تسيير المؤسسات بفعل إقصاء الاستقلالية المالية، وهو ما أدى بالسلطات العمومية إلى تدارك الوضع في سنة 1973، عندما سمحت للمؤسسة من استخدام أرباحها في تجديد الاستثمارات، كما عمقت من إمكانية لجوئها لمصادر ذاتية في سنة 1976، عندما سمحت لها أن تستخدمها في تمويل استثمارات التوسع، وفي ما يتعلق بهذه الأخيرة قامت الدولة بمنح تحفيز إضافي في سنة 1978 يتمثل في تخفيض الضريبة على أرباح الشركات إلى 40% في حالة استخدام الأرباح في نفس السنة التي تحققت فيها.

4- تقسيم المهام: تم توزيع المهام المتعلقة بتمويل استثمارات المؤسسات العمومية وتحقيقها بين كتابة الدولة للتخطيط ووزارة المالية، حيث تتكفل كتابة الدولة للتخطيط بالدراسة التقنية والاقتصادية للمشاريع الاستثمارية للمؤسسات في حين تتكفل وزارة المالية بتوفير الموارد المالية اللازمة من خلال إجبار البنوك التجارية على تمويل الاستثمار.

5- قاعدة القرض المسترجع: أسست قاعدة القرض المسترجع نظرا لتخصيص الدولة بمبالغ ضخمة في المخططين الرباعي الأول والثاني، ولإنجاح تلك العملية كان من الضروري عليها، تحسيس المؤسسات العمومية بتحقيق مردودية مقبولة للمشاريع المخططة، حتى تتمكن من استرجاع الأموال المقترضة، تم إقرار تمويل الاستثمارات المخططة من خلال القروض المسترجعة ابتداء من سنة 1971، وهي عبارة عن قروض يتم منحها سواء من طرف المؤسسات المالية المحلية أو الأجنبية، شرط الحصول على الموافقة المسبقة لوزارة المالية في هذه الحالة، كما تم التمييز بين المشاريع الممولة من طرف الدولة وبين المشاريع التي تتكفل المؤسسات بتحقيقها وتمويلها، وتم تأسيس هذه القاعدة بهدف إضفاء منطوق الرشادة في استعمال القروض البنكية المخصصة لتمويل الاستثمارات المخططة، فالإلزام المؤسسة بضرورة الوفاء بديونها تجاه البنوك (البنك الجزائري للتنمية إذا تعلق الأمر بقروض الاستثمار، وإحدى البنوك التجارية بالنسبة لقروض الاستغلال) يمكن السلطات العمومية من الحكم على الوضعية المالية لمختلف المؤسسات

رغم ذلك فقد تراكمت الديون على المؤسسات العمومية اتجاه البنوك، ما أدى إلى إدخال إصلاحات

جديدة سنة 1978، لاسترجاع القروض التي وصل أجل استحقاقها دون أن تسدد وع ذلك فقد بلغ حجم الديون

سنة 1981 125.240 مليون دج، ولم تسدد المؤسسات سوى 378 مليون دج، وهو ما يمثل 03% من الديون اتجاه البنوك المحلية و0.3% من الديون اتجاه البنوك الأجنبية.

مما استدعى تدخل الدولة من جديد، من خلال قيامها بمسح الديون المترتبة على مؤسسات القطاع العام بعد إتمام عمليات إعادة الهيكلة العضوية، ويعتبر هذا الإجراء منطقي، لأن إقرار قاعدة القرض المسترجع دون دراسة إمكانيات المؤسسة وإشراكها في اتخاذ القرار المتعلق بالاستثمار والتمويل في ظل تدهور الوضعية المالية وضعف المردودية، لن يساعد على تحقيق تلك المساعي، فالمؤسسات العمومية كانت تتولى تمويل الاستثمارات المخطط لها على مستوى مركزي دون الأخذ بعين الاعتبار قدرتها على تحقيق ما خطط له، فنتج عن ذلك علاقة خطية بين تطور حجم الاستثمارات المحققة وزيادة الاختلال المالي.

الفرع الثاني: مصادر تمويل المؤسسة العمومية

تم تحدد أسلوب تمويل المؤسسات العمومية من بواسطة المرسوم 70-93 الصادر في 31 ديسمبر 1970 المتضمن قانون المالية لسنة 1971، الذي حدد مصادر تمويل المؤسسات العمومية:¹

- المساهمات الخارجية التي تمنحها الخزينة العمومية أو المؤسسات أو البنوك الأولية.
- الاعتمادات طويلة الأجل الممنوحة من موارد الإيرادات الجبائية التي تجمعها الخزينة العمومية على يد المؤسسات المالية المتخصصة.
- القروض المتوسطة وطويلة الأجل القابلة لإعادة للخصم لدى البنك المركزي.

ما يمكن ملاحظته من خلال المرسوم هو استبعاد إمكانية اللجوء إلى التمويل الذاتي والاكتفاء فقط بالمصادر السابقة.

الفرع الثالث: دور القطاع البنكي

توجهت سياسة الدولة بعد وضع المخططات التنموية إلى توجيه النشاط البنكي، أين تم وضع البنك الجزائري للتنمية تحت وصاية وزارة المالية، في المقابل تم توجيه البنوك التجارية لتحقيق الأهداف التنموية المخططة، أين تم تحديد مهام البنوك والشروط الواجب تطبيقها على المؤسسات العمومية.

أولاً: مهام البنوك التجارية: تكفلت البنوك التجارية بالمهمة التقليدية والمتمثلة في التمويل بالإضافة إلى ذلك أسندت لها مهام أخرى تمثلت في الرقابة على المؤسسات والتعاونيات حيث تمحورت العملية حول:

- مراقبة العمليات الجارية عن طريق الحسابات الجارية لدى البنك المتخصص في تمويلها، وسهل العمل قاعدة التوطين الإلزامي (حسابي الاستثمار والاستغلال)، ومن ثم يمكن المركز من معرفة وتقدير الاحتياجات التمويلية على مستوى كل بنك، وعلى مستوى النظام البنكي ككل.
- مراقبة تسيير نتائج المؤسسات ومستوى تقدم المشاريع المخططة، وتتم هذه العملية من خلال التخطيط المالي للتمويل البنكي الممنوح عن طريق التفاوض بين المؤسسة والبنك حول خطتها التنموية.

في المقابل تميزت عمليات الرقابة المطبقة من البنوك على المؤسسات العمومية بنقص الفعالية، وذلك لكثرة التعقيدات الروتينية التي تمر بها عملية منح التمويل البنكي، وغياب الدقة في تقدير الاحتياجات التمويلية

1 المادة 26 من المرسوم 70-93 الصادر في 31 ديسمبر 1970، المتضمن قانون المالية لسنة 1971، الجريدة الرسمية، العدد 109.

للمؤسسات، بسبب عدم ربط منح التمويل البنكي بالمرادودية وتوحيد مختلف الشروط البنكية على مختلف المؤسسات التي تطلب التمويل البنكي.

ثانياً: الشروط البنكية: تم تهميش دور البنوك لتجارية في الاقتصاد المخطط، كون كل القرارات تتخذ في المركز بعيداً عن اهتماماتها واقتصر دورها في التسجيل المحاسبي للتدفقات المتأتية من البنك الجزائري للتنمية والممنوحة للمؤسسات العمومية، فكانت مجبرة على التقيد بالأوامر المتأتية من المركز، مما جعلها كصندوق بسيط يمنح التمويل القصير الأجل دون سلطة المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية واعتماد الشروط التي تضمن لها الربحية، حيث لا يمكن لأي بنك رفض تمويل استغلال المؤسسة مهما كانت وضعيتها، وقد شمل ذلك أيضاً إجبار البنوك على دفع أجور العمال، خدمات الديون الخارجية، والديون الجبائية اتجاه مصالح الضرائب.¹ على أساس اعتبار أن دور البنوك التجارية قد تم تقييده من طرف المركز، فإن الشروط البنكية المتمثلة في أسعار الفائدة الدائنة والمدينة قد تم تحديدها هي الأخرى من طرف المركز، مما أدى إلى إبطال مفعولها في تسيير الطلب على الائتمان، كما أنها لم تعكس الطلب الفعلي وتكلفته الحقيقية.

الفرع الرابع: التمويل البنكي

قام النظام البنكي بدور مهم في تمويل توجهات الاقتصاد الاشتراكي، ومع اعتماد نظام التخطيط تلجأ كل مؤسسة ترغب في الحصول على التمويل البنكي بإيداع طلب المشروع لدى الوزارة الوصية وفي حالة الموافقة على المشروع يحول إلى كتابة الدولة للتخطيط لدراسة المرادودية الاجتماعية والمالية ومدى مساهمته في التنمية الوطنية، لتحضير برنامج للتمويل أما إذا تعلق الأمر بقروض الاستغلال فإن البنوك تدرس الطلب مباشرة بعد أن تقدم لها المؤسسات العمومية مخططاً لاحتياجات التمويل.

وتعدد الخطط المجمعة على مستوى كل بنك الألية التي يتم من خلالها إعداد البرنامج الوطني للتمويل البنكي، ومجموع الطلبات السنوية التي تظهر على مستوى خطط التمويل التقديرية تأتي مفصلة حسب كل باب (استثمار، استغلال)، كما تأتي مفصلة إلى أربع ثلاثيات مع تقسيم اعتمادات الثلاثي إلى اعتمادات شهرية، وتم اعتماد مخططات التمويل التقديرية في ماي 1971 ويحق للبنوك أن تعدل التقديرات التي تظهر في المخطط، إلا أن هذه الطريقة في التخطيط أظهرت ضعفاً كبيراً لأنها أوجدت فروقاً كبيرة بين المخطط التقديري والفعلي في منح التمويل البنكي وذلك بسبب إلغاء القيود المفروضة على الخزينة العمومية التي أصبحت تلجأ إلى البنك المركزي وتطلب منه تسبيقات كلما دعت الضرورة إلى ذلك، وتتمثل تلك الضرورة في الوفاء باحتياجات المؤسسات العمومية حتى وإن زادت على المبالغ المثبتة في المخطط التقديري سواء بالنسبة للاستغلال أو الاستثمار.²

وتمثلت القرض الممنوحة للمؤسسات العمومية في:

- قروض الاستثمار: وهي القروض المتوسطة والطويلة الأجل، القابلة لإعادة الخصم لدى البنك المركزي وهي قروض مضمونة بحسن نية الدولة، وقد لوحظ أن المؤسسات العمومية غير قادرة على الوفاء بهذا النوع من

¹ Benmansour M, *Perspective pour la réforme du système bancaire en Algérie*, OPU, 1994, P 92.

² العايب ياسين، مرجع سابق، ص 123.

القروض وذلك بسبب عدم كفاية المدة فتم إلغاء المدة المتوسطة وبقيت فقط المدة الطويلة حيث كانت تمثل 45% من القروض الإجمالية الممنوحة للاقتصاد في فترة السبعينات، لتتخفف بعد هذا الإجراء إلى 26.5% سنة 1980، وهو ما يعكس التوجه نحو السياسة التصنيعية.¹

- قروض الاستغلال: تمثلت أساسا في عمليات السحب على المكشوف والتي تعتبر الجزء الأكبر من القروض القصيرة الأجل التي نتحصل عليها المؤسسات العمومية وشكل هذا النوع من القروض عدة مشاكل: إضعاف الوساطة البنكية، اكتساب ذهنية لدى المؤسسات العمومية بأن السحب على المكشوف رأس مال عامل لديها، سهولة الحصول عليه من خلال قيام الخزينة بتقديم الضمانات للبنوك، والجدول التالي يوضح تطور القروض الممنوحة للاقتصاد في الفترة 1964-1990:

الجدول (29): القروض الممنوحة للاقتصاد للفترة 1964-1990

الوحدة: مليون دج

السنوات	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
قروض للاقتصاد	2 454	3 119	2 901	3 467	5 090	7 429	6 925	8 429	13 611
البنك المركزي	582	1 246	989	704	593	524	336	342	351
البنوك التجارية	1 872	1 873	1 912	2 763	4 497	6 905	6 589	8 087	13 260
السنة	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
قروض للاقتصاد	18469	21850	29009	37253	40108	51664	59990	68530	88539
البنك المركزي	338	335	335	335	335	335	335	335	335
البنوك التجارية	18131	21515	28674	36918	39773	51329	53655	68195	88204
السنة	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
قروض للاقتصاد	112817	132968	156031	174614	176922	180608	191993	209387	246979
البنك المركزي	335	335	335	83	83	83	83	83	0
البنوك التجارية	112482	132633	155696	174531	176893	180525	191910	209304	246979

Source : Bulletin statistique de la banque d'Algérie, 2011.

¹ Rahiel H, **Le financement par le système bancaire, in monnaie crédit et financement en Algérie**, document du CREAD, Avril 1987, P 261.

يظهر من خلال الجدول أن البنك المركزي تحول خلال السنوات الأولى للاستقلال إلى بنك تجاري من خلال تقديمه مباشرة لقروض للاقتصاد وذلك لمواجهة إشكالية تعارض الأهداف بين السلطات العمومية والنظام البنكي الموطن من طرف فرنسا في الجزائر، الذي كان يهدف إلى تحقيق الربحية بغض النظر عن معاناة الشعب الجزائري فكانت مساهمته قبل 1968 أكثر من 11%، لتتخفف مساهمته بعد انطلاق عمليات التأميم خاصة بعد إنشاء البنك الوطني الجزائري الذي ساهم في تخفيض العبء على القطاع الفلاحي.

شهدت نسبة مساهمة البنك المركزي في التمويل المباشر للاقتصاد تناقصا بمعدل متزايد وذلك بسبب تثبيت تدخله في التمويل المباشر بمبلغ 335 مليون دج في سنة 1974، ثم بمبلغ 83 مليون دج في سنة 1985، إلى أن استعاد دوره كبنك يمثل السلطة النقدية بموجب قانون النقد والقرض في سنة 1990.¹

المطلب الثاني: تمويل المؤسسة بعد سنة 1990

بداية من سنة 1990 توقفت الخزينة عن تمويل استثمارات المؤسسات العمومية، ولم تعد تتدخل إلا في تمويل التجهيزات العمومية، ولقد تم تكريس ذلك بواسطة قانون النقد والقرض الصادر بتاريخ 14 أبريل 1990، الذي كرس مبدأ منح التمويل وفقا لمبدأ الربحية والمردودية، وعلى هذا الأساس ارتكزت سياسة التمويل على تدخل الدولة بهدف ضمان تكيف المؤسسة مع المحيط الذي أصبح يتميز بالانفتاح واشتداد المنافسة خاصة في ظل التحول نحو اقتصاد السوق وإلغاء الإجراءات الحمائية.

الفرع الأول: إصلاح النظام البنكي وتحسين العلاقة بين البنك والمؤسسة

لقد ساهم إصلاح النظام البنكي في إبعاد قواعد التسيير السابقة المرتكزة على تدخل المركز في تحديد الشروط الخاصة بمنح التمويل البنكي، ويعد قانون النقد والقرض الأساس الذي تم عليه تكريس مبدأ الربحية وقواعد السوق، خاصة بعد صل الملكية عن الإدارة في المؤسسات العمومية، وبذلك عمل قانون النقد والقرض على تحسين علاقة التمويل بين البنوك والمؤسسات العمومية، فقد ركز القانون أساسا على:

أولا: تأسيس سلطة وحيدة مستقلة: تتمثل هذه السلطة في مجلس النقد والقرض التي يتولى الإصدار النقدي²، وتقديم النصائح والمشورات للحكومة في كل مشروع نص قانوني ذو علاقة بالمسائل المالية، كما ينفرد بتسيير أدوات السياسة النقدية وضمان تحقيق الاستقرار الاقتصادي.³

ثانيا: معالجة إشكالية عجز تراكم الدولة اتجاه النظام البنكي: تدخل قانون النقد والقرض لمعالجة هذه الإشكالية من خلال طريقتين:

- معالجة الديون المتركمة: من خلال إجبار الخزينة العمومية على تسديد كافة التزاماتها اتجاه البنك المركزي في أجل أقصاه 15 سنة.⁴

1 العايب ياسين، مرجع سابق، ص 128.

2 المادة 04 من القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض.

3 المادة 44 من القانون 90-10.

4 المادة 213 من القانون 90-10.

- وضع استراتيجية لعدم تراكم الديون: بوضع حد أقصى لتمويل البنك المركزي للخرينة ب 10% من الإيرادات العادية للدولة والوفاء بهذه الالتزامات في أجل أقصاه 240 يوم متتالية مع ضرورة الوفاء بها قبل نهاية كل سنة، كما لا تتعدى قيمة العمليات التي يجريها البنك المركزي على سندات عمومية 20% من إيرادات الدولة للسنة الماضية.¹

مع صدور قانون النقد والقرض أصبحت البنوك تقوم بدراسات عميقة حول طلبات القروض المقدمة من المؤسسات العمومية نتج عنها منح التمويل بنسبة تقل عن الاحتياجات المالية للمؤسسات العمومية.

ثالثا: توسيع النظام التمويلي للمؤسسات: سمح قانون النقد والقرض بإنشاء البنوك الخاصة حيث ظل هذا القطاع محتكرا من الدولة منذ مرحلة التأميمات سنة 1971، ولكن رغم ذلك لم يلعب القطاع الخاص دورا مهما في منافسة القطاع العام، وذلك لضعف الضمانات المقدمة والتي غالبا ما تتدخل الدولة لتوفيرها عن طريق سواء بواسطة هيئات الدعم أو بواسطة صناديق الضمان، ويمكن توضيح مساهمة البنوك الخاصة في تمويل الاقتصاد من خلال الجدول التالي:

الجدول (30): القروض حسب مصدرها للفترة 2001-2013

الوحدة: مليار دج

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
البنوك العمومية	1033.0	1084.8	1279.2	1425.6	1646.9	1726.5	1951.3
القروض قصيرة الأجل	478.5	508.5	736.6	779.7	852.9	819.3	902.5
القروض متوسطة وطويلة الأجل	554.6	576.3	542.7	645.8	794	907.2	1048.8
البنوك الخاصة	44.7	181.3	100.2	108.8	132.0	177.6	252.4
القروض قصيرة الأجل	34.9	119.5	37.0	48.6	70.4	96.4	123.6
القروض متوسطة وطويلة الأجل	9.8	61.8	63.2	60.2	61.6	81.2	128.8
% نصيب البنوك العمومية	95.85	85.68	92.73	92.91	92.58	90.67	88.55
% نصيب البنوك الخاصة	4.15	14.32	7.27	7.09	7.42	9.33	11.45
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
البنوك العمومية	2287	2712	2835.8	3194	3727.2	4457.4	
القروض قصيرة الأجل	1025.8	1141.3	1045.4	999.6	973.9	936.4	
القروض متوسطة وطويلة الأجل	1261.2	1570.7	1790.4	2194.4	2753.3	3521	
البنوك الخاصة	327.1	373.1	430.9	530.7	569.5	697.1	
القروض قصيرة الأجل	163.6	179.2	265.6	363.4	387.7	487	
القروض متوسطة وطويلة الأجل	163.5	193.9	165.3	167.3	181.8	210.1	
% نصيب البنوك العمومية	87.49	87.91	86.81	85.75	86.75	86.48	
% نصيب البنوك الخاصة	12.51	12.09	13.19	14.25	13.25	13.52	

Source : Banque d'Algérie, Bulletin Statistique de la Banque d'Algérie, Series Retrospectives, Hors Série, Juin 2012, PP: 30-62.

من الجدول يمكن ملاحظة ضعف مساهمة البنوك في تمويل الاقتصاد، وتبقى النسبة الأكبر ممنوحة من طرف البنوك العمومية، حيث لم تتجاوز عتبة 13% في إجمالي القروض الممنوحة وهذا معناه أن دور البنوك الخاصة كمنافس للبنوك العمومية يبقى ضعيفا وأن عملية فتح القطاع للخوارج لم تأتي بالنتيجة المطلوبة.

الفرع الثاني: التمويل البنكي

يمكن توضيح تطور القروض الممنوحة لتمويل الاقتصاد في الجدول التالي:

الجدول (31): تطور القروض المقدمة للاقتصاد خلال الفترة 1990-2013

الوحدة: مليار دج

السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996		
القروض قصيرة الأجل	193.8	260.7	336.6	156.7	227.5	465.5	601.9		
القروض متوسطة وطويلة الأجل	53.2	65.2	71.6	62.5	77.3	99	174.9		
إجمالي القروض	247	325.9	408.2	219.2	304.8	564.5	776.8		
السنوات	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
القروض قصيرة الأجل	449.8	405.8	552.1	467	513.3	628	773.6	828.3	923.3
القروض متوسطة الأجل	285.9	458.2	565	492.9	529.5	602.8	559.1	617.6	747.5
القروض طويلة الأجل	5.6	42.2	33.6	33.8	35.6	36	47.5	89.1	109
إجمالي القروض	741.3	906.2	1150.7	993.7	1078.4	1266.8	1380.2	1535	1779.8
السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
القروض قصيرة الأجل	915.7	1026.1	1189.4	1320.5	1311	1363	1361.6	1423.4	
القروض متوسطة الأجل	786.4	828	910	904	831	847.9	978.1	1227.9	
القروض طويلة الأجل	203.3	351.1	516.1	862	1126.1	1515.6	1947.9	2505	
إجمالي القروض	1905.4	2205.2	2615.5	3086.5	3268.1	3726.5	4287.6	5156.3	

Source : Banque d'Algérie, Bulletin Statistique de la Banque d'Algérie, Series

يلاحظ من الجدول انخفاض في مستويات القروض المقدمة خلال سنتي 1993 و 1994 وهذا راجع إلى ارتفاع معدل إعادة الخصم المطبق من طرف بنك الجزائر وارتفاع سعر الفائدة على السحب على المكشوف، مع تحديد قيمته بشهر من رقم الاعمال بهدف ترشيد استعمال الائتمان لتسجل القروض زيادة سنة 1995 بحوالي 31.5%، لتسجل ارتفاعا مستمرا على طول الفترة 1998-2013، وذلك لتوقيع البنوك اتفاقا مع المؤسسات العمومية، وبرامج دعم تشغيل الشباب ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما يلاحظ أنه الزيادة في القروض المتوسطة والطويلة الأجل بداية من سنة 1997 أين أصبحت تشكل ما يقارب 50% من إجمالي القروض الممنوحة للمؤسسات وهو ما يعكس توجه الدولة نحو معالجة الاختلالات الهيكلية وتجديد استثمارات المؤسسات.

الفرع الثالث: التطهير المالي للمؤسسات العمومية

أولاً: مفهوم التطهير المالي

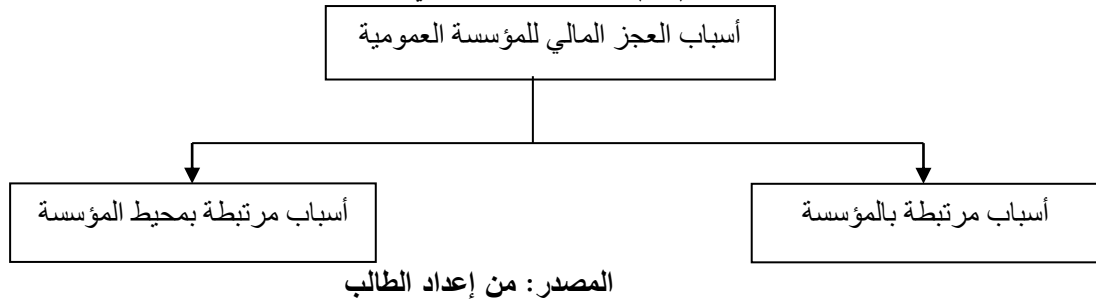
يعرف التطهير المالي بأنه: "عملية القضاء على العجز المالي وعلى مديونية المؤسسة العمومية اتجاه البنوك التجارية والخزينة العمومية ليصبح لها كيان مالي متوازن"¹، ولقد جاءت إجراءات التطهير المالي نظراً لعجز المؤسسات العمومية عن تسديد التزاماتها للبنوك وتراكم مديونيتها، ذلك أنه منذ بداية الثمانينات ظهرت استراتيجية جديدة تتماشى مع الإصلاحات الاقتصادية والتحول من نظام تمويل يركز على عوائد النفط والاصدار النقدي والاقتراض الخارجي، إلى تمويل يعتمد على تعبئة المدخرات الوطنية ولجأت المؤسسات العمومية إلى التمويل بواسطة القروض من البنوك التجارية وقروض السحب على المكشوف جعلها تدفع نفقات التمويل ثلاث مرات:

- نفقات تعويض أصل القرض.
- نفقات الفوائد على القروض.
- نفقات السحب على المكشوف.

وفي هذه المرحلة تحدد حجم تمويل الخزينة في تمويل الاقتصاد وأصبح البنك يفرض على المؤسسة تمويل المشاريع بالاعتماد على أموالها الخاصة بنسبة تتراوح بين 30 و 50% من التكلفة الإجمالية للاستثمار إضافة إلى فرض معدلات فائدة حقيقية تفوق معدل التضخم وهنا ظهر اختلال في التوازن المالي للمؤسسات بحيث استعملت الديون القصيرة الأجل في تسديد الديون الطويلة الأجل.²

ثانياً: أسباب العجز المالي للمؤسسات العمومية: ويمكن توضيح أهم أسباب العجز المالي للمؤسسات العمومية في الشكل التالي:

الشكل (51): أسباب العجز المالي للمؤسسات العمومية



من خلال الشكل فإن الأسباب الأساسية لحالة العجز المالي للمؤسسة العمومية الجزائرية تتمثل في:³

- أسباب مرتبطة بالمؤسسة: وهي المتعلقة بإطلاق المؤسسات العمومية لمشاريع ضخمة، عالية التكلفة تم تمويلها من البنوك، وفي ظروف غير مناسبة، حيث لم تحقق هذه المشاريع المردودية المنتظرة.

1 عليواش أمين عبد القادر، أثر تأهيل المؤسسات الاقتصادية على الاقتصاد الوطني، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص 125.

2 يحيواوي مفيدة، مرجع سابق ص 12.

3 Chiha Khemissi, L'expérience algérienne dans le processus d'assainissement financier, Revu du chercheur, n° 01,2002, P 15.

- أسباب مرتبطة بمحيط المؤسسة: وهذه الأسباب مرتبطة أساسا بتغول البيروقراطية في البرامج المخططة، وضياح الوقت وكثرة حالات توقف المؤسسات بسبب البيروقراطية، وهو ما أدى إلى العديد من النتائج على المؤسسة العمومية مثل: غياب الدعم الكافي لأغلب المؤسسات العمومية، غياب الحساب عن نتائج المؤسسات، عدم توافق السياسة الخاصة بالتشغيل والأجور مع وضعية المؤسسات الذي أدى إلى ارتفاع التكاليف بدون تحقيق نتائج إيجابية، صلابة وتحجر العديد من الوسائل التنظيم: الأسعار، الجباية، القروض البنكية... إلخ.

ثالثا: الهدف من عملية التطهير المالي: إن الهدف الأساسي للتطهير المالي للمؤسسة العمومية الجزائرية هو تخفيف والقضاء على المعوقات المالية التي تواجهها المؤسسة المتمثلة أساسا في حالة المديونية اتجاه البنوك العمومية، حيث أن عددا مهما من المؤسسات كانت تواجه حالة العسر المالي المتمثلة في الخزينة السلبية، وهو ما أدى إلى حالة من إمكانية الإفلاس للعديد من المؤسسات العمومية، ومن أجل تفادي إفلاس هذه المؤسسات العمومية فإنه تم اللجوء إلى سياسة التطهير المالي للمؤسسات العمومية.

كما هدفت عملية التطهير المالي إلى تكيف المؤسسة مع المحيط المالي الجديد الذي أصبح يتميز بفرض قاعدة الربحية بين المؤسسة والبنك، كما تسعى لتأمين استمرارية المؤسسة وذلك من خلال تحسين الوضعية المالية للمؤسسة وزيادة رأس مالها العامل الذي يمكنها من توفير السيولة والرفع من القدرة على التمويل الذاتي.

رابعا: إجراءات التطهير المالي: تم إنشاء صندوق تطهير المؤسسات العمومية الذي تتكون إيراداته من تخصيصات ميزانية الدولة وموارد الاقتراض أما مصاريفه فتتمثل في تخصيصات تكوين رأس المال للمؤسسات العمومية وشراء الديون المترتبة عنها¹، حيث أن الدولة قبل إصدار المرسوم التنفيذي المتعلق بتطهير المؤسسات، قامت في سنة 1988 بتجميع المؤسسات العمومية في أربعة مجموعات، تمثل المجموعة الأولى المؤسسات ذات الأصول الصافية الموجبة ورأس المال العامل الموجب، المجموعة الثانية تمثل المؤسسات ذات صافي الأصول الموجبة و رأس المال العامل السالب، وهاتين المجموعتين مرتا مباشرة إلى الاستقلالية دون تدخل الدولة ماليا، أما المجموعة الثالثة فهي مجموعة المؤسسات ذات الأصول الصافية السالبة ورأس مال عامل موجب، وتعتبر المجموعة الأخيرة عن المؤسسات ذات الأصول الصافية ورأس المال العامل السالبين، ومن خلال ذلك التقسيم يتحدد الهدف من إجراءات التطهير المالي بالنسبة للمجموعتين الثالثة والرابعة في زيادة رأس المال وتحقيق التوازن المالي لها.²

ترجمت إجراءات التطهير المالي من خلال ثلاثة عناصر أساسية:

- شراء السحب على المكشوف.
- تعويض خسائر الصرف.
- تجميد الديون قصيرة الأجل تجاه البنوك.

¹ المادة 03 من المرسوم التنفيذي رقم 91-75 الصادر في 16 مارس 1991 يحدد كيفية سير حسابات التخصيص رقم 302 الذي عنوانه صندوق تطهير المؤسسات العمومية، الجريدة الرسمية، العدد 12.

² Chiha Khemissi, OP-CIT, P P 17, 18.

اشترط المشرع في الديون التي يمكن أن تشتريها الخزينة العمومية أن تكون مجسدة في قيم منقولة تصدرها المؤسسات المدينة، وتكتتبها البنوك أو المؤسسات الدائنة وتأخذ هذه القيم شكل سندات المساهمة القابلة للتداول الحر طبقاً لأحكام القانون رقم 89-26 الصادر في 31 جانفي 1989 المتضمن قانون المالية لسنة 1990، أما الديون التي بحوزة البنوك والمؤسسات المالية على ذمة المؤسسات العمومية التي أعيد هيكلتها والتي لم تكن موضوع توزيع بين المؤسسات المتفرعة عنها فيمكن للخزينة العمومية أن تشتريها بناءً على تقديم البنوك والمؤسسات المالية لشهادة موقع عليها من رؤساء تلك المؤسسات توضح مصدرها وتثبت صحة مبالغها ودقتها.¹

واختلفت طبيعة التطهير باختلاف طبيعة المؤسسات التي مستها العملية لكل مؤسسة خصائصها وظروفها ونتائج التشخيص الخاصة بها حيث تم تصنيف المؤسسات كما يلي:²

- **مستحقات على المؤسسات المحلة:** مؤسسات منبثقة عن إعادة الهيكلة لسنة 1980 ولم توزع ديونها على المؤسسات المتفرعة منها، قامت الخزينة العمومية بتطهير حقوق البنوك وذلك بشراء حقوق البنوك وأصدرت الخزينة سندات تسمى قسيمة الصفر وذلك لمدة 20 سنة بمعدل 05% سنوياً، وهي غير قابلة لإعادة التمويل تخصم لدى البنك المركزي وغير قابلة للخصم في السوق النقدية مما يساعد البنك على تخصيص مؤونات غير خاضعة للضرائب لنفس المدة والمبلغ.

- **مستحقات على المؤسسات غير المتزنة وغير المستقلة:** وهي المؤسسات التي لم تستطع الحصول على الاستقلالية نتيجة لعملية التشخيص التي خضعت لها، وتتمثل ديونها في السحب على المكشوف وهي مبالغ كبيرة فجاءت العملية بطريقتين:

* تحديد مستوى السحب العادي الموافق بين 06 و 09 أشهر من رقم الأعمال حيث يتحول السحب على المكشوف إلى قروض متوسطة كليا أو جزئياً، مع منح مهلة للتسديد مدتها سنتان على الأقل وتحدد معدلات الفائدة حسب الشروط العادية لسوق القرض حيث تكون هذه القروض خاضعة لمعيار الربحية وقدرة السداد.

* تطهير باقي الديون (السحب المكشوف الغير عادي) والموافق ل 09 أشهر من رقم الأعمال حيث يتم تجميده لمدة سنتين على أن يتم شراؤه في الاخير من الخزينة العمومية، على شكل سندات مساهمة ولا تخضع هذه الديون لمعدل فائدة معين وفي المقابل تتحصل البنوك على مقابل من صندوق تطهير المؤسسات العمومية.

- **مستحقات على المؤسسات المستقلة وغير المتزنة ماليا:** حسب المرسوم التنفيذي لوزارة الاقتصاد رقم 91-27 مرت هذه العملية بمرحلتين:

¹ المادة 03 من المرسوم التنفيذي 91-74 الصادر في 16 مارس 1991 المحدد لشروط شراء الخزينة العمومية لديون المؤسسات العمومية المستحقة للبنوك والمؤسسات المالية، الجريدة الرسمية، العدد 12.

² عليواش أمين عبد القادر، مرجع سابق، ص ص 74، 75.

الجدول (32): إجراءات التطهير المالي للمؤسسات المستقلة غير المتزنة ماليا

المرحلة	الإجراءات
المرحلة الأولى	<ul style="list-style-type: none"> - تحديد حقوق البنوك على المؤسسات بصفة نهائية والممتدة إلى غاية 1996/12/31. - تحديد مستوى القروض القصيرة الأجل بين 06 و 09 أشهر من رقم أعمال المؤسسة حسب الوضعية المالية للمؤسسة. - تثبيت قيمة الديون بقروض متوسطة الأجل بمعدلات فائدة تحدد وفق شروط سوق القرض مع مراعاة شروط الربحية والقدرة على السداد.
المرحلة الثانية	<ul style="list-style-type: none"> - شراء جزء من السحب على المكشوف بإصدار سندات المساهمة من المؤسسات نفسها أو سندات من الخزينة العمومية. - إعادة تكوين رأس مال المؤسسة عن طريق صناديق المساهمة. - إصدار ضمانات على جزء من القروض المصرفية من طرف صناديق المساهمات أو من أي مؤسسة مالية متخصصة. - إعداد مخطط إصلاح داخلي وتقديمه للبنك ولصناديق المساهمة بتخفيض التكاليف والبحث عن السيولة عن طريق التمويل الذاتي.

المصدر: عليواش أمين عبد القادر، مرجع سابق ص 75.

شرعت الدولة بوضع العديد من برامج التطهير المالي لخزينة المؤسسات العاجزة فور صدور النصوص المنظمة للعملية لسنة 1990، مما كلف خزينة الدولة 3.4 % من الناتج الداخلي الخام السنوي للفترة 1991 - 2001، حيث كلفت سنة 1992 لوحدها صندوق التطهير المالي 5.42 دج مليار دينار، منها 2.21 مليار دج موجهة لتغطية خسائر الصرف بالنسبة للبنوك و 9 مليار لتعويض خسائر الصرف للمؤسسات الاقتصادية، كما قامت الدولة في نفس المرحلة بتحويل 9,194 مليار دج إلى سندات بمعدل فائدة 6%، إلا أن تلك النسبة قد اعتبرت جد ضعيفة بالنسبة للبنوك، لأنها لا تغطي الآثار التضخمية لسعر الفائدة لتلك المرحلة، أما في للفترة 1995 - 1998 فقامت الدولة باستبدال 187 مليار دج من الديون تجاه المؤسسات العمومية المشكوك في تحصيلها إلى سندات مدتها 12 سنة، وتحويل ما قيمته 8,89 مليار دج لقروض قصيرة الأجل إلى قروض متوسطة وطويلة الأجل شرط أن تتم تصفية الوحدات المتعثرة لتلك المؤسسات، أين مثلت تلك القروض نسبة 14 % من إجمالي القروض الممنوحة للاقتصاد خلال سنة 1997، و مع بداية سنة 2000 تضمن برنامج التطهير المالي، تطهير 1300 مؤسسة عمومية، مما كلف خزينة الدولة أكثر من 1250 مليار دج¹.

والجدول التالي يلخص إجراءات التطهير المالي للفترة الممتدة من سنة 1991 إلى غاية سنة 1999:

¹ ياسين العايب، تقييم سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2012، ص 74.

الجدول (33): مخصصات التطهير المالي إلى غاية 1999

إلغاء الديون تجاه الخزينة والبنك الجزائري للتنمية	شراء الديون البنكية	لدعم المالي بالسيولة	
26.1			إعادة الهيكلة المالية
16.7		7.4	الانتقال إلى الاستقلالية
49.5	88	35.9	التطهير المالي 91-94
84.4	454	78.5	التطهير المالي 95-98
176.4	542	121.8	المجموع

المصدر: العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مرجع سابق، ص 143.

لقيت سياسة تطهير المؤسسات العمومية العديد من الانتقادات مع بداية 2009، واستدل على ذلك، أنه بالرغم من مجهودات الدولة في تطهير خزينة المؤسسات العمومية خلال الفترة 1991-2007 التي كلفت 4,1 تريليون دينار، إلا أنها قد فشلت في تحسين الوضعية المالية للمؤسسة وإنقاذها، وهو أيضا ما دعي وزارة المالية إلى إعلانها عن وقف ضخ الأموال لتطهير المؤسسات العمومية، إلا بالنسبة لتلك التي تتميز بوزن نسبي في السوق الداخلي مثل شركة الخطوط الجوية، الشركة الوطنية للسيارات الصناعية وشركة صيدال. حيث وعلى الرغم من ضخ الدولة لمبالغ ضخمة من أجل مساعدة المؤسسة الاقتصادية بعد استقرار مؤشرات الاقتصاد الكلي في بداية سنة 1999، إلا أن مختلف المؤسسات العمومية لا زالت تعاني من العجز المالي، حيث قدرت ديون المؤسسات العمومية مع بداية سنة 2009 بأكثر من 300 مليار دج، كما تم إحصاء أكثر من 150 مؤسسة عمومية غير ناجعة، وهو ما استدعى تدخل الدولة من جديد لتطهير 12 مؤسسة منها، بمبلغ 333 مليار دج منها 106 مليار دج لتسوية عمليات السحب على المكشوف، و204 مليار دج لتمويل استثماراتها.¹

الفرع الرابع: بورصة الجزائر

إن النقص الكبير و التأخر الواضح الذي أبداه النظام المصرفي الجزائري خلال الفترة التي ساد فيها حكم النظام المركزي الاشتراكي، وكذلك حتى بعد الإصلاحات التي أعطت نتائج متواضعة في عصرنة الجهاز البنكي الجزائري من بين أبرز الدوافع التي وضعت الجزائر في حتمية اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في إطار التغييرات الاقتصادية المعاصرة، آملة في أن تلعب سوق الأوراق المالية الدور التكميلي و التحفيزي للنشاط المصرفي في الجزائر، الذي تميز بعدم مخاطرته في تمويل الاستثمار الطويل الأجل الذي يحقق النمو

¹ العايب ياسين، تقييم سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، مرجع سابق، ص 74.

الاقتصادي، ونتيجة لتوجه الجزائر نحو اقتصاد السوق تم وضع مخططات اقتصادية ومالية وبرامج للتعديل الهيكلي، تتجه في عمومها نحو تحرير أكبر للاقتصاد معلنة بذلك تبنيها لاقتصاد السوق، و من أهم الإصلاحات التي قامت بها الجزائر قصد تغيير آلياتها القديمة لتمويل اقتصادها و التي تتماشى مع طبيعة النظام الرأسمالي هي إنشاء بورصة القيم المتداولة.

حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة في مادته الأولى لبورصة القيم المنقولة فإنه تعد بورصة القيم المنقولة: "إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسمهم". كما تم إصدار العديد من النصوص القانونية التي تنظم هذه السوق:

- المرسوم التنفيذي 91-169 الصادر في 28 ماي 1991 المتعلق بتنظيم المعاملات في القيم المنقولة.

- المرسوم التنفيذي 91-170 الصادر في 28 ماي 1991 المتعلق بتسيير بورصة القيم المنقولة.

- المرسوم التشريعي 93-10 الصادر في 23 ماي 1993 المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة.

- المرسوم التنفيذي 96-08 الصادر في 10 جانفي 1993 المتعلق بتنظيم السوق المالية.

ويأتي تأسيس بورصة الجزائر استجابة للتوجه نحو اقتصاد السوق والتخلي عن النظام الاشتراكي المعتمد منذ الاستقلال، وتوجه الحكومة نحو خوصصة المؤسسات العمومية وتخفيف الضغط على الجهاز البنكي الذي ظل يعاني من عديد السلبيات التي جعلته لا يؤدي الدور المنوط به وعدم قدرته على تلبية احتياجات التمويل للمشاريع الإنتاجية حيث بقي مجرد أداة في يد السلطات العمومية تنفذ به مختلف مشاريعها التنموية، فإقامة بورصة القيم المتداولة في الجزائر يعتبر من أبرز البنود التي تدخل في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أعلن عنه عام 1987 و الذي دخل حيز التنفيذ عام 1988، حيث بدأ التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة ابتداء من سنة 1990، و لكنها لم تعلن انطلاقها الفعلي حتى سنة 1997، كما تم تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB) إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما.

كما تم وضع الوسطاء في العمليات البورصية الذين بلغ عددهم تسعة وثلاثون (39) وسيط يمثلون مختلف المؤسسات المالية، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الأجبيين وتنظيم ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعيين في كل من تونس وفرنسا بهدف الاستفادة ولو بالشيء القليل من تجربة وخبرة هذين البلدين في مجال التعامل بالسوق المالي.

كما قامت لجنة تنظيم ومراقبة العمليات البورصية خلال سنة 1997 على تهيئة الجو المناسب وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد وهو نهاية سنة 1997، ومن أهم الأعمال التي قامت بها هذه الهيئة في إطار تنظيم وتحضير البورصة إعداد عدة أنظمة وتعليمات نذكر من بينها:

- أنظمة خاصة بطبيعة المعلومات الواجب نشرها من قبل الشركات التي تقوم بالدعوة العمومية للادخار.

- أنظمة متعلقة بمساهمة الوسطاء في العمليات البورصية في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المتداولة، وكذا تعليمات محددة لكيفيات اعتماد الوسطاء في العمليات البورصية، وأنظمة أخرى تخص شروط الأعوان المؤهلين

لإجراء المفاوضات على القيم المنقولة واتفاقيات الحساب بين الوسطاء في العمليات البورصية وعمالئهم، كما قامت هذه اللجنة بنشر مجموعة من الدلائل نذكر منها: دليل المستثمر، دليل قبول القيم المنقولة، دليل القيم المنقولة.

ومنحت أول تأشير لمؤسسة سوناطراك بإصدار سندات الاكتتاب العام ثم مؤسسة رياض سطيف وفندق الأوراسي كما أعطيت سنة 1998 أول اعتماد لإنشاء شركة استثمارات ذات الرأس مال المتغير SICAV.

المبحث الثالث: تأثير النظام المالي الجزائري تمويل المؤسسات الجزائرية

يتناول هذا المبحث أهم مكونات النظام التمويلي مع تحديد خصائصه العامة وأهم السلبات التي يعاني منها نظام التمويل في الجزائر المكون من النظام البنكي وبورصة الجزائر.

المطلب الأول: حالة النظام المصرفي الجزائري

نحاول في هذا العنصر تحديد أهم مميزات النظام البنكي الجزائري وخاصة فيما يتعلق بالعوائق والسلبات التي ما زال يعاني منها هذا النظام في الجزائر، وذلك باعتبار أن السوق المالية مازالت غير نشيطة لعدة أسباب، وذلك فإن البنوك في الجزائر مازالت تسيطر على تمويل الاقتصاد وتشكل عنصرا مؤثرا في تمويل المؤسسات الجزائرية.

الفرع الأول: هيكل النظام المصرفي الجزائري

من دون التعمق في مراحل تطور النظام البنكي الجزائري سوف نكتفي هنا في تحديد وضعية هذا النظام الحالية وتحديد أهم مكونات النظام البنكي الجزائري وتحديد المؤسسات البنكية الناشطة على مستوى الاقتصاد الجزائري، حيث مر النظام بالعديد من المراحل المختلفة من الاستقلال إلى مرحلة الاقتصاد الاشتراكي، ثم الإصلاحات والتوجه نحو الخصخصة واقتصاد السوق لينتقل النظام البنكي الجزائري كما نجده اليوم حيث يتكون النظام البنكي من المؤسسات التالية:

أولاً: بنك الجزائر (البنك المركزي): تأسس هذا البنك بموجب القانون رقم 144-62 المصادق عليه من قبل المجلس التأسيسي في 13 ديسمبر 1962، ولكن وبعد العديد من الإصلاحات على المستوى الاقتصادي والاجتماعي وخاصة فيما يخص النظام البنكي و استقلاليتيه و صدور قانون النقد والقرض 90-11 أصبح يسمى " بنك الجزائر "، وتعرف المادة 11 من قانون النقد والقرض (10-90) البنك المركزي بأنه مؤسسة وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، و يخضع البنك المركزي إلى قواعد المحاسبة التجارية باعتباره تاجرا في علاقاته مع غيره، ورأسماله مكتتب كلية من طرف الدولة ويتم تحديده بموجب القانون " المادة 14 " كما أتيحت له القدرة على فتح فروع ومراسلين في أي نقطة من التراب الوطني كلما رأى ضرورة لذلك، وأهم الوظائف التي تسند لبنك الجزائر تمثلت أساسا في:¹

- يقوم البنك المركزي بإصدار الأوراق النقدية والقطع النقدية بواسطة شبكته المكونة من الوكالات الرئيسية والجهوية.

¹ مفتاح صالح، مرجع سابق، ص 233.

- تسير احتياطات الذهب والعملات الأجنبية حرة التداول بالشراء والبيع والرهن والاقتراض والخصم وإعادة الخصم.

- يمكن للبنك المركزي استخدام أدوات السياسة النقدية كإعادة الخصم ومنح قروض مضمونة في حدود مبلغ يحدده المجلس أو التدخل في السوق النقدية بالشراء والبيع للسندات عامة تستحق في أقل من ستة أشهر وسندات خاصة يمكن قبولها للخصم وفرض نسبة احتياطي على مجموع ودائع البنوك ولا يمكن أن يتعدى 28 %.

- يعتبر البنك المركزي هو المؤسسة المالية للدولة لجميع عمليات الخزينة المصرفية والتسليف ويمكن للبنك المركزي أن يمنح الخزينة مكشوفات الحساب الجاري لمدة أقصاها 240 يوما متتالية أو غير متتالية خلال السنة الواحدة على أن يتم بالتعاقد وفي حد أقصاه 10% من الإيرادات العامة للدولة المثبتة خلال السنة المالية السالفة، ويجب تسديد هذه التسبيقات قبل نهاية كل سنة مالية.

- يقوم البنك المركزي بدور بنك البنوك وسلطة وصية على النظام المصرفي، حيث يضع البنك المركزي جميع المعايير التي يلتزم كل بنك باحترامها بشكل دائم مثل القواعد الاحترازية التي تضمن استمرارية جيدة للقطاع المصرفي.

- يسير البنك المركزي معدل الصرف حيث يحدد يوميا معدل الصرف للدينار وينظم سوق الصرف.

ثانيا: البنوك: يعرف قانون النقد والقرض 90-10 في مادته 114 البنوك التجارية بأنها: "أشخاص معنوية مهمتها العادية والرئيسية إجراء العمليات الموصوفة في المواد من 110 إلى 113 من القانون، حيث تتمثل هذه المهام في:

- جمع الودائع من الجمهور ومنح القروض.

- توفير وسائل الدفع اللازمة ووضعها تحت تصرف الزبائن والسهر على إدارتها".¹

يتكون النظام البنكي الجزائري من مجموعة من البنوك العمومية والخاصة والبنوك المختلطة، ويتميز بسيطرة البنوك العمومية على تمويل الاقتصاد، ونجده يتكون من المؤسسات البنكية التالية:

أولا: البنوك العمومية: هي مجموعة البنوك التي تعود ملكية أسهمها إلى الدولة الجزائرية والتي تحصلت على الاعتماد من طرف مجلس النقد والقرض، ونجد البنوك العمومية التالية:

1- البنك الوطني الجزائري (BNA): أنشئ البنك الوطني الجزائري (BNA) بمرسوم رئاسي يحمل رقم 66-178 المؤرخ في 13 جوان 1966 لكي يسد الفراغ المالي الذي أحدثته البنوك الأجنبية ويكون وسيلة للتخطيط المالي وركيزة للقطاع الاشتراكي والزراعي وهو يمثل نقطة تحول مهمة للاقتصاد الوطني من طرف السلطات في إطار إنشاء منظومة بنكية وطنية وتجسيد الإرادة السياسية التي بدت واضحة في استرداد البلاد لسيادتها الاقتصادية، ولقد تم اعتماد هذا البنك من طرف مجلس النقد والقرض في ضوء قانون 90-10 بموجب قرار رقم 95-04 بتاريخ 25/09/1995 يحمل شكل شركة ذات أسهم.

¹ المادة 114 من قانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض.

2- بنك الجزائر الخارجي: تأسس بموجب الأمر رقم 67-204 بتاريخ 01 أكتوبر 1967، عن طرق استرجاع أصول خمسة بنوك أجنبية، حيث منح مجلس النقد والقرض الاعتماد لهذا البنك في 17/02/2002، ويمثل البنك الخارجي الجزائري ثالث بنك تجاري من حيث النشأة وبتأسيسه تمت جزأة الهياكل المصرفية والمالية في الجزائر، ويقوم البنك بمهمتين أساسيتين: الأولى خاصة بالودائع والإقراض، والثانية خاصة بالتجارة الخارجية، وبإمكان هذا البنك أن يتدخل في مختلف العمليات البنكية مع الخارج التي تتمثل بالدرجة الأولى في منح الاعتمادات عن الاستيراد ويعطي ضمانات للمصدرين الجزائريين.

3- القرض الشعبي الجزائري (CPA): أنشئ في 29 ديسمبر 1966، حيث استرجع أصول البنوك الشعبية العديدة التي كانت متواجدة في الجزائر قبل هذا التاريخ، ويعد ثاني بنك تجاري من حيث النشأة، تم اعتماده من طرف مجلس النقد والقرض بمقتضى القرار رقم 97-02 بتاريخ 06/04/1997، ويقوم بجمع الودائع وتمويل الصناعات المحلية والتقليدية، المهن الحرة، الصيد البحري، ومنح الائتمان للإدارات المحلية وتمويل مشتريات البلدية والولاية والمؤسسات الوطنية.

4- بنك التنمية المحلية (BDL): تأسس بواسطة المرسوم رقم 85-85 المؤرخ في 30/04/1985 وهو ثاني بنك تجاري انبثق عن عملية إعادة هيكلة المنظومة البنكية، حيث ورث قسما من الأسهم المملوكة للصندوق الشعبي الجزائري، منح الاعتماد لهذا البنك في 17/02/2002 كشركة ذات أسهم، ويقوم بنوعين من النشاط: نشاط مصرفي تقليدي (جمع المدخرات، منح الائتمان)، ونشاط متخصص يتمثل في التنمية الاقتصادية والاجتماعية للجماعات المحلية بحيث يقوم بتمويل المؤسسات العمومية ذات الطابع الاقتصادي تحت وصاية الجماعات المحلية.

5- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR): تأسس بمرسوم رقم 82-106 بتاريخ 13 مارس 1982، وأخذ صلاحيات البنك الوطني الجزائري في مجال تمويل القطاع الفلاحي، والفلاحي الصناعي، وقد تم اعتماده في 17/02/2002 حيث تتمثل المهمة الأساسية له بالإضافة إلى النشاط البنكي التقليدي في: تنمية مجموع قطاع الفلاحة، تطوير الأعمال الفلاحية التقليدية والزراعية الصناعية.

6- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP): تم إنشاؤه بموجب القانون رقم 64-227 المؤرخ في 10 أوت 1964، وحدد القانون دور ونشاط الصندوق التي تمثلت في جمع الادخار من المواطنين واستغلاله في خدمة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتمويل البناء، وتمويل الجماعات المحلية، وتم اعتماده بمقتضى القرار رقم 97-01 للصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنك، حيث يستطيع القيام بجميع العمليات البنكية ماعدا العمليات المتعلقة بالتجارة الخارجية.

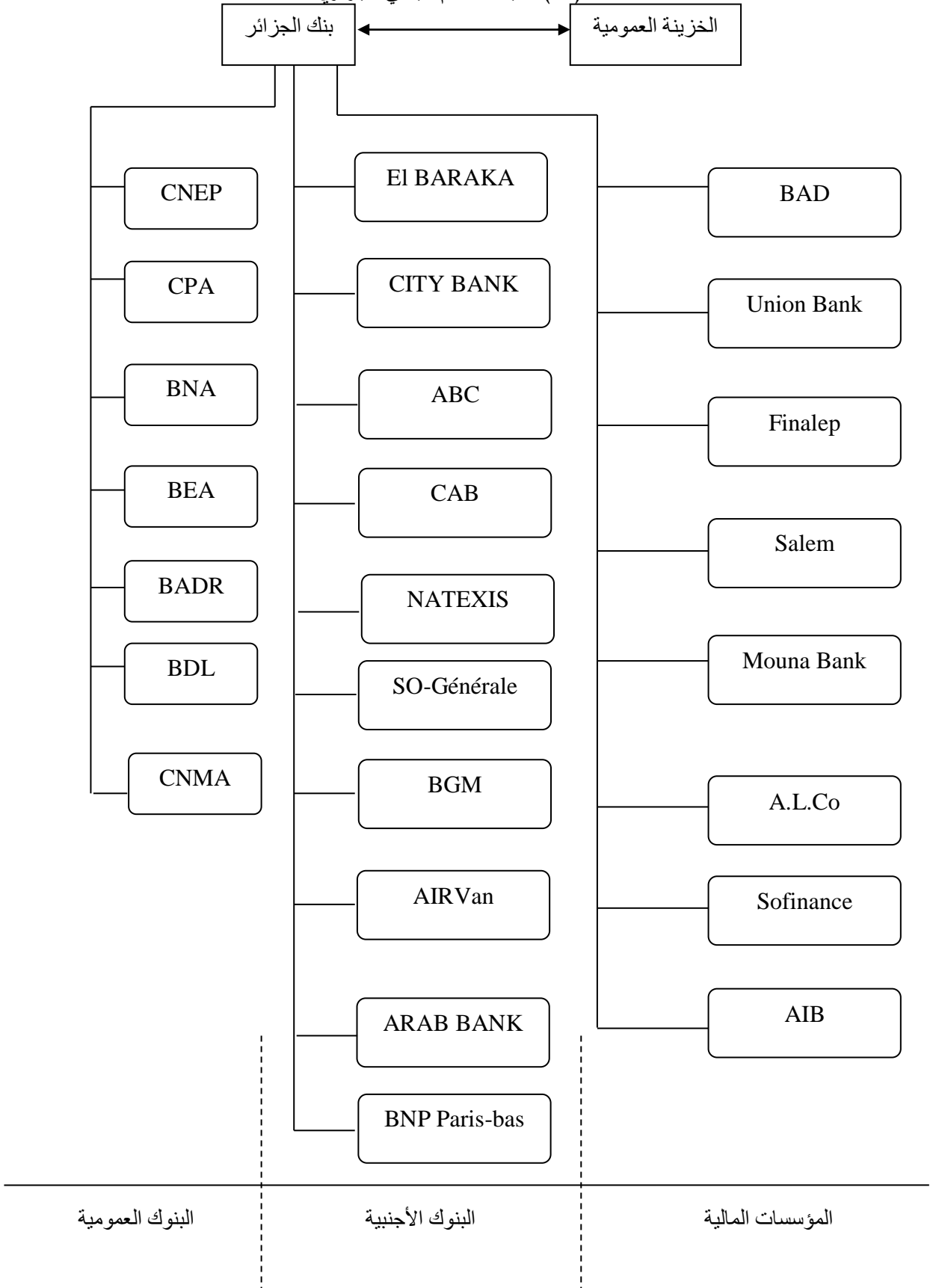
7- الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي (CNMA): تم منح رخصة لهذا الصندوق بالقيام بالعمليات البنكية باستثناء عمليات الصرف والتجارة الخارجية بموجب النظام رقم 95-07 مؤرخ في 28/02/1995، والذي عدل بموجب النظام رقم 05-02 مؤرخ في 05 مارس 2002، المتضمن إنشاء شركة ذات أسهم تسمى الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي بنك (CNMA Banque SPA).

- ثانيا: البنوك الأجنبية:** ينشط في الجزائر العديد من البنوك الأجنبية والتي تمثل أساسا فروع للبنوك الرئيسية والمتواجدة في العديد من دول العالم و تتمثل هذه البنوك في:¹
- سيتي بنك (Cite Bank) وذلك بتاريخ 1998/05/18.
 - البنك العربي التعاوني (ABC) وذلك بتاريخ 1998/09/24.
 - ناتكسي أمانة بنك (Natexis Amana Banque) وذلك بتاريخ 1999/10/27.
 - الشركة العامة (Société generale) وذلك بتاريخ 1999/11/04.
 - بنك الريان الجزائري (Al ryan algerian bank) وذلك بتاريخ 2000/10/08.
 - البنك العربي (Arab bank) وذلك بتاريخ 2001/10/15.
 - البنك الوطني لباريس (BNP Paribas) وذلك بتاريخ 2002/01/31.
- ثالثا: البنوك المختلطة:** وتتمثل في بنك البركة الجزائر (Bank El Baraka D'Algérie)، تم تأسيسه في مارس 1990 من خلال شراكة بين مجموعة البركة السعودية عبر شركتها القابضة في البحرين، وبنك الفلاحة والتنمية الريفية وذلك بنسبة 51% للطرف الجزائري و 49% للطرف السعودي.
- ثالثا: المؤسسات المالية:** تم اعتماد العديد من المؤسسات المالية من طرف مجلس النقد والقرض متمثلة في:²
- البنك الإتحادي (Union Bank) وذلك بتاريخ 1995/05/07.
 - السلام (SALEM) وذلك بتاريخ 1997/06/28.
 - فينالاب (Finalep) وذلك بتاريخ 1998 /04/06.
 - مونا بنك (Mouna Bank) وذلك بتاريخ 1998/08/08.
 - البنك الدولي الجزائري (Algerian international bank) وذلك بتاريخ 2000/02/21.
 - سوفي ناس بنك (Sofinance) وذلك بتاريخ 2001/01/09.
 - القرض الايجاري العربي للتعاون (Arab Leasing corporation) وذلك بتاريخ 2002/02/20.
- يمكن تمثيل هيكل النظام البنكي الجزائري بواسطة الشكل التالي:

¹ بطاهر علي، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري وأثرها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006، ص 45.

² نفس المرجع، ص 45.

الشكل (51): هيكل النظام البنكي الجزائري



الفرع الثاني: مميزات النظام البنكي الجزائري

لا زال يعاني النظام البنكي الجزائري من عدة مشاكل وصعوبات بالرغم من العديد من مبادرات الإصلاح التي تقوم بها السلطات الجزائرية من أجل تفعيل دور هذا النظام في التنمية الاقتصادية وخاصة فيما يتعلق بالاستقلالية البنكية، اتجاه المتعاملين الاقتصاديين ومن أهم السلبيات التي يمكن ملاحظتها على النظام البنكي الجزائري يمكن أن نجد ما يلي:

أولاً: عدم الاستقلالية التامة عن السلطات العمومية: إن حرية البنوك في توجيه ائتمائها وفق معيار كفاءة التسديد يعتبر أحد مكونات الإصلاح المالي السليم، حيث أن تدخل السلطة في توجيه الائتمان يعني أن الائتمان يتم تخصيصه لخدمة أهداف سياسية وليست اقتصادية، كما أن توجيه موارد المؤسسات تحكمها السياسة الحكومية يعني افتقار الحافز لدى المؤسسات لاستخدام الفوائض في مشاريع ذات كفاءة وهو ما يؤدي إلى سوء تخصيص الموارد وضياع موارد البنوك في مشروعات غير اقتصادية، فحرية توجيه الائتمان المصرفي المرتبط بمنافسة البنوك في تحديد أسعار الفائدة دون تدخل الدولة يعمل على توجيه أفضل لموارد البنوك نحو مشروعات أكثر مردودية، خاصة إذا كانت تتمتع بميزة تنافسية.

وبالرغم من صدور قانون النقد والقرض الذي جاء نتيجة لتوجه الجزائر نحو اقتصاد السوق حيث منح هذا القانون الاستقلالية للبنوك العمومية في التسيير وخاصة فيما يتعلق بسلطة منح القروض على أساس المردودية والمخاطرة، إلا أنه يلاحظ أن البنوك العمومية الجزائرية ما زالت أداة في يد السلطات العمومية تنفذ بها مختلف البرامج التنموية، الهادفة إلى رفع معدلات النمو والنهوض بالاقتصاد، إلا أن هذه البرامج قد تصطدم في بعض الأحيان بمشاريع لا تحقق المردودية اللازمة حسب المعايير المالية والاقتصادية للمشاريع، حيث تكون البنوك مجبرة على منح التمويل اللازم لهذه المشاريع والتي تكون أيضا في غالب الأحيان غير مدروسة النتائج جيدا، لتنتهي في الأخير بحالات فشل وعدم قدرة التسديد بسبب عدم توجيه الأموال إلى الوجيهات المخصصة إليها أو فشل المشاريع الممولة ووقوعها في حالات إفلاس وبأعداد كبيرة مما يلحق خسائر بالبنوك هذه الخسائر تتحملها الدولة من خلال الخزينة العمومية التي يفترض أنها أصبحت خارج قطاع تمويل الاقتصاد وهو ما يؤدي إلى اختلالات في ميزانية الدولة، التي تكون ملزمة بمسح ديون الدائنين وتعويض البنوك عن الخسائر المحققة.

فعلاقة البنوك بالدولة هي علاقة الأمر بالمأمور، فرغم قانون استقلالية المؤسسات العمومية حيث تعتبر البنوك مؤسسات عمومية اقتصادية في شكل شركات أسهم فإن البنوك لا تتمتع بالاستقلالية المطبقة حيث تتساق تحت ضغوط الدولة إلى منح إعانات مالية لمؤسسات عاجزة رغما عنها واستمرت هذه العلاقة إلى عمليات التطهير المستمرة التي أقيمت على عاتق البنوك دون إعطاء أدنى مقابل، مما يثير مشاكل على مستوى ميزانية البنوك و سيولتها ومكونات محافظها، ونجم عن ذلك عجز البنوك في مجال تحليل الأداء والفعالية نظرا للنقص الواضح والغير كافي في تخصيص المؤنات المقابلة لهذه الحقوق.

ثانياً: عدم مواكبته للتطورات التكنولوجية: إن الخدمات البنكية التي تضمنها البنوك الجزائرية تتعرض إلى عدة انتقادات من أهمها: معالجة الصكوك أو نقل الأموال ما بين البنوك تتم في آجال مفرطة، كما تعاني البنوك من ضغوط بيروقراطية تجعل الإجراءات بطيئة جيدا، وقد قدرت دراسة خاصة بوزارة المالية أن مدة التحويلات

المالية وخصم الصكوك البنكية في معظم البنوك تتراوح ما بين 21 يوم كأقل تقدير 60 يوما، فيما قدرت دراسة أخرى أن حصول مؤسسة على دفتر شيكات يتطلب الانتظار مدة 14 يوم للحصول عليه من البنوك العمومية، ويتم التحويل البنكي بين وكالتين لنفس البنك وفي نفس الولاية في مدة تتراوح ما بين يوم إلى 3 أيام¹، وهي آجال طويلة ومعقدة لنشاط الاقتصادي تشل حركة التعاملات البنكية، وتدفع باتجاه خروج كتلة نقدية معتبرة خارج دوائر البنوك، فإن كانت الكتلة النقدية المتداولة تتراوح ما بين 4000 و 5000 مليار دينار ما بين 1400 و 1500 مليار دينار لا تزال تتداول خارج نطاق البنوك، مما قد يجعل هذه الأموال تتخذ مسار الاقتصاد الغير شكلي إذ تعرف السوق السوداء للعملة الصعبة نمو وتمثل حاليا نسبة كبيرة من التعاملات العامة ومقياسا لقياس القيمة الفعلية للعملة الوطنية الدينار.

ثالثا: العلاقات مع الزبائن: من جانب العلاقات مع الزبائن فمفهوم الزبون لم تتبناه البنوك والدليل تعرضها لانتقادات من حيث التعامل فيما يخص تمويل القروض فنلاحظ أن القروض تتميز بـ:

- تقديم طلب تمويل يتطلب عدة وثائق إعدادها يتطلب وقت كبير، بالنسبة لطلب قرض استغلال تحتاج المؤسسة العمومية في المتوسط 29 يوم و 36 يوم للمؤسسات الخاصة، بالنسبة لقروض الاستثمار تتطلب في المتوسط 50 يوم لإعداد الوثائق التي تختلف من بنك إلى آخر.²

- آجال مفردة في الرد وتسيير طلبات التمويل، فحسب دراسة أجريت على 750 مؤسسة وعلاقتها مع البنوك قدرت مدة الرد على طلبات القروض من تاريخ إعداد الوثائق إلى الحصول على الرد بحوالي 4 أشهر في المتوسط للحصول على رد قرض استغلال، و 6 أشهر تقريبا لقرض استثمار³، كما أن الأمر يختلف فيما إذا تعلق بمؤسسة عمومية أو خاصة بدون أي مبرر يذكر لهذا التمييز والبطء، هذا ما أدى في معظم الأحيان إلى إضطرابات في مراحل المشروع مما يتسبب في أوضاع متشابكة ومعقدة مثل: تأجيل انطلاق الإنتاج، تكاليف إضافية ناتجة عن التأخر ومراجعة الأسعار والفوائد في مدة أطول.

- القرارات التي تستند إلى الضمانات أو إلى قدم العلاقات أكثر من دراسة الأخطار للمشاريع.

- ضالة الحصة المخصصة للقطاع الخاص، ففي دراسة أجراها البنك الدولي لعينة مكونة من 562 مؤسسة 11% من تمويلها لرأس المال العامل يتم بقروض بنكية خلال 3 سنوات الأخيرة، وتشكل حصة القطاع الخاص 29% من القروض مقابل 71% للقطاع العام.⁴

أما من ناحية تسويق الخدمات البنكية والتي تخص نوعية الخدمة، عادة ما يتم تقييم عمل البنك من خلال مقاييس تتمثل في الاستقبال وسرعة تنفيذ العمليات لصالح الزبون بكل سرية، ولا تتوفر هياكل القاعدية على الحد الأدنى من المعايير المعمول بها في معظم الأحيان، كما لا تعطي البنوك أي أهمية لوظيفة التسويق بسبب الإفراط في الوظائف الإدارية وشبه البنكية، إذا أنها لا تقوم بدراسة السوق وكذلك الأمر بإعلام الزبائن عن

¹ Boumgbar. M.Y, **Qualité de la Relation entre la banque et l'entreprise Algériennes**, CREAD, ALGER, 2001, P 16.

² Ibidem, OP-CIT, P P 10,12

³ Ibid, P 16.

⁴ ELWATAN, **Diagnostic de la banque mondial sur le secteur prive en Algérie**, (document de B.M), octobre 2003.

تكاليف الخدمة البنكية ومختلف الخدمات التي تقدمها البنوك، حيث أن إهمال وضع استراتيجية تسويقية في البنوك الجزائرية من شأنه إحداث تشوهات في أداء البنوك، ومن بين عوائق إدماج التسويق البنكي في البنوك نذكر منها:

- جهل البنك لزيائنه.
 - تشابه منتجات مختلف البنوك مما يضعف من اهتمام الزبون بها.
 - رفض البنوك للأفكار والإجراءات الجديدة التي تتصف بالخطورة نظرا لأهمية معيار المخاطرة.
 - طبيعة المنتج البنكي المتمثل في المال والمنتسب للمالك في ردود أفعال بسيكولوجيا جد مختلفة ومعقدة.
 - جهل البنوك لما يحدث من تطورات التكنولوجية.
- هذه الأوضاع جعلت البنوك تعاني من ضعف في الموارد (الودائع) حيث أن أغلبية الودائع هي تحت الطلب وهذا يعني أنها ليست مستقرة.

رابعا: تعبئة الادخار وتخصيص الموارد: من جانب تعبئة الادخار فإن البنوك لها دور سلبي رغم التطور الذي عرفته في الأربع سنوات الأخيرة فهي لا تقدم منتجات متنوعة لتلبية حاجات تنظيم حافظات الادخار من المكونات النقدية ومكونات التوظيف المالي. وتعتبر تعبئة الادخار غير كافية، ولا يمكنها منافسة إجراءات توظيف الأموال في الأصول المالية أو في الشبكات غير الرسمية.

ترتكز المهمة الرئيسية للبنوك في تحويل النقود إلى قروض الاستدانة، ودون وضع استراتيجية جدية إلى تعبئة الموارد وتخصيصها لأفضل استخدام لها، في غياب الهياكل القاعدية للجمع الكلي للموارد، وكذا المفارقات بين القواعد التنظيمية المنصوص عليها في القانون وبين تحديد الموقع الحقيقي للبنوك في نشاطاتها العادية ويفرض على البنوك ضغوط في علاقاتها مع الدولة والمؤسسات العمومية.

أما في مجال تخصيص الموارد فإن البنوك ترفض تمويل الاستثمار طويل المدى وتحمل مخاطره، وتفضل تمويل العمليات التجارية الكبرى ذات الربح السهل والسريع، وتمويل التجارة الخارجية إذ أن اقتصار البنوك على ممارس عمليات تقديم القروض القصيرة الأجل إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة وبتحفظ كبير، يؤدي إلى محدودية مساهمة البنك في عمليات التنمية الاقتصادية وفي تطوير القطاعات الأخرى التي تحتاج إلى عمليات تمويل متوسط وطويل الأجل لإحداث التوسعات اللازمة بما يؤدي إلى زيادة إمكانية المشاريع الإنتاجية، و تؤدي هذه الوضعية إلى عدم تنوع "نظام العرض" ومن ناحية أخرى لا تعد القطاعات المالية لدى القطاعات الإنتاجية الحقيقية زبائن في شكل مؤسسات ناجحة ومقبولة لدى البنوك، ومؤهلة لتوفير الادخار.

خامسا: سيطرة البنوك العمومية على التمويل: لازالت البنوك العمومية الجزائرية مسيطرة على تمويل النسبة الأكبر من الاقتصاد الجزائري وها رغم تواجد العديد من البنوك الأجنبية، حيث أن البنوك العمومية لها انتشار واسع نسبيا على المستوى الوطني، فالبنوك التي أنشئت في عهد الإصلاح المصرفي لا زالت لم تتموضع جيدا في السوق الجزائرية، وأهميتها تكاد تكون هامشية في تعبئة المدخرات الوطنية وخصوصا بعد حالات الإفلاس التي عرفتها بعض البنوك الخاصة، حيث لا تتجاوز نسبة الادخار في هذه البنوك 10% في حين تستحوذ البنوك العمومية على 90% من المدخرات الوطنية، ويعود سبب انخفاض الادخار في البنوك الخاصة أساسا

إلى أن هذه البنوك حديثة النشأة مقارنة بالبنوك العمومية، بالإضافة إلى اهتمام البنوك الخاصة بتمويل القطاعات ذات المردودية السريعة، كعمليات التجارة الخارجية على حساب الاستثمار طويل الأجل، كذلك تفضل البنوك الأجنبية دخول السوق الجزائرية على شكل مكاتب¹ تمثيل، وبالتالي تظهر هنا حتمية خوصصة البنوك وتحويل ملكيتها من القطاع العام إلى القطاع الخاص، وهو ما يفتح مجال المنافسة بين البنوك وحريتها في تحديد أسعار الفائدة، وفي توجيه القروض، حيث أن احتكار السلطة للبنوك وإجبارها على تحديد أسعار الفائدة وتوجيه القروض نحو مشاريع ومخططات تنموية ترغب الدولة في دعمها ماليا، يعمل على حدوث اختلالات في الاقتصاد الوطني من خلال عدم تخصيص الموارد المالية نحو المشاريع ذات الكفاءة الاقتصادية وهو ما يؤثر سلبا على الاقتصاد الوطني.

المطلب الثاني: وضعية السوق المالية الجزائرية

الفرع الأول: المؤسسات المنخرطة في بورصة الجزائر

رغم أن عمر بورصة الجائر يقارب السبعة عشر سنة، إلا أنها لا زالت تعرف نشاطا محتشما وخاصة فيما يتعلق بسوق الأسهم، حيث أن سوق السندات بدأت تعرف نشاطا ملاحظا إلا أنه كذلك يبقى بعيدا كل البعد عن المعايير العالمية للبورصات العالمية، حيث أن عدد المؤسسات التي قامت بعمليات على مستوى بورصة الجزائر يعتبر قليل جدا بالنظر إلى عدد المؤسسات في الجزائر وخاصة تلك التي تكتسب صيغة شركات الأسهم (SPA)، وفيما يلي أهم المؤسسات التي قامت بإصدارات على مستوى بورصة الجزائر:

أولا: إصدارات الأسهم: لم يتجاوز عدد المؤسسات الجزائرية التي قامت باللجوء العلني للدخار من أجل رفع رأس مالها أو تسعير أسهمها سوى مؤسستين فقط حيث يضم قسم بورصة الجزائر سهمين اثنين: مؤسسة صيدال ومؤسسة تسيير نزل "الأوراسي" وهما مؤسستين عموميتين رأس مالهما ملك للحكومة:

أ- شركة "الرياض سطيف": تقرر دخول "شركة الرياض سطيف" إلى البورصة في إطار برنامج خوصصة المؤسسات العمومية الجزائرية المقررة من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولية بتاريخ 29 أبريل 1998، و قد تمت هذه العملية خلال مرحلتين، حيث قامت الرياض سطيف أولا باللجوء إلى الادخار العلني بعد الحصول على تأشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة الذي سمح لها بزيادة رأس ماله بمليار دينار جزائري و ذلك عن طريق بيع مليون سهم بقيمة إسمية تقدر ب: 1000 دج، فتصبح هذه الأسهم في مرحلة ثانية مسعرة في البورصة حيث تحدد قيمتها بواسطة العرض و الطلب، فزيادة رأسمال الرياض سطيف عن طريق إصدارها لهذه الأسهم العادية الجديدة ساهمت في تمويل وتنمية القدرات الإنتاجية وعصرنة التجهيزات.

وبهذا تعد أسهم الرياض سطيف أول الأسهم التي تم تسعيرها في بورصة الجزائر، وذلك بعد القيام بدراسة الملف الخاص بها دراسة معمقة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والإقرار بتوفير الشروط اللازمة للتسعير بالبورصة، وتمت أول تسعيرة لأسهم الرياض سطيف يوم 13 سبتمبر 1999، وهو بذلك يعتبر

¹ Abdelkrim Naas, *Le système bancaire Algérien (de la décolonisation à l'économie de marché)*, Maison neuve, Paris, 2003, P 283.

يوم تاريخي لبورصة الجزائر لكونه أول يوم تفتح فيه أبواب المقصورة لمختلف الوسطاء بهدف تسعير الأسهم، ولقد كان سهم هذه المؤسسة أن كان موضوع طلب علني لإعادة الشراء وتحقق ذلك في سنة 2006.

ب- الشركة العمومية للفندقة "الأوراسي": يدخل قرار انضمام فندق الأوراسي إلى البورصة في إطار قرارات اللجنة الوطنية لمساهمات الدولة الخاصة بالخصوصية الجزئية للمؤسسات العمومية وذلك في اجتماعه يوم 05 فيفري 1998، بلغ رأس المال الاجتماعي لفندق الأوراسي آنذاك مليار و نصف دج موزع على 6 مليون سهم بقيمة 250 دج للسهم الواحد، و يهدف الأوراسي من خلال دخوله للبورصة إلى بيع 20 % من أسهمه من أجل توفير جزء من رؤوس الأموال اللازمة لتحقيق البرنامج المرسوم في إطار تجديد الشركة، حيث تم إصدار 1.200.000 سهم بقيمة 400 دج للسهم الواحد، و بعد النجاح الذي سجلته عملية العرض العمومي لبيع أسهم الأوراسي على مستوى السوق الأولي و تحقيق الشروط الضرورية للتسعير في السوق الثانوية، و التي تمت في 14 فيفري 2000 بسعر 400 دج للسهم.

ج- مؤسسة صيدال: أبدت صيدال نيتها في الدخول إلى البورصة منذ فيفري 1998، الشيء الذي تقرر خلال الجمعية العامة غير العادية للمؤسسة في 22 جوان 1998، حيث حصلت هذه الأخيرة على التأشير من لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بتاريخ 24 ديسمبر 1998، و تم فتح رأسمال صيدال عن طريق العرض العمومي للبيع الذي يخص 20 % من رأس المال الاجتماعي أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2000000 سهم بقيمة اسمية قدرها 256 دج للسهم ، أما 80 % من رأس المال الباقي فيبقى ملك الشركة العمومية كيمياء - صيدال.

د- أليانس للتأمينات: وهي شركة ذات أسهم تأسست سنة 2004 بواسطة مجموعة من المستثمرين الوطنيين، برأس مال قدره 800 مليون دج، حيث وطبقا للقانون رقم 09-375 المعدل والمتمم للأمر رقم 95-344 المحدد للحد الأدنى لرأس مال شركات التأمين والذي حدده من 01 مليار دج إلى 05 مليار دج ولذلك كان لزاما على المؤسسة رفع رأس مالها حيث قررت الجمعية رفع رأسمالها إلى 2.2 مليار دج، وذلك من خلال إصدار أسهم عادية للاكتتاب العام من خلال إصدار 1804511 سهم جديد بقيمة اكتتاب ب 830 دج، بقيمة إسمية تقدر ب 200 دج والفرق 630 دج يمثل علاوة الإصدار، حيث يمارس المساهم Maghreb Truk Company حقه في إعادة الاكتتاب في الأسهم المصدرة بعدد الأسهم التي يحوزها وبالتالي فهو يملك 90266 من الأسهم المصدرة.

هـ- شركة روية للمشروبات: وهي شركة مساهمة خاصة برأس مال اجتماعي يقدر ب: 849.195.000 دج، حيث تعتبر Africinvest Fund Ltd المساهم ذي الأغلبية في المؤسسة، قامت بفتح رأسمالها من خلال طرح: 2.122.988 سهم، ب: 400 دج للسهم الواحد.

ثانيا: إصدارات السندات: قامت عدة مؤسسات بإصدار هذا النوع من القيم المنقولة لتمويل مشاريعها الاستثمارية نظرا لعجز البنوك الجزائرية عن تمويل الاستثمارات الطويلة الأجل حيث نجد المؤسسات التالية التي قامت بإصدار السندات:

الجدول(34): عمليات إصدار السندات في بورصة الجزائر

معدل الفائدة (%)	تاريخ الاستحقاق	مبلغ العملية (مليار دج)	سنة الإصدار	
13	2003/01/03	12	1998	سوناطراك
04	2008/12/09	05	2003	
04	2006/07/15	1.32	2003	شركة إعادة التمويل الرهني SRH
4.5	2008/07/15	1.16		
03	2008/04/01	1.8	2004	الخطوط الجوية الجزائرية
3.75	2009/04/01	2.6		
03	2006/12/20	7.5		
3.75	2009/12/20	3.2		
04	2011/05/18	13.13		
04	2011/05/18	13.13		
3	2009/12/27	8	2004	سونالغاز
3.25	2010/12/27	4		
3	2011/12/27	8		
3.5	2011/12/27	1.8	2005	
4	2014/03/31	3.3		
4.2	2016/03/31	4.9		
4.65	2015/05/15	6	2006	
4.85	2017/05/15	5.560		
3.75 سنة 1		30	2008	
4 سنة 2				
4.5 سنة 3				
5 سنة 4				
5.5 سنة 5				
6.5 سنة 6				
3.75	2018/05/20	10	2009	
4	2020/05/20	10		
2.75	2010/50/20	5	2005	المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار ENTP
3.3	2011/06/14	4.45	2006	
3.5	2012/06/14	3.55		

3.85	2012/12/04	4	2007	
2.75	2007/11/13	3.35	2005	الجزائرية للاتصالات
3	2008/11/13	3.15		
3.85	2011/07/19	2.550	2006	الشركة العربية للتمويل التأجيري
4	2012/07/19	1.100		
3.85	2012/01/11	3.3	2007	
3	2010/12/11	4.08	2005	المؤسسة الوطنية للحفر ENAFOR
3.5	2011/12/11	3.92		
3.75	2013/04/07	6	2008	
3.75	2011/01/18	2.93	2006	سيفيتال
4	2012/01/18	2.07		
4.2	2009/06/03	0.3	2007	مؤسسة تكنولوجيات الإعلام والاتصال EEPAD TISP
4.8	2011/06/03	0.2		
4.1	2014/07/14	6	2009	مجموعة الأشغال العمومية والبناء حداد
4 سنة 1	2016/01/11	8.3	2009	شركة دحلي
4.25 سنة 2				
4.75 سنة 3				
5.25 سنة 4				
5.75 سنة 5				
6.25 سنة 6				
9.75 سنة 7				

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا تقارير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

ويمكن يمكن تلخيص طبيعة الملكية القانونية للمؤسسات التي قامت بإصدارات على مستوى بورصة الجزائر من خلال الجدول التالي:

الجدول(35): طبيعة الإصدارات التي تمت في بورصة الجزائر لغاية 2010/12/13

سندات		أسهم		طبيعة الإصدار
النسبة	العدد	النسبة	العدد	
75%	12	%25	04	عدد المؤسسات
16				المجموع

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول رقم (63).

كما يمكننا كذلك توضيح الطبيعة القانونية للمؤسسات التي قامت بإصدارات على مستوى بورصة الجزائر من خلال الجدول التالي:

الجدول(36): طبيعة الملكية القانونية للمؤسسات

خاصة		عمومية		نوع المؤسسة
النسبة	العدد	النسبة	العدد	
25%	04	%75	12	العدد
16				المجموع

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات لجنة مراقبة البورصة.

أما فيما يخص القيم المتداولة في بورصة الجزائر فيمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

الجدول(37): القيم المتداولة في بورصة الجزائر

السندات		الأسهم المتداولة		العدد
النسبة	العدد	النسبة	العدد	
%33	04	%50	02	العدد
12				المجموع

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على التقرير السنوي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2014.

نلاحظ أن عدد المؤسسات الجزائرية التي لجأت إلى البورصة لطرح قيم متداولة لم يتجاوز 16 حيث أن أغلب الإصدارات التي تمت في أغلبها كانت سندات حيث من أصل 16 مؤسسة قامت بإصدار في بورصة الجزائر فإن 04 مؤسسات فقط قامت بطرح أسهم للتداول وهو ما يمثل 25% فقط من إجمالي عمليات الإصدار، كما أن أغلب المؤسسات هي مؤسسات عمومية والتي تمثل نسبة 75% من المجموع الكلي في حين لم يتجاوز عدد المؤسسات الخاصة 04 مؤسسات وهو ما يمثل 25% من المجموع الكلي، في حين أن مؤسسة الرياض سطيف قامت بإعادة شراء الأسهم من الجمهور وبالتالي يصبح عدد الأسهم المتداولة سهمين فقط:

صيدال و الأوراسي، ومن هنا يتضح الأداء المتواضع لبورصة الجزائر بالنظر إلى الإمكانيات التي يتوفر عليها الاقتصاد الجزائري، فعلى سبيل المثال في البورصة المصرية نجد أن عدد الأسهم المسجلة والمتداولة تقدر بحوالي 120 سهم، وفي بورصة عمان وصل عدد الأسهم ما يقارب 139 سهم أما في بورصة نيويورك فيصل عدد الأسهم المتداولة يوميا بين 1600 و 1900 سهم.

إن هذا التطور النسبي في سوق السندات يمثل مرحلة هامة في مسار انتقال الاقتصاد الجزائري، إلى اقتصاد السوق ويرجع اختيار المؤسسات إلى اختيار هذا النوع من التمويل لعدة أسباب أهمها:

- عدم تفضيل البنوك الجزائرية تمويل المشاريع الاستثمارية الطويلة والمتوسطة الأجل.
- الجانب الغير تضحخي لتمويل السندات (تمويل دون إنشاء نقدي).
- يمثل مصدر متميز في تمويل نمو المؤسسات، من خلال تكلفته المنخفضة ومن خلال الوفورات الضريبية ذات الصلة باعتبار أن تكاليف الاستدانة يمكن خصمها من النتيجة الخاضعة للضريبة.
- إمكانية استفادة المؤسسات من أثر الرفع المالي والتي تكون إيجابية في غالب الأحيان.
- يشكل الاستثمار في السندات فرصة للمستثمرين من أجل التوظيف في أصول مالية ذات مردودية مرضية وذات خطر أخف.

الفرع الثاني: مميزات السوق المالية الجزائرية

قبل تقديم مميزات وخصائص السوق المالية الجزائرية لابد من التطرق أولا إلى الشروط العامة لقيام سوق مالية فعالة وكفاءة بإمكانها التمويل الطويل الأجل لاستثمارات المؤسسات سواء من خلال الأسهم أو السندات أو الأدوات المالية الأخرى.

أولا: الشروط العامة لقيام سوق مالية: هناك مجموعة من المعايير والمؤشرات التي يجب أن توفر من اجل قيام سوق مالية فعالة ومن أهم هذه الشروط يمكن أن نجد:¹

1- ارتفاع مستوى الدخل الحقيقي للأفراد: يتمثل الأعوان ذو فوائض أساسا في الأفراد الذين لا يجدون مجالا واسعا لاستثمار هذه الفوائض بمفردهم، لذلك يقدمونها بصفة مباشرة إلى الأعوان ذوي الحاجة لرؤوس الأموال لاستثمارها (المؤسسات)، لكن لا يمكن الحديث عن تشكيل الادخار بمستويات مقبولة في حالة تراجع القدرة الشرائية للأفراد و تدهور مستوى دخلهم الحقيقي، إذ توجد علاقة طردية بين تحسن هذا الأخير و توجيه الإدخار تجاه التوظيف في القيم المتداولة، و من ثم فإن الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للأفراد و منه مستوى معيشتهم، يؤدي إلى زيادة الادخار بشكل أكبر من الاستهلاك، الذي يوجه نحو الاستثمار.

2- الحرية الاقتصادية وضرورة تسويق الاقتصاد: لا يمكن قيام سوق مالية فعالة إلا في ظل نظام اقتصادي يقوم على المنافسة وحرية التعامل، و يلعب فيه الخواص دور الريادة في التنمية الاقتصادية حيث لا يتحقق كل هذا إلا في ظل اقتصاد السوق الذي يوفر أرضية لجلب الادخار بشكل مباشر من الأعوان ذوي الفوائض و

¹ براق محمد، مرجع سابق، ص 122-155.

توجيهها إلى شركات المساهمة المختلفة لاستثمارها في قطاعات متخصصة ويزيح احتكار السلطة للأنشطة الاقتصادية.

3- الانفتاح الكبير على الجمهور و التنوع في الأدوات المالية: تتميز السوق المالية ذات المستوى العالي للمبادلات و الفعالية، بالعدد الكبير للمتدخلين سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية، و تخلو من أي شكل للاحتكار، كما تفتقر إلى تجانس الأوراق المالية و ذلك بغرض إصدار أوراق مالية تناسب احتياجات و مصالح جميع الأطراف المشاركة في السوق، و عليه تقتضي عملية تنشيط السوق المالية الانفتاح الكبير على الجمهور بشكل واسع و تنوع الأوراق المالية بشكل يخدم كل طبقات المجتمع (من حيث شكلها، حجمها، مدتها، معدلاتها) بغرض تحفيز الأفراد على توظيف ادخارهم.

4- الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة: تحاول الهيئات المشرفة على تسيير السوق المالية المحافظة على مستوى معين للمعلومات عن المؤسسات، لذلك يفرض على جميع المؤسسات المشاركة في السوق نشر المعلومات بصفة دورية، خاصة بحالتها المالية لتجنب انهيار آليات السوق من جراء تخوف المدخرين من توظيف مدخراتهم في مؤسسات تجهل حالتها المالية، و لذلك تقاس فعالية البورصة بمدى قدرتها على تحقيق كفاءة إعلامية و الوصول إلى شفافية المعلومات لكل المتدخلين في السوق.

5- تخصيص الأموال المجمعة في الاستثمارات المنتجة و المربحة: إن بورصة القيم المتداولة الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة و المربحة، ذلك أن الأفراد يرفضون توظيف مدخراتهم في المشاريع ذات المردودية و الربحية الضعيفة، و عليه يعتبر وجود مؤسسات ذات مردودية و ربحية شرطا لازما لجذب الادخار و إعادة توجيهه نحو التنمية، كما يشترط أيضا تمتع السوق المالية بالمرونة التي تتيح تنقل الأموال الموظفة في مشاريع قائمة نحو مشاريع أخرى ترغب في توسيع نشاطها، بحيث يتيح للموظف توزيع مخاطره و البحث عن مشاريع ذات مردودية أعلى.

6- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي و استقرار القوانين: ينشأ عن غياب الاستقرار السياسي تخوف المدخرين المحليين والأجانب من التوظيف، لعدم اطمئنانهم لمصير رؤوس أموالهم إن وظفوها أو استثمارها في ذلك البلد لذلك يعتبر الاستقرار السياسي عامل جذب لرؤوس الأموال الفائضة لدى المدخرين وحسن توجيهها و تكون الدولة في هذه الحالة أكثر وفاء بالتزاماتها، بينما بالنسبة لاستقرار القوانين ووجود جهاز تشريعي مرن، فإن ذلك يعتبر من المتطلبات التي تساهم في ترقية و نمو سوق البورصة و عكس ذلك قد يؤثر سلبا على حرية تداول القيم المنقولة و تقييدها.

7- الحصول على عوائد معقولة مقابل توظيفاتهم و استثماراتهم المالية: تعتبر هذه النقطة شرطا أساسيا لتحفيز عدد أكبر من المدخرين للتوظيف و بشكل أوسع بدلا من استهلاك كل الدخل و يتحقق ذلك ب:

- وجود شركات مساهمة ناجحة: تتمكن من التأقلم مع تغيرات المحيط والمنافسة، بحيث تستحوذ على حصة معتبرة من السوق وتحقق أرباحا مهمة، كل ذلك يزيد من ثقة المستثمرين لاستثمار أموالهم في مثل هذه المؤسسات.

- رفع معدلات الفائدة: بحيث تكون محفزة للمدخرين على الاكتتاب في الأوراق المالية، ويكون معدلا حقيقيا أعلى من معدل التضخم.

- التخفيض من الأعباء الضريبية: الذي يعتبر عاملا للتحفيز على الادخار، وهذا سواء بالإعفاء أو التقليل من الضرائب على المدخرات المستثمرة أو على عوائدها.

- الحد من معدلات التضخم: أي المحافظة على الاستقرار النقدي، وذلك من خلال الحد من ارتفاع معدلات التضخم والسيطرة على ظاهرة التآكل النقدي، أضف إلى ذلك المحافظة على استقرار العملة وهذا بغرض استقطاب الادخار الأجنبي، والذي لا يكون إلا عند تأمين للمدخر الأجنبي إمكانية تحويل أرباحه السنوية إلى بلده الأصلي دون التعرض إلى التآكل النقدي، أو فقدان رأس ماله من جراء تراجع قيمة العملة.

8- وجود جهاز مصرفي متكامل و تكيف سوق المالية مع التحولات: يقدم الجهاز المصرفي دعما لوجود بورصة قيم فعالة ووسيلة مهمة لترقيتها و نموها، بما يقدمه من وساطة مالية لتعبئة الادخار و توفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع، و كذا التوسط بين عرض السيولة النقدية الفعلية و الطلب الحقيقي عليها، كذلك من الضروري أن يكون لبورصة القيم المتداولة إطار مؤسسي و تنظيم مرن يسمح لها بالتطور و التكيف على الدوام مع التغيرات الحاصلة، من ذلك مختلف الأزمات مهما كانت طبيعتها مجالها ووقتها سواء كانت وطنية أو عالمية، وعليه فإن البورصة تستطيع الانسجام مع التغيرات الطارئة بفضل تنظيمها الجيد و هياكلها المتينة و المرنة.

ثانيا: وضعية السوق المالية الجزائرية في ضوء الشروط العامة لقيام السوق المالية: من خلال الشروط العامة السابقة لقيام سوق مالية فعالة يمكننا تحديد مدى توفر الشروط السابقة ومدى تأثيرها على السوق المالية الجزائرية كما يلي:

1- وضعية الدخل الحقيقي للفرد الجزائري: إن تطبيق الإصلاحات الاقتصادية بهدف التحول نحو اقتصاد السوق أدى إلى حل وتصفية الكثير من المؤسسات العمومية، ورفع دعم السلطة العمومية عن دعم الأسعار وتحرير التجارة الخارجية أدى تسريح الآلاف من العمال مما أدى ذلك إلى ارتفاع معدلات البطالة وارتفاع الأسعار بأضعاف مضاعفة مما أدى إلى تدهور القدرة الشرائية للمواطن الجزائري وتراجع مستويات المعيشة، مما قلل من الدخل الحقيقي للأفراد وبالتالي انخفاض الادخار، حيث أن تفاقم الأزمة الاقتصادية الجزائرية مع نهاية الثمانينات والتي صارت تشكل الشغل الشاغل للمواطن البسيط، والسلطة بحيث أصبح من الصعب على المواطن الارتقاء أو حتى المحافظة على مستواه المعيشي في ظل التزايد المستمر للأسعار، فمع تحرير الاقتصاد في بداية التسعينات أدى إلى تحرير الأسعار وخاصة أسعار المواد الغذائية ورفع دعم السلطة وغيرها من المواد الأخرى بالإضافة إلى عدم مواكبة الأجور للزيادات في الأسعار، لأنه في حالة زيادة الأجور بنسبة معينة ما تلبث أن تتزايد أسعار السلع بنسب أكبر من نسبة زيادة الأجور وذلك لعدة أسباب منها:

- الزيادات في الأجور هي زيادات نقدية دون أن يقابلها في الواقع إنتاج مادي وهو ما يزيد من الكتلة النقدية وزيادة الأسعار نتيجة للتضخم.

- أن أغلب المواد الأساسية وخاصة المواد الغذائية (سكر، زيت، بن، قمح...) غير منتجة محليا ويتم استيرادها بالعملة الصعبة وهو ما يخضعها لزيادة التكلفة نتيجة للرسوم الجمركية ولتقلبات السوق العالمية والمضاربين في هذه السلع.

- عدم تحكم السلطة في آليات السوق وسيطرة المضاربين على الأسعار الذين يتحكمون في السلع من خلال عملية المضاربة ورغم هيبة الدولة وإمكانياتها المادية والبشرية فإنها تعجز عن تسيير المنافسة العادلة ويبقى المواطن البسيط رهينة لهؤلاء المضاربين، لأنه وحتى في انخفاض الأسعار في الأسواق العالمية فإن الاقتصاد الجزائري لا يستجيب لهذا الانخفاض بل يحافظ على المستوى المرتفع للأسعار ويستجيب فقط للزيادة.

وتشير آخر الإحصائيات أن أزيد من 25% من الجزائريين يعيشون تحت خط الفقر¹ كما تشير الإحصائيات الخاصة بمعدلات البطالة الرسمية إلى نسبة تقارب 12% وهي النسبة المقدمة من الحكومة في حين يقدرها خبراء آخرون بأنها تتجاوز عتبة 35%² وهو ما يعني أن نسبة مهمة من الشعب عاطلة عن العمل ولا تحصل على دخل وهو ما يؤدي إلى انخفاض الدخل المتوسط للفرد الجزائري.

2- مبدأ الحرية الاقتصادية: رغم إعلان الجزائر عن نهاية حقبة العهد الاشتراكي، والتوجه نحو اقتصاد السوق، وصياغة العديد من القوانين بهذا الشأن كقانون استقلالية المؤسسات العمومية، قانون الخصخصة، قانون تنظيم المنافسة، تكييف القانون التجاري وقانون العمل، وتهيئة العديد من المؤسسات للخصخصة إلا أنه يلاحظ أن الاقتصاد الجزائري ما يزال تحت رحمة السلطة التي لم تتسحب كليا من النشاط الاقتصادي ومازالت معظم المؤسسات الكبرى ملك للحكومة ولم يتم خصصتها حتى أن بعض المؤسسات التي كانت معدة للخصخصة تم إلغاء عملية خصصتها، كما أن الخواص لا يزالون بعيدون كل البعد عن المساهمة في النشاط الاقتصادي، ومن بين أهم النقاط التي يمكن ملاحظتها على الحرية الاقتصادية في الجزائر:

- تتشدد السلطة خاصة فيما يتعلق بحركة الأموال وخاصة خروج العملة الصعبة من الجزائر التي تخضع لإجراءات صارمة ومتشددة.

- إنه لا يمكن لشركات الاستيراد الأجنبية أن تمتلك رؤوس الأموال الأجنبية بنسبة 100% ولكن يتعين عليها أن تفتح مساهمتها بنسبة 30% لفائدة رؤوس الأموال الجزائرية.

- إنه لا يمكن بالنسبة إلى شركات الإنتاج الرغبة في الاستقرار بالجزائر، أن تتجز استثماراتها في المستقبل إلا في إطار الشراكة مع المتعاملين الجزائريين الذين يجب أن يحوزوا نسبة 51% من الرأسمال، مع إلزامية إعادة استثمار أرباح المزايا المرتبطة بالاستثمارات خلال أربع سنوات بعد تحقيقها، وفرض ضرائب على فوائض القيمة المتصلة بالامتيازات الممنوحة، وفرض رسوم على عمليات نقل فروع الشركات الأجنبية، وحق النظر والشفعة على عمليات التنازل عن الأصول التي تقوم بها المجموعات المحلية والأجنبية، أي أن أي مشروع يجب أن يترتب عليه دخول

¹ OCDE, Perspectives économiques en Afrique 2010, Banque Africaine de développement, 2010.

² Nacer Abbaci, **Traitement du chômage en Algérie**, collection L'état face aux débordements du social au Maghreb, Karthala, Rabat, 2009, P 98.

مبالغ من العملة الصعبة تفوق المبالغ التي تخرج من هذه العملة إذ أنه من الطبيعي أن تساهم المؤسسات الأجنبية الموجودة في الجزائر وتشارك في ثراء البلاد.

- شروط جديدة في مجال منح الصفقات العمومية للمؤسسات الأجنبية الذي يتجسد من خلال التقليل من عملية اللجوء إلى المؤسسات الأجنبية إلى أدنى درجة لفائدة المؤسسات العمومية، ويمكن بذلك أن تحصل المؤسسات الجزائرية على عقود من خلال عروض تفوق بنسبة 25 % العروض التي تقدمها المؤسسات الأجنبية المنافسة، في مقابل نسبة 15 % المعمول بها في الوقت الحاضر.

ومن أهم المؤشرات لقياس الحرية الاقتصادية نجد مؤشر معهد فريزر الذي يقيس مؤشر الحرية الاقتصادية في العالم بالاعتماد على مدى مساهمة السياسات والمؤسسات بالدول المختلفة، في دعم الحرية الاقتصادية، حيث يتكون من أربعة مقاييس:¹

- الإنفاق الحكومي قياسا إلى الاستهلاك العام، بالإضافة إلى التحويلات المالية، والدعم بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي، والمشروعات والاستثمارات الحكومية، ونسبة الضرائب على الدخل.

- الهيكل القانوني، والاستقلالية القضائية، وحماية حقوق الملكية، إضافة إلى العملية السياسية، ونزاهة النظام القانوني، والتنفيذ القانوني للعقود، والقيود الرقابية والتنظيمية على بيع العقارات.

- سهولة الوصول إلى المصادر الصحيحة للأموال، وتتضمن النمو النقدي، والحرية لامتلاك حسابات بنكية من العملات الأجنبية، وحرية التجارة الخارجية، فضلا عن الضرائب على التجارة الخارجية، والقيود التجارية الرقابية، وأسعار صرف السوق السوداء، والضوابط الدولية لأسواق المال، مثل القيود على الملكية، والاستثمارات الأجنبية، والضوابط المفروضة على رؤوس الأموال.

- التنظيمات الائتمانية، وتنظيمات العمل وقطاع الأعمال، ويشمل تنظيمات أسواق المال، مثل ملكية البنوك، ومنافسة البنوك الأجنبية، وائتمان القطاع الخاص، وضوابط أسعار الفائدة، علاوة على تنظيمات سوق العمل الحد الأدنى للأجور، والتنظيمات الخاصة بالتعيين في العمل. ويبدو أن التحسن في ترتيب الدول في مؤشر الحرية الاقتصادية قد يؤدي إلى زيادة تدفق الاستثمارات إليها. ويستخدم هذا المؤشر، غالبا، بواسطة خبراء البنك الدولي كمؤشر من المناخ الاستثماري للدولة.

بالاعتماد على المؤشرات السابقة فقد حلت الجزائر في المركز 14 عربيا و143 عالميا، في مؤشر الحرية الاقتصادية في عام 2013، بعد أن كان تصنيفها 140 سنة 2012 العاشر عربيا وال131 عالميا سنة 2011²، وهي مراتب متراجعة نوعا ما.

3- التنوع في الأدوات المالية: لقد أجاز القانون التجاري الجزائري مجموعة من القيم المتداولة التي يمكن تداولها في بورصة القيم المنقولة حيث تم تحديدها أساسا في: الأسهم، شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت، سندات المساهمة، سندات الاستحقاق، سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، سندات استحقاق ذات قسيمة اكتتاب بالأسهم، وهو ما يبين محدودية القيم المنقولة في القانون التجاري الجزائري، وعدم وجود

¹ <http://www.fraserinstitute.org/fr/programs-initiatives/economic-freedom.aspx>, voire le 19/01/2014.

² <http://www.fraserinstitute.org/research-news/research/display.aspx?id=12984>, voire le 19/01/2014.

تنوع كبير في القيم المنقولة حيث نلاحظ الغياب التام لمنتجات المشتقات المالية وغيابها التام رغم أن هذا النوع من الأدوات المالية ظهر منذ فترة طويلة، وحتى بالنسبة للأدوات المذكورة فإنها غير واضحة المعالم وغير مفهومة، كما أن الأوراق المالية المدرجة في بورصة الجزائر تتمثل فقط في الأسهم العادية والسندات، وهذا ما يحرم المستثمرين من مزايا التنوع في استثماراتهم حيث أن التنوع في الأدوات المالية يؤدي إلى التخفيض في المخاطر المالية.

4- الكفاءة الإعلامية للبورصة: إن من شروط إصدار الأوراق المالية في بورصة الجزائر إعداد المؤسسات الراغبة في الإصدار لنشرية معلومات (notice d'information) و ذلك حسب النموذج المحدد من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والمحددة في الأمر رقم 97-03 الصادر بتاريخ 1997/11/30 حيث يحدد فيه: الهيكل التنظيمي للمؤسسة، مسيري المؤسسة، تطور نشاطها، وضعيتها المالية، عوامل الخطر المحتملة، ومميزات عمليات الإصدار التي ترغب بها المؤسسة، بحيث تسمح للمستثمرين باتخاذ قراراتهم، كذلك تقوم بورصة الجزائر بنشر البيانات المالية (الميزانيات، وجدول حسابات النتائج) للمؤسسات المصدرة، كما تقوم بنشر نهاية كل سنة تقرير سنوي حول مختلف العمليات التي قامت بها خلال السنة فيما يخص القيم المنقولة كما يتضمن التقرير معلومات عن البيئة الوطنية في مختلف المجالات المالية والاقتصادية وأهم الأحداث وكذلك معلومات عن أهم أحداث البيئة الدولية وتأثير هذه الأحداث على النظام المالي الجزائري والاقتصاد ككل، وكذلك مختلف الإجراءات والتدابير التي تتخذها اللجنة من أجل الرفع وتحسين أداء بورصة الجزائر، كما تقوم بنشر معلومات مالية دورية عن نشاطات المؤسسات المسعرة في البورصة، وبالتالي يمكن القول بأن الكفاءة الإعلامية لبورصة الجزائر هي جيدة وفي تطور مستمر وفي كل سنة هناك إجراءات من أجل رفع هذه الكفاءة الإعلامية.

إلا أنه يلاحظ في المقابل غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع الجزائري، وذلك لجهل الفئات العريضة لمفهوم البورصة وأهميتها، وحتى عند المتعلمين وخريجي الجامعات فأغلب المواطنين يعرفون البنوك فقط كمستودعات لحفظ الأموال وخاصة الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط حيث يفضله المواطنون من أجل الحصول على السكن، كما أن الأمية تمثل عائقا حقيقيا أما الأفراد لاستثمار أموالهم في القيم المتداولة حيث تشير إحصائيات الديوان الوطني لمحو الأمية وتعليم الكبار، أن نسبة الأمية في الجزائر تصل إلى 22.1 في المائة بعد ثلاث سنوات من بدء تنفيذ الإستراتيجية الوطنية لمحو الأمية عام 2007، وهي تبقى مرتفعة نوعا ما ويقصد بمفهوم الأمي في الجزائر ذلك الشخص الذي لا يعرف القراءة والكتابة، في حين تغير هذا المفهوم في الدول المتقدمة ليصبح الشخص الذي لا يحسن التعامل مع تكنولوجيات الإعلام والاتصال، وبهذا المفهوم فإن النسبة سوف ترتفع أكثر من 22.1% لتصل لمعدلات أكثر ذلك أن أغلب الجزائريين غير متصلين بشبكة الإنترنت، كذلك عدم وجود إعلام متخصص في نشاط البورصة والتطورات الاقتصادية بأنواعه مما يجعل نسبة كبيرة من المجتمع الجزائري لا تعرف أبجديات البورصة.

5- تخصيص الأموال المجمعة في الاستثمارات المنتجة والمربحة: تعاني بورصة الجزائر من قلة عدد المؤسسات المنخرطة فيها بحيث نجد 16 مؤسسة فقط قامت بعمليات على مستوى البورصة، وهو يمثل رقم

هامشي إذا ما قورن بعدد شركات المساهمة في الجزائر في عدة قطاعات، كما نجد أن القطاع العام يسيطر على حوالي 80% من مجموع استثمارات المؤسسات الجزائرية، بالإضافة على عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في البورصة، بالإضافة إلى ذلك فإن حيازة ما تم إصداره محدد بسقف معين لا يمكن تجاوزه ضمنا لحيازة السلطة للأوراق المالية المصدرة، ويمكن إرجاع محدودية الأوراق المالية المعروضة إلى:

- النسبة الأكبر من المؤسسات التي انخرطت في البورصة هي مؤسسات عمومية حيث تم فتح رأسمالها في حدود 20% وقلة المؤسسات الخاصة التي تكتفي بإصدار السندات فقط.

- اقتصار الاكتتاب في الإصدارات وخاصة السندات على المؤسسات النظامية والمؤسسات المالية دون الجمهور العام الذي يعتبر نوع من الاحتكار وهو ما يتنافى مع مبادئ المنافسة واقتصاد السوق.

- بطء عمليات خوصصة المؤسسات العمومية والتي يمكن أن تساهم في زيادة عرض الأوراق المالية في السوق وإضفاء نوع من الحيوية على نشاط البورصة، حيث كان من بين أهم الأهداف لإنشاء بورصة الجزائر هو خوصصة المؤسسة العمومية عن طريق البورصة وهو ما لم يتحقق لغاية اليوم.

6- الاستقرار السياسي واستقرار القوانين: في الأعوام الأخير تحقق قدر كبير من الاستقرار السياسي والأمني، بحيث تراجع الخطر الأمني الإرهابي بشكل واضح خصوصا مع سياسة المصالحة الوطنية، وقد تراجعت الجزائر من حيث درجة التهديد الإرهابي في العالم من المركز السابع الذي صنفت فيه خلال سنة 2009 إلى المركز 36 حسب التقرير الدولي الذي أعدته مؤسسة الاستشراف والتحليل "مابل كروفنت"، الكائن مقرها في لندن، والتي شملت قائمتها 196 دولة، وترتكز الهيئة البريطانية في تصنيفها على جملة من المؤشرات الأساسية التي تشمل عدد الهجمات الإرهابية وتكرارها وكثافتها، بالإضافة إلى احتمال حدوث خسائر بشرية، مع الاعتماد على بيانات تاريخية للعام السابق، بغرض الحصول على تقييم مستقبلي للعام الذي يليه¹، أما فيما يخص استقرار القوانين والتشريعات ونظرا لحدثة السوق المالية الجزائرية وقلة الخبرة في هذا المجال، فإن القوانين ظلت والتشريعات ظلت تظهر باستمرار ودون توقف وذلك بهدف معالجة مختلف النقائص والثغرات التي توجد في القوانين السابقة فنجد أن عدد القوانين الخاصة بالبورصة منذ إنشائها يصل إلى 21 قانونا، وبالتالي فإن القوانين لا تعرف استقرارا بل تتميز بالتغير والتحويلات الدائمة، وهو نفس الشيء بالنسبة للقوانين الأخرى وخاصة ذات العلاقة بالنشاط الاقتصادي (قوانين المالية، قوانين الاستثمار، الضرائب، ...) التي لا تتمتع كذلك بالاستقرار بحيث هي دائمة التغير والتجديد.

7- الحصول على عوائد مقبولة مقابل التوظيفات: من بين أهم نجاح نشاط البورصة هو حصول المستثمرين على عوائد مقبولة مقابل توظيفاتهم في الأوراق المالية المختلفة وذلك من خلال:

- وجود شركات مساهمة ناجحة: يوجد في الجزائر العديد من شركات المساهمة الناجحة والتي تحقق نتائج إيجابية مهمة بإمكانها تفعيل بورصة الجزائر ومن بين أهم هذه الشركات يمكن أن نجد ما يلي:

¹ <http://www.maplecroft.com/> voire le 20/01/2011.

الجدول(38): أهم شركات المساهمة في الجزائر

المؤسسات	القطاع
<ul style="list-style-type: none"> - شركات صناعة الإسمنت. - شركات الأشغال العمومية. - شركات صناعة الآجر. 	البناء والأشغال العمومية
<ul style="list-style-type: none"> - المطاحن. - شركات صناعة المشروبات. - شركات صناعة الحلويات والمواد الغذائية الأخرى. 	الصناعات الغذائية
<ul style="list-style-type: none"> - البنوك العمومية والخاصة. - شركات التأمين. - الصناديق الاستثمارية. 	الخدمات المالية
<ul style="list-style-type: none"> - شركة توزيع الكهرباء والغاز - شركة توزيع المياه. 	الخدمات العامة
<ul style="list-style-type: none"> - الخطوط الجوية الجزائرية. - طيران الطاسيلي. 	النقل الجوي
<ul style="list-style-type: none"> - فندق الشيراتون. - فندق السوفيتال. - فندق الأوراسي. - فندق السفير. - الديوان الوطني للسياحة. 	خدمات الفنادق والسياحة
<ul style="list-style-type: none"> - صيدال. 	الأدوية
<ul style="list-style-type: none"> - الجزائرية للاتصالات. - أوراسكوم الجزائر. - الوطنية للاتصالات. 	الاتصالات
<ul style="list-style-type: none"> - سوناطراك. - نפטال. - مؤسسات استغلال المناجم. - مؤسسات التنقيب عن المياه. 	المحروقات والمناجم

المصدر: من إعداد الطالب

من خلال الجدول السابق يمكن الاستنتاج أن الجزائر تحوز على شركات مهمة وناجحة وطنيا وتحقق نتائج مهمة وتكتسب حصة سوقية محترمة من السوق الوطني الجزائري بحيث بإمكان هذه المؤسسات الانخراط في البورصة نظرا لتوفرها على الشروط اللازمة للانخراط في البورصة كما تكتسب هذه المؤسسات سمعة جيدة لدى المجتمع الجزائري بحيث تضي هذه السمعة نوع من الأمان عند الاستثمار في هذه المؤسسات وذلك لتوفر الضمانات الكافية لاسترجاع أموال المستثمرين.

- رفع معدلات الفائدة: يجب أن تكون معدلات الفائدة المقدمة من طرف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية معدلات مجزية وذلك من أجل تحفيزهم على الاستثمار في هذه الأوراق المالية وبإلقاء نظرة على معدلات الفائدة المقترحة من طرف المؤسسات التي قامت بإصدار سندات والتي يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول(39): معدلات الفائدة الحقيقية لسندات المؤسسات الجزائرية

معدل الفائدة الحقيقي % معدل الفائدة الاسمي - معدل التضخم	معدل التضخم %	معدل الفائدة المقترح %	المؤسسة
2.3	5.7	8.5	سوناطراك
0.45-	5.7	4.25	شركة إعادة التمويل الرهني
1.33-	5.7	4.37	الخطوط الجوية الجزائرية
1.9-	5.7	3.8	سونالغاز
0.82-	5.7	4.88	
1.82-	5.7	3.88	
2.35-	5.7	3.35	المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار
2.82-	5.7	2.88	الجزائرية للاتصالات
1.8-	5.7	3.9	الشركة العربية للتمويل التأجيري
2.3-	5.7	3.4	المؤسسة الوطنية للحفر
1.2-	5.7	4.5	إبياد
1.6-	5.7	4.1	مؤسسة حداد
0	5.7	5.7	مؤسسة دحلي

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجداول السابقة

معدل الفائدة الحقيقي هو: " معدل الفائدة الذي يأخذ بعين الاعتبار لمعدل التضخم المتوقع، وذلك من أجل عكس مردودية أو التكلفة الحقيقية للدين "1، وبالتالي فإنه من خلال الجدول السابق فإنه يلاحظ انخفاض معدلات الفائدة الحقيقية على سندات المؤسسات التي قامت بإصدارها على مستوى بورصة الجزائر وذلك نظرا لارتفاع معدل التضخم وبالتالي فإن ذلك لا يشكل حافزا للمستثمرين من أجل حيازة هذه السندات وذلك نظرا لأن المردودية المتوقعة سوف تمتص بواسطة معدلات التضخم المرتفعة من خلال ما يعرف بالتآكل النقدي.

- التخفيض من الأعباء الضريبية: منذ قيام الإصلاحات الجبائية في الجزائر بداية من سنة 1992 فإنه يلاحظ تخفيضات مهمة لصالح المؤسسات الاقتصادية بهدف الرفع من كفاءتها وفعاليتها وتشجيعها على إعادة استثمار الأرباح المحققة حيث يمكن ملاحظة الإيجابيات التالية:

¹ Frederic Mishkin, Monnaie, banque, et marchés financiers, Pearson éducation France, Paris, 2010, P 102.

* انخفاض معدل الضريبة على أرباح الشركات منذ تأسيسه:

الجدول(40): تطورات معدل الضريبة على أرباح الشركات

السنة	1992	1993	1999	2006
المعدل العادي	42%	38%	30%	25%
المعدل المخفض	33%		15%	12.5%

Source : Ahmed Tessa, Ibrahim Hammadou, Fiscalité de l'entreprise, Pages bleues, Bouira, 2010, P 67.

* ابتداء من قانون المالية التكميلي لسنة 2015 فإن معدل الضريبة على أرباح الشركات المحقق يقدر ب:

- 19% بالنسبة لنشاط الإنتاج.

- 23% بالنسبة لنشاط البناء والأشغال العمومية والري وكذلك الأنشطة السياحية.

- 26% بالنسبة للنشاط التجاري

* قرر القانون الجزائري مجموعة من الإعفاءات الدائمة والمؤقتة من الضريبة على أرباح الشركات ومن أهم هذه

الإعفاءات يمكن أن نجد:

الجدول(41): الإعفاءات من الضريبة على أرباح الشركات

الإعفاءات المؤقتة	الإعفاءات الدائمة
<p>- إعفاء لمدة 05 سنوات في حالة إنجاز المؤسسة المنشأة حديثاً إذا وفرت أكثر من 100 منصب عمل.</p> <p>- تخفيض ب 50% من الضريبة على ارباح الشركات في حدود 5% من الربح الصافي وبسقف يقدر ب 1000.000 دج لفائدة المؤسسات التي توفر مناصب عمل دائمة لمدة 04 سنوات.</p> <p>- المؤسسات السياحية تستفيد من إعفاء لمدة 10 سنوات بداية من تاريخ انطلاق النشاط.</p> <p>- المؤسسات المنشأة بواسطة ANSET et CNAC تستفيد من إعفاء من 03 سنوات إلى 06 سنوات (06 سنوات إذا كانت النشاطات في المناطق التي يراد ترقيتها).</p> <p>- مؤسسات الوساطة البنكية لتسيير الأصول ومؤسسات تغطية الحقوق معفاة من الضريبة من 03 سنوات إلى 05 سنوات (05 سنوات إذا أنشأت 05 مناصب عمل).</p> <p>- المؤسسات المنشأة بواسطة الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (ANDI) حيث أن مدة الإعفاء محددة بواسطة هذه الهيئة حسب أهمية المشروع ومكان إنجازه.</p> <p>- الأرباح المحققة من النشاطات المنجزة من طرف المؤسسات في ولايات: إليزي، تندوف، أدرار، تمنراست، والتي تتبع ضريبيا لهذه الولايات تستفيد من تخفيض من الضريبة ب 50% لمدة 05 سنوات بدءاً من 2010/01/01 باستثناء المؤسسات العاملة في مجال المحروقات.</p>	<p>- الصناديق التعاقدية الفلاحية (العمليات المنجزة مع الفلاحين ومربي الموشى).</p> <p>- التعاونيات الفلاحية المعتمدة من طرف المصالح الفلاحية.</p> <p>- التعاونيات الاستهلاكية المؤسسة من الهيئات العمومية.</p> <p>- المؤسسات التي تنجز سكنات اجتماعية، سكنات ريفية، سكنات اجتماعية تساهمية.</p> <p>- المؤسسات التي تقوم بتصدير منتجات خارج المحروقات.</p> <p>- النشاطات الكبرى المتعلقة بالدفاع الوطني.</p>

* كذلك أقر قانون المالية لسنة 2010 إعفاء النواتج المتأتمية من إيرادات الأسهم والسندات لمدة 05 سنوات بداية من 2010/01/01.¹

8- وجود جهاز مصرفي متطور: لا يزال النظام المصرفي الجزائري يعاني من عديد الصعوبات، وبالرغم من جهود السلطات لتطوير وتحديثه سواء من الناحية التشريعية أو من ناحية تطبيق أساليب التسيير المصرفي، ومحاولة التحديث التكنولوجي إلا أن هذه الجهود مازالت لم تحقق الأهداف المرجوة منها وما مازال النظام متأخرا عن التطورات العالمية وبدون شك فإن تأخر هذا النظام سوف يؤثر بدوره على كفاءة فعالية بورصة القيم المنقولة، باعتبار البنوك أحد الفاعلين الأساسيين في نشاط البورصة باعتبارها تلعب دور الوسيط في المعاملات المالية الخاصة بالقيم المنقولة.

وفي هذا الصدد كشف صندوق النقد الدولي في تقرير حول الاقتصاد الجزائري، أن تسيير المنظومة المصرفية الجزائرية يتم بطريقة غير عقلانية، مضيفا أن الطريقة المنتهجة تهدد بكارثة اقتصادية واجتماعية، في حال عدم إعادة النظر السريع في آليات تسييرها، مضيفا أن بنك الجزائر فشل في تحمّل مسؤولية تسيير التضخم الذي يعتبر سرطان الاقتصاد، ولا يتحمل مسؤولية كبح جماحه سوى البنك المركزي المخولة له صلاحية تحديد السياسة النقدية والتحكم في التسيير الجيد لمعدلات التضخم.

وكشف التقرير الموجه لبنك الجزائر، أن معدلات التضخم الحقيقية في الجزائر تتجه نحو مستويات خطيرة يصعب التحكم في عواقبها الاقتصادية والاجتماعية في حال عدم إسراع القائمين على السياسة النقدية إلى فرض سياسة حكيمة، بعدما قفزت معدلات التضخم من 1.38 % سنة 2005 إلى 2.31 سنة 2006 ثم 3.86 سنة 2007 و 5.74 % سنة 2009، و 5.6 % سنة 2012 وهو ما اعتبر بمثابة قفزة خطيرة جدا على الاقتصاد الوطني بالنظر إلى معدلات الفائدة الاسمية التي تطبقها البنوك التجارية على زبائنها والتي نزلت من حوالي 7 % سنة 2004 إلى حوالي 4.5 % وهذا يعني خسارة كبيرة في التعاملات المصرفية، مما أدى إلى دفع الاقتصاد الوطني إلى أن يصبح اقتصادا وهميا مبتعدا شيئا فشيئا عن الاقتصاد الحقيقي، نتيجة الزيادة غير الطبيعية في معدلات التضخم بدون زيادة مماثلة في معدلات الفائدة الاسمية، وهو ما كان وراء انخفاض معدل الفائدة الحقيقي، ومن تم انخفاض في القيمة الحقيقية للتعاملات الاقتصادية الوطنية لأن معدل الفائدة الاسمي المطبق في الجزائر حاليا يوجد في مستوى أقل من مجموع معدل التضخم والفائدة.

الفرع الرابع: تقييم البورصة في الجزائر

تقيم أي بورصة من خلال العديد من المعايير وذلك من اجل الحكم على كفاءتها ومدى مساهمتها في تمويل الاقتصاد، وتنشيط الحركة الاقتصادية وكذلك من أجل معرفة طبيعة النظام التمويلي القائم، سواء على اقتصاد المديونية أو اقتصاد الأسواق المالية.

أولا: معايير تقييم البورصة: توجد العديد من المعايير لتقييم البورصة من أهمها:

أ- تمويل الاستثمارات و معدل الوساطة البنكية: وذلك من خلال

¹Ahmed Tessa, Ibrahim Hammadou, OP-CIT, P 105

1- معيار تمويل الاستثمارات: أي مدى مساهمة سوق رؤوس الأموال في تمويل الإستثمارات، و يمكن قياس ذلك بواسطة العلاقة التالية:

[مبلغ الإصدارات الجديدة (أسهم فقط أو أسهم و سندات)] / (مبلغ الاستثمار الإجمالي خلال الفترة)

ويمثل أيضا مدى التمويل المباشر غير التضخمي للمشاريع من غير اللجوء إلى الوساطة المالية (التقليدية) التي قد تتسبب في إحداث تضخم من خلال ظاهرة التوسع النقدي بواسطة مضاعف الاستدانة.

2- معدل الوساطة البنكية: و المتمثل في العلاقة التالية:

مبلغ القروض الجديدة الممنوحة للاقتصاد / مبلغ الاستثمار الإجمالي خلال الفترة

والذي يقيس مدى مساهمة التمويل غير المباشر من طرف الجهاز المصرفي للاقتصاد، بحيث أن ارتفاع هذا المعدل هو دليل على سيادة نظام اقتصاديات المديونية، بينما يمثل انخفاضه دليل على سيادة نظام اقتصاديات الأسواق المالية على النظام المالي المطبق في البلد.

ب- عدد المتدخلين: و الذي يمثل مؤشرا على مدى فعالية السوق المالية سواء كانوا عارضين لرؤوس الأموال أو طالبين لها، كما يعتبر معيارا يسمح بمعرفة درجة جذب البورصة لمختلف الأعوان الاقتصاديين في بلد معين.

ت- الرسملة البورصة و انتشارها (القيمة الجارية للسوق): و هي القيمة السوقية لمجموع الأوراق المالية المقيدة، و التي لا تقارن بمثلتها في بلد آخر، و لكن مع واحد من مؤشري النشاط الوطني و حجم الاقتصاد (الناتج الوطني الإجمالي أو الناتج الداخلي الإجمالي)، و ذلك قصد الحصول على مؤشر يدلنا على أهمية سوق البورصة في الحياة الاقتصادية العامة.

الرسملة البورصية (القيمة السوقية الإجمالية لكل الأوراق المقيدة) / الناتج الوطني الإجمالي (أو الناتج الداخلي الإجمالي)

كما يعتبر التشتت أو تمركز الرسملة البورصية على مختلف أنواع الأوراق المالية مؤشرا أيضا، يتيح لمسيري المحافظ المالية إمكانية تنويع مخاطر محافظتهم على مختلف المؤسسات، ولمعرفة انتشار الرسملة البورصية تطبق المعادلة التالية:

الرسملة البورصية لأكبر عشرة مؤسسات / الرسملة البورصية الكلية.

ج- حجم المبادلات: وهو معيار يقيس مدى نشاط المكان المالي و السيولة المالية، و منه الإمكانية المتاحة من قبل السوق لتبادل الأوراق المالية بأسعار حسنة و تقاس حجم المبادلات بمعدل دوران النشاط الكلي للسوق و الذي يتمثل في العلاقة التالية:

حجم المبادلات (القيمة الكلية للمبادلات السنوية) / الرسملة البورصية الكلية.

ثانيا: تطبيق معايير التقييم على بورصة الجزائر: من خلال المعايير السابقة يمكن تقييم بورصة الجزائر من خلال ما يلي:

أ- تمويل الاستثمارات ومعدل الوساطة البنكية: من خلال المؤشرين التاليين:

1- تمويل الاستثمارات = الإصدارات الجديدة/المبلغ الإجمالي للاستثمار خلال الفترة: يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول(42): معدل تمويل الاستثمارات من خلال البورصة للفترة 2004-2009

السنة	2004	2005	2006	2007	2008	2009
الاستثمارات الإجمالي (مليون دج)	386 402	511 529	707 730	932 101	2 401 890	907 882
الإصدارات الجديدة (مليار دج)	49.29	62.72	44.89	7.8	36	31
معدل تمويل الاستثمارات	%13	%12	%6	0.8%	%1	%3

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على تقارير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للفترة: 2004-2009+ إحصائيات الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار للفترة: 2004-2009.

نلاحظ من خلال الجدول السابق انخفاض مساهمة بورصة الجزائر في تمويل الاستثمارات الجديدة، ونجد أنها منخفضة جدا، وتساهم بقدر ضئيل في التمويل رغم تزايد معدلات الاستثمارات إلا أنها تبقى بعيدة كل البعد عن المساهمة في تمويل الاستثمارات بالجزائر، حيث أن آخر إصدار في بورصة الجزائر كان سنة 2013 وهو عبارة عن أسهم عادية ب: 2 122 988 سهم ب: 400 دج للسهم، منها 04% لمستخدمي المؤسسة، والباقي للجمهور أي: 849 مليون دج قيمة الإصدار الإجمالي.

2- معدل الوساطة البنكية = مبلغ القروض الجديدة الممنوحة للاقتصاد / مبلغ الاستثمار الإجمالي:

سنوضح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول(43): معدل الوساطة البنكية للفترة 2002-2013

السنة	القروض الممنوحة للاقتصاد (مليار دج)	المبلغ الإجمالي للاستثمار (مليون دج)	معدل الوساطة البنكية
2002	638.8	67	9522
2003	606.6	235	2578
2004	706.1	200	3530
2005	856.4	115	7443
2006	989.7	319	3100
2007	1179.1	351	3358
2008	1426.1	670	2128
2009	1766.8	229	7711
2010	1955,7	122	16024
2011	2 361,7	156	15143
2012	2 924,0	77	37947

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على إحصائيات الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار للفترة 2002-2012+تقارير بنك الجزائر للفترة 2002-2012.

لقد تم اختيار القروض المتوسطة والطويلة الأجل فقط لأنها تكون موجهة لتمويل الاستثمارات الطويلة الأجل وعدم الأخذ بعين الاعتبار القروض القصيرة الأجل وذلك باعتبار أنها لا تكون موجهة لتمويل الاستثمارات وإنما تكون موجهة لتمويل نشاطات الاستغلال والنشاطات القصيرة، كما تم اختيار الاستثمارات التي مرت على الوكالة الوطنية لدعم الاستثمار، حيث هناك عدة استثمارات لا تمر على هذه الوكالة.

ويلاحظ ارتفاع معدل الوساطة البنكية حيث تفوق القروض الممنوحة للاقتصاد مبلغ الاستثمارات أي أنها تمكنت من تغطية الاستثمارات، وهو مؤشر على أن اقتصاد الجزائر هو اقتصاد قائم على المديونية الذي يعتبر تمويل يساهم في رفع التضخم وليس اقتصاد الأسواق المالية الذي يتميز بأنه تمويل غير تضخمي وكل ذلك مؤشر على ضعف أداء بورصة الجزائر.

ب- عدد المتدخلين: يمكن توضيح عدد المتدخلين في بورصة الجزائر كما يلي:

1- المتعاملون: يتمثلون في الأشخاص المعنويين الذين يلجؤون إلى البورصة بواسطة العرض العمومي للادخار لتمويل نشاطهم، ونجد في بورصة الجزائر وإلى غاية 2010/12/31 أن عدد المؤسسات التي قامت بنشاطات على مستوى البورصة لا يتجاوز 16 مؤسسة بينما القيم المتداولة لا تتجاوز 6 قيم: سهمين و أربع سندات، وهو يمثل رقم ضعيف جدا وخاصة بالنسبة للأسهم إذا ما قورن بالنسيج المؤسسي المهم في الجزائر، وإذا أخذنا بعين الاعتبار وصول أجل استحقاق السندات وعدم دخول مؤسسات أخرى لطرح الأوراق المالية.

2- الوسطاء (IOB) هم الأشخاص الذين يقومون بعمليات الوساطة في البورصة ويتولون القيام بالعديد من المهام مثل: التفاوض لصالح زبائنهم، تقديم النصائح لتوظيف القيم المنقولة، تسيير محفظة القيم، توظيف القيم

المنقولة والمنتجات المالية، حيث يمكن ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية المؤسسة لهذا الغرض، ويبلغ عدد الوسطاء في بورصة الجزائر 06 وسطاء ممثلين في: BNA, BADR, BDL, CNEP BANQUE, BEA, CPA، نلاحظ أن عدد الوسطاء كذلك قليل جدا بحيث لا يتجاوز 06 وسطاء وهو رقم ضعيف.

3- ماسكي الحسابات حافضي الحسابات: وتتمثل وظيفة ماسكي الحسابات حافضي السندات في تسجيل السندات باسم صاحبها في الحساب من جهة أي الإقرار بحقوق صاحب السندات على هذه السندات ومن جهة أخرى حفظ الأرصدة بالسندات المطابقة حسب كفاءات خاصة بكل إصدار للسندات¹ حيث يتولى ماسك الحسابات حراسة وإدارة السندات التي يعهد إليها باسم أصحابها ويمارس نشاطه بكل عناية وإخلاص مع إعطاء الأولوية لمصالح زبائنه،² و يتمثل الأشخاص الذين بإمكانهم القيام بهذه الوظيفة في: البنوك والمؤسسات المالية، الوسطاء في عمليات البورصة، المؤسسات المصدرة للأوراق المالية والتي تتولى إدارتها بنفسها، المؤسسات المرخص لها القيام بعمليات بنكية.

ويبلغ عدد الأشخاص المؤهلين للقيام بهذه الوظيفة في بورصة الجزائر 07 أشخاص وكلهم أشخاص معنويون يتمثلون في الهيآت التالية: BDL, BEA, BADR, CPA, BNA, CNEP, BNP PARIBAS EL .DZAZAIR

4- هيآت التوظيف الجماعي للأموال (OPCVM): وهي هيآت يتم تأسيسها من أجل تكوين وتسيير محافظ القيم المنقولة لحساب الآخرين، فهي هيآت مؤهلة لجمع الادخار حتى لو كان متواضعا وذلك من أجل توظيف هذا الادخار في البورصة عن طريق سياسة توظيف دقيقة، وهي بذلك تشكل وسيلة لتوظيف ادخارات الأشخاص الذين لا يرغبون في المخاطرة في البورصة بحيث يوكلون هذه الهيآت من أجل توظيف ادخاراتهم باسمهم، وذلك نظرا لأن هذه الهيآت تتمتع بالخبرة والكفاءة في اختيار الفرص الاستثمارية للتوظيف وبذلك فهي توفر نوع من الاطمئنان للأشخاص الذين يرغبون في الاستثمار في القيم المنقولة، ويوجد في الجزائر هيئة واحدة فقط تقوم بهذه المهمة تتمثل في شركة الاستثمار المالي التي تأسست سنة 1998 من خلال شراكة بين: BNA, BDL, SAA.

ت- الرسملة البورصية: وهي تعبر عن القيمة السوقية لكل الأوراق المقيدة في البورصة التي يتم مقارنتها بالنتائج الوطني الإجمالي (PIB) وذلك بهدف تقديم مؤشر عام على أهمية البورصة في الحياة الاقتصادية. الرسملة البورصية = القيمة الإجمالية للأوراق المقيدة/النتائج الوطني الإجمالي. يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

¹ المادة الأولى من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-02 المؤرخ في 18/03/2003 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات.
² المادة 11 من نفس القانون.

الجدول(44): الرسملة البورصفة لبورصة الجزائر للفترة 2004-2013

السنة	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PIB(مليار دج)	4827	5199	5567	5990	6363	6785	11991	14526	16115	16569
قيمة الأوراق المقيدة (مليار دج)	11	11	7	7	7	7	7	14	13	14
الرسملة البورصفة	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.0008	0.0008

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للفترة 2004-2013+

إحصائيات وزارة المالية لفترة 2004-2013.

من خلال الجدول السابق يمكن أن نلاحظ مدى ضعف معدل الرسملة لبورصة الجزائر مقارنة مع الناتج الوطني الجمالي حيث أن البورصة تمثل نسب هامشية وغير مؤثرة في النشاط الاقتصادي في الجزائر حيث تظل بعيدة كل البعد عن الحياة الاقتصادية الجزائرية.

ج- حجم المبادلات (volume de transaction): يمكن توضيح حجم المبادلات في بورصة الجزائر من خلال الجدول التالي:

الجدول(45): تطور حجم المبادلات في بورصة الجزائر للفترة 1999-2014

السنوات	عدد المعاملات	حجم المعاملات	قيمة المعاملات دج
1999	1056	35348	108079690
2000	4559	323990	720039160
2001	2898	361445	533217905
2002	2071	80161	112060345
2003	393	39693	17257700
2004	30	5710	3368560
2005	64	13487	4188200
2006	234	76010	149391910
2007	410	130443	960417115
2008	545	184110	1218511505
2009	488	143563	896650625
2010	361	117729	670069575
2011	520	252 954	321222985
2012	277	167 827	673186960
2013	177	127 589	101027990
2014	299	101 950	148946340

.Source : <http://www.sgbv.dz/> statistiques des séances.

من خلال الجدول السابق يلاحظ ارتفاع عدد المعاملات سنة 2000 وذلك نظرا لإقبال الكبير من المستثمرين على سندات سوناطراك، ولكن بعد ذلك شهدت المعاملات انخفاضا شديدا لتصل إلى أدناها سنة 2004 وذلك لانخفاض أسعار الأسهم المدرجة وحلول أجل استحقاق سندات سوناطراك، ثم بدأت في الارتفاع بداية من سنة 2006 وذلك لإدراج سندات الجزائرية للاتصالات وسندات سونلغاز للتداول التي أعطت دفعا جديدا لبورصة الجزائر، ولكن رغم ذلك تبقى المعاملات في بورصة الجزائر قليلة، وضعيفة مقارنة بالمعاملات التي تتم على مستوى البورصات العالمية والعربية.

خلاصة الفصل الخامس

مرت المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بمجموعة من المراحل حيث استخدمت كأداة لتنفيذ مختلف البرامج الاقتصادية التنموية المعتمدة من السلطات العمومية: مرحلة التسيير الذاتي: وتم فيها لجوء العمال إلى تسيير المزارع والحدائق التي تركها المعمرين، مرحلة التسيير الاشتراكي: وفيها لجأت السلطات العمومية إلى اعتماد التسيير الاشتراكي للمؤسسات الذي يعتمد على مشاركة الجميع في التسيير وتميزت بتداخل الصلاحيات والمسؤوليات، مرحلة الشركات الوطنية: سعيًا من السلطات إقامة نموذج قائم على اقتصاد مصنع تم إنشاء العديد من الشركات الوطنية التي تتميز بكبر الحجم والعدد الكبير من العمال، رحلة إعادة الهيكلة العضوية والمالية: نتيجة لصعوبة التحكم في الشركات الوطنية الضخمة تم اللجوء إلى تقسيم الشركات الضخمة إلى وحدات صغيرة، وكذلك اتخاذ مجموعة من الإجراءات لتحسين الوضعية المالية للمؤسسات والقضاء على اختلالات التوازن المالي فيها، مرحلة استقلالية المؤسسات العمومية: بهدف ترسيخ مفهوم الربحية وتشجيع روح المبادرة لدى المسيرين والتقليل من مركزية القرار وذلك من خلال تجسيد مبدأ فصل الملكية عن الإدارة من خلال إنشاء صناديق المساهمة، مرحلة الخصوصية: بعد مرور سنتين على تطبيق استقلالية المؤسسات العمومية، ودخول الجزائر مرحلة اقتصاد السوق وفتح المجال للخواص، لجأت الدولة إلى خصخصة المؤسسات العمومية التي لم تأتي بنتيجة تذكر وتركزت فقط على حل وتصفية المؤسسات أكثر من الخصوصية.

كما مر النظام التمويلي للمؤسسة العمومية بعدة مراحل حيث كانت المؤسسات العمومية تتمتع بإمكانية الحصول على التمويل مهما كانت وضعية المؤسسة ومردوديتها، دون الاحتكام لقواعد الربحية بالنسبة للبنوك، وحتى عملية الإصلاح البنكي ومراعاة الربحية والقدرة على التسديد أثمرت عن مؤسسات مثقلة بالديون مما عجل بعملية التطهير المالي تمهيدا للخصوصية، وحتى مع عمليات الإصلاح البنكي المتواصلة وفتح السوق المالية ممثلة ببورصة الجزائر، بقي النظام التمويلي عاجزا عن تحقيق أهداف التنمية، كما عجزت المؤسسات الجزائرية عن مسايرة وتيرة المنافسة وبقيت عاجزة عن تحقيق أهداف التنمية والإقلاع الاقتصادي.

الفصل السادس

دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية

تمهيد

بهدف محاولة تقريب التحليل النظري لمختلف نظريات التمويل والهيكل المالي من الواقع وبالخصوص واقع المؤسسة الجزائرية، سنحاول في هذا الفصل دراسة حالة عدد من المؤسسات الوطنية الجزائرية، التي تنشط في مختلف قطاعات النشاط، ولقد تم اختيار المؤسسات التي قامت بعمليات إصدار على مستوى بورصة الجزائر، وذلك نظرا لأن مختلف نظريات الهيكل المالي للمؤسسة تنطلق من وجود المؤسسة ونشاطها في السوق المالي وتقوم بعمليات التمويل اعتمادا على السوق المالي حيث تلعب البورصة دورا مهما في حياة المؤسسة كمصدر للتمويل أو مصدر للمعلومات أو قياس القيمة السوقية للمؤسسة... إلخ، كذلك دراسة فقط المؤسسات الإنتاجية دون المؤسسات المالية لأنها تخضع لمنطق مالي مختلف للمؤسسات الإنتاجية.

ويتم دراسة السلوك التمويلي لمؤسسات الدراسة، من خلال محاولة دراسة كيفية تمويل المؤسسات نفسها خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2013 وذلك بهدف إعطاء تحليل ديناميكي بدل التحليل الساكن المعتمد على معطيات سنة مالية واحدة، وهو ما يضعف ويقلل من نتائج الدراسة، وسوف يتم الاعتماد على وسيلة مهمة في التحليل المالي من أجل تحديد طرق تمويل المؤسسة والمتمثلة في جدول التمويل والذي يوضح مختلف الاستثمارات التي قامت بها المؤسسة خلال السنة وبين كذلك طرق التمويل التي تم الاعتماد عليها لتمويل هذه الاستثمارات، ثم يتم دراسة الهيكل المالي لمؤسسات الدراسة للفترة 2010-2013، ودراسة وتحليل تطورات هذا الهيكل خلال فترة الدراسة وذلك من خلال دراسة تطور التوليفة المتمثلة في الأموال الخاصة والديون وهي التوليفة المكونة للهيكل المالي لأي مؤسسة اقتصادية.

المبحث الأول: عموميات حول طريقة إصدار الأوراق المالية في بورصة الجزائر

إن عملية إصدار أوراق مالية على مستوى بورصة الجزائر يتطلب مجموعة من الشروط والخطوات التي يجب أن تلتزم بها المؤسسة المصدرة، بحيث تستفيد المؤسسة من مجموعة من المزايا عند طرح الأوراق المالية على مستوى البورصة.

المطلب الأول: إيجابيات وشروط دخول بورصة الجزائر

الفرع الأول: إيجابيات الإصدار في البورصة للمؤسسة الجزائرية

يحقق الإصدار على مستوى بورصة الجزائر للمؤسسة الجزائرية مجموعة من الإيجابيات أهمها:

- 1- رفع رأس المال و تعزيز الأموال الخاصة : مهما كانت طبيعة طموحات الشركة، مثل إطلاق مشاريع تنموية كبرى (إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة ...) وأيضا زيادة أو تحسين قدرتها الإنتاجية وتخفيض ديونها ... فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل مهم كهما كانت الاحتياجات التمويلية.
- 2- تنويع مصادر التمويل: يجب على الشركة تنويع مصادرها للتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة، وبالتالي، يمكن للشركة ما إن يتم إدراجها في البورصة من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها.

3- توسيع نطاق المساهمين: تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها. وهي تسمح أيضا بالخروج من رأس مال الشركة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم.

3- تعزيز الشهرة: تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها و شهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي.

4- تثمين الموارد البشرية: فالشركة التي تدرج في البورصة تخصص، بشكل عام، جزءا من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها، وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية.

5- تحقيق استدامة الشركات ومراقبتها الاحتياطية: تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضا استدامة الشركة، ولا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتجنب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار، كما تضمن المراقبة الاحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة.

6- التغيير في نظام " حوكمة الشركات " : تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات الشركة، وتتطوي على نحو أوسع على جهد للتواصل المالي الموجه نحو المستثمرين الخارجيين الفعليين أو المحتملين، وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام "حوكمة للشركات " حديث من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية.

الفرع الثاني: شروط الإدراج في بورصة الجزائر

أولاً: بالنسبة للشركات الكبيرة: هناك مجموعة من الشروط التي يجب الالتزام بها بالنسبة للمؤسسة المصدرة:¹

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA) .

- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دج.

- أن تكون قد نشرت القوائم المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.

- أن تقدم تقريراً تقييماً لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.

- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.

- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.

- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم يوجد ذلك يجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة.

- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات.

- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة.

- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.

- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.

- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

ثانياً: بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتلبيتها، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين لمدة خمس (05) سنوات مستشاراً مرافقاً يسمى "مراقب البورصة".

- تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة.

- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُوزع على ما لا يقل عن خمسين مساهماً أو ثلاثة

¹ www.sgbv.dz, voire le 08/02/2014.

مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج (الهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة، البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والمؤسسات المسيرة للأصول).

- تنشر كشوفها المالية المصادق عليها للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط، وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار.

لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

المطلب الثاني: مراحل الإدراج في بورصة الجزائر

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي: مرحلة ما قبل الإدراج، مرحلة الإدراج، مرحلة ما بعد الإدراج.

الفرع الأول: مرحلة ما قبل الإدراج

وتتضمن المراحل التالية¹:

1- القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلا الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.

2- الإعداد القانوني للشركة والأسهم: إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأن الشركة كثيرا ما تلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

3- تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة، ويعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

4- اختيار الوسيط في عمليات البورصة: المرافق أو مرقى البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطا في عمليات البورصة قائدا للفريق، وتتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال، ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معا نقابة التوظيف التي تتيح انتشارا أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية، وأما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقى البورصة، وذلك لمدة خمس سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سنداتها والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم

¹ www.sgbv.dz, voire le 08/02/2014.

بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

5- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية : يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي واستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني).

6- إيداع ملف طلب القبول: يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة على: طلب القبول، محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرحت بالإصدار، مشروع المذكرة الإعلامية، مشروع الدليل، معلومات عامة عن الجهة المصدرة، معلومات عن التمويل، معلومات اقتصادية ومالية، الوثائق القانونية، تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.

8- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها: تملك لجنة أجل شهرين لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.

9- الانضمام إلى المؤتمر المركزي: قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

10- حملة التسويق: سعيًا لإنجاح عملية توظيف السندات تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف ...) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.

11- بيع السندات: يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية، إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك الأعضاء في نقابة التوظيف من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

12- كشف النتائج: في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتنتشر نتائج العملية للجمهور، وإذا حدث العكس يتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

13- تسوية العملية: يقوم المؤتمر المركزي على السندات بتسوية العملية وذلك في غضون ثلاثة أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

الفرع الثاني: مرحلة الإدراج

وهي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة، تنتشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند، كما تنتشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

الفرع الثالث: مرحلة ما بعد الإدراج

وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيراته في السوق، ويتم فيها على الخصوص:

- 1- عقد السيولة:** يسمح للشركات من أجل ضبط أسعار الأسهم بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة، ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة، والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات وانتظام تسعيرتها.
- 2- نشر المعلومات:** ما إن تتم تسعيرة السند في البورصة حتى تصبح الجهة المصدرة ملزمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه إن كان معروفا التأثير بشكل كبير على سعر السندات، ويتعين عليها أيضا إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

المطلب الثالث: تكاليف الإصدار والامتيازات الجبائية

الفرع الأول: تكاليف الإصدار

تنطوي عملية الإصدار على مجموعة من التكاليف يتغير مبلغها حسب: حجم العملية، أسلوب الإدراج في البورصة والسوق المختارة، حجم الجهد المبذول في الاتصالات المالية، وهي تشمل:¹

- 1- مصاريف: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تأشيرة المذكرة الإعلامية:** تقدر الرسوم المدفوعة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ب 0.075% من مبلغ الإصدار أو من العرض العلني، على أن لا تتجاوز خمسة ملايين دج.
- 2- شركة تسيير بورصة القيم القبول في البورصة:** تقدر نسبة العمولة التي تتقاضاها شركة تسيير بورصة القيم ب 0.05% من المبلغ الاسمي المقبول، ولا يجوز أن يتعدى مبلغ هذه العمولة 2500000 دج.
مصاريف تسجيل السند في التسعير:
 - التسجيل الأولي: 400000 دج.
 - التسجيل الإضافي: 100000 دج.
 - استبدال وتعديل: 100000 دج
 - مصاريف البقاء في التسعيرة: 200000 دج بالنسبة للأسهم، 30000 دج بالنسبة للسندات.
- 3- مصاريف تنظيم العرض العلني للشراء:**
 - الجزء الثابت: 1000000 دج.
 - الجزء المتغير: 100000 دج لكل حصة متكونة من 1000 أمر تتم معالجته.
- 4- المؤتمن المركزي على السندات:** مصاريف الانضمام إلى المؤتمن المركزي على السندات تقدر نسبة

¹ www.sgbv.dz, voire le 08/02/2014.

المصاريف ب 0.01% من رأس المال الاجتماعي، يكون الحد الأدنى للأموال المحصلة هو 20000 دج والحد الأقصى هو 200000 دج، ونفس المبالغ للوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مصاريف تتعلق بالخدمات التي يقدمها الوسيط في عمليات البورصة المرافق والبنوك الأخرى التي تشكل نقابة.

الفرع الثاني: الامتيازات الجبائية

حسب القانون رقم 08-13 الصادر في 30 ديسمبر سنة 2013 المتضمن قانون المالية لسنة 2014:

- تستفيد الشركات التي تسعر أسهمها العادية في البورصة من تخفيض في الضريبة على أرباح الشركات يساوي معدل فتح رأسمالها في البورصة لمدة خمس سنوات، وذلك ابتداء من أول جانفي سنة 2014.

- تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس سنوات ابتداء من أول يناير سنة 2014.

- تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات، لمدة خمس سنوات ابتداء من أول جانفي سنة 2014، نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الأسهم والسندات المماثلة المسجلة في تسعيرة البورصة وكذا نواتج الأسهم أو حصص هيئات التوظيف الجماعية في القيم المنقولة.

- تعفى من حقوق التسجيل ولمدة خمس سنوات ابتداء من أول يناير سنة 2014 العمليات المتعلقة بالقيم المنقولة المسجلة في تسعيرة البورصة أو المتداولة في سوق منظمة.

- تفتح فوائض القيم الناتجة عن عمليات التنازل عن الأسهم أو الحصص الاجتماعية المحققة من طرف الأشخاص الطبيعيين والأشخاص المعنويين غير المقيمين مجالا للإخضاع على التوالي بصدد الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات، ويحدد هذا الإخضاع الضريبي بنسبة 20% محررة من الضريبة، ووفقا للقانون رقم 09-09 الصادر في 30 ديسمبر سنة 2009 المتضمن قانون المالية لسنة 2010:

- تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات النواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الأسهم والسندات المماثلة المحققة في إطار عملية الإدخال إلى البورصة.

- تعفى من حقوق التسجيل العمليات المتعلقة بالإدخال إلى البورصة.

المبحث الثاني: سياسات تمويل المؤسسات للفترة 2010-2013

من أجل تحديد سياسات تمويل المؤسسات سوف نلجأ إلى طريقة جدول التمويل، حيث أن جدول يتضمن الموارد المالية للمؤسسة واستخداماتها في فترة زمنية محددة، فهو يبين التغيرات في ثروة المؤسسة لنفس الفترة، وذلك من خلال تحديد التدفقات المالية بين الموارد والاستخدامات، اعتمادا على تحديد الفروق بين ميزانيتين متتاليتين.

المطلب: الأول: تقديم مؤسسات الدراسة

من أجل محاولة الإحاطة بنشاط تمويل المؤسسات الجزائرية وطبيعة الهيكل المالي لها والمحددات التي تتحكم في تكوين هذا الأخير، فإننا سنقوم بدراسة عينة من المؤسسات الجزائرية الناشطة في مختلف قطاعات النشاط، مع الأخذ بعين الاعتبار أن تكون هذه المؤسسات قد قامت بعمليات إصدار على مستوى بورصة الجزائر.

الفرع الأول: صعوبة اختيار مؤسسات الدراسة

تتبع صعوبة تحديد مفردات عينة الدراسة من سلبيات نظام المعلومات الاقتصادية والإحصائية في الجزائر، بحيث تنعدم الوكالات والمكاتب المتخصصة وبنوك المعلومات في هذا المجال وخصوصا في مجال نشر المعلومات المالية والمحاسبية للمؤسسات، ويرجع ذلك أساسا إلى ضعف السوق المالي الجزائري وانحصار نشاط البورصة وقلة المؤسسات المنخرطة وحتى المعلومات المالية المنشورة في بورصة الجزائر حول المؤسسات المصدرة لمختلف الأوراق المالية تعاني من عدم الوضوح والنقص الفادح، حيث تنتشر فقط الميزانيات المحاسبية وجدول حسابات النتائج والتي لا تقدم معلومات كافية حول الوضع المالي للمؤسسة، كما نجد بعض المؤسسات التي لا تقدم التصريحات الخاصة بها لسنوات معينة حيث نجد ميزانيات لسنة معينة في لا نجد ميزانيات بقية السنوات وهو ما يزيد من صعوبة الدراسة والتحليل.

الفرع الثاني: اختيار مؤسسات الدراسة

تتكون مؤسسات الدراسة من مجموع المؤسسات المنخرطة في بورصة الجزائر، وقد تم استخدام هذه المؤسسات نظرا لأن جميع الدراسات والنظريات الخاصة بالهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية ومختلف سياسات التمويل تنطلق أساسا من نظرية كفاءة السوق المالي أي دراسة فقط المؤسسات التي تعامل في البورصة من خلال إصدار مختلف الأوراق المالية المتمثلة أساسا في الأسهم والسندات، ونظرا لأنه لا يوجد عدد كبير من المؤسسات الجزائرية المسعرة في البورصة الجزائرية بالتالي فإنه لا يمكن اللجوء إلى أسلوب العينة ومنه فإن الدراسة سوف تكون بواسطة أسلوب المسح الشامل الذي يأخذ بعين الاعتبار لجميع مفردات المجتمع الإحصائي مع استثناء المؤسسات المالية المتمثلة في شركة أليانس للتأمينات، شركة إعادة التمويل الرهنوي، الشركة العربية للتمويل التأجير، لأنها لا تخضع لنفس المنطق المالي لبقية المؤسسات الانتاجية والخدمية كما أن النظام المحاسبي لهذه المؤسسات يختلف عن النظام المحاسبي لبقية المؤسسات، كما سيتم استثناء مؤسسة الرياض سطيف لأن أسهم هذه المؤسسة كانت موضوع إعادة شراء الأسهم من طرف مساهمي المؤسسة وخرجت من تداولات البورصة.

الفرع الثالث: تقديم المؤسسات

يمكن تقديم مميزات عينة الدراسة من خلال الجدول التالي:

الجدول(46): تقديم عينة الدراسة

الرقم	المؤسسة	الشكل القانوني	طبيعة الملكية	قطاع النشاط	سنة الانخراط في البورصة
01	الأوراسي	SPA	مختلطة	الخدمات (السياحة والفندقة)	2000
02	صيدال	SPA	مختلطة	الصناعة (الأدوية)	1998
03	سوناطراك	SPA	عمومية	الاستخراج	1998
04	الخطوط الجزائرية	SPA	عمومية	الخدمات (النقل الجوي)	2004
05	سونالغاز	SPA	عمومية	الصناعة (صناعة وتسويق الكهرباء والغاز)	2004
06	المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار	SPA	عمومية	الاستخراج	2005
07	المؤسسة الوطنية للحفر	SPA	عمومية	الاستخراج	2005
08	سيفيتال	SPA	خاصة	الصناعة	2006
09	مؤسسة حداد	SPA	خاصة	البناء والأشغال العمومية	2009
10	مؤسسة دحلي	SPA	خاصة	البناء والأشغال العمومية	2009

المصدر من إعداد الطالب اعتمادا على تقارير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبة عملياتها COSOB

من خلال الجدول السابق فإنه يمكن ملاحظة أنه:

- من أصل 10 مؤسسة منخرطة في البورصة فإن 07 مؤسسات تابعة للقطاع العمومي وهو ما يمثل ما يقارب 70% من إجمالي عينة الدراسة، في حين يبقى تمثيل القطاع الخاص ضعيف وذلك بمؤسستين فقط وذلك بنسبة تقدر بحوالي 30% فقط وهو ما يوضح أولا قلة عدد المؤسسات في بورصة الجزائر، وثانيا ضعف مساهمة القطاع الخاص بتنشيط السوق المالي في الجزائر.
- أن كل المؤسسات تتخذ الشكل القانوني شركات مساهمة، وذلك نظرا لعدم إجازة القانون لبقية الأشكال الأخرى للمؤسسات القيام بعمليات على مستوى البورصة.
- مؤسستين تنشط في قطاع الخدمات وهو ما يمثل حوالي 20% من مجموع الدراسة، مؤسستين تنشطان في قطاع البناء والأشغال العمومية وهو ما يمثل حوالي 20% من مجموع المؤسسات، 03 مؤسسات ناشطة في

قطاع الاستخراج بنسبة 30%، و 3 مؤسسات تنشط في قطاع الصناعة بنسبة تقدر بحوالي 30% من إجمالي عدد المؤسسات المدروسة.

المطلب الثاني: سياسة التمويل الذاتي للفترة 2010-2013

سوف نقوم بدراسة السلوك التمويلي للمؤسسات من خلال حساب قدرة التمويل الذاتي للمؤسسات والتي توضع قدرة النشاط الاستغلالي للمؤسسات على توليد الموارد المالية الداخلية التي يتم الاعتماد عليها في التمويل وكذلك تبين مدى استقلالية المؤسسة عن الغير في التمويل، ثم سوف نستعمل طريقة جدول التمويل وذلك من أجل الحصول على معرفة عامة حول طرق التمويل وذلك من خلال تحديد الاحتياجات للسنة المالية والموارد التي تم استعمالها لتمويل هذه الاحتياجات.

تحسب القدرة على التمويل الذاتي من خلال العلاقة التالية:

$$\text{قدرة التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الصافية} + \text{الاهتلاكات} + \text{المؤونات}$$

الفرع الأول: القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسات الناشطة في قطاع الخدمات: يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول(47): قدرة التمويل الذاتي لمؤسسات الخدمات

الوحدة:دج

السنوات		2010	2011	2012	2013
المؤسسات					
الأوراسي	ن ص	679661312,63	687901518,96	749226317,97	829961257,28
	إهـ	147247078,60	158100309,03	159012230,80	158338589,23
	مؤ	0,00	0,00	0,00	0,00
	CAF	826908391,23	846001827,99	908238548,77	988299846,51
	نسبة التغير		%2.30	%7.35	%8.81
الخطوط الجوية الجزائرية	ن ص	6410773056,84	2107252266,06	2989171703,36	4023287911,32
	إهـ	9464155025,96	10042577207,31	9509367194,47	9977264104,78
	مؤ	9350054716,07	9073828390,53	8352694286,93	8561262844,92
	CAF	25224982798,87	21223657863,90	20851233184,76	22561814861,02
	نسبة التغير		%15.86-	%1.75-	%8.20

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على حسابات النتائج للمؤسسات للفترة 2010-2013.

من خلال الجدول السابق فإنه يمكن ملاحظة بأن المؤسساتين حققا قدرة على التمويل الذاتي وذلك نظرا لأنهما حققا نتائج إيجابية طوال فترة الدراسة، وهي القدرة التي تسمح للمؤسساتين بتمويل جزء من استثماراتها تمويلا ذاتيا دون اللجوء إلى الغير، حيث تميزت هذه القدرة بالنمو لمؤسسة الأوراسي وذلك بالزيادة بنسبة 2.30% لسنة 2011 مقارنة ب 2010، ثم ارتفعت ب 7.35% في سنة 2012 ثم لترتفع مرة أخرى سنة 2013 بنسبة 8.81% وذلك نظرا للتطور المستمر للنتيجة الصافية لهذه المؤسسة.

على عكس ذلك فإن قدرة التمويل الذاتي لمؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية انخفضت ب 15.86 % سنة 2011 وذلك نظرا للانخفاض في النتيجة الصافية، ثم بعد ذلك تتخفف مرة أخرى سنة 2012 مقارنة بسنة 2011 ب 1.75 % نظرا لانخفاض في نتيجة المؤسسة، ولكن في سنة 2013 ترتفع قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي ب 8.20 % نظرا للارتفاع الملحوظ في النتيجة الصافية للمؤسسة.

الفرع الثاني: قدرة التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الاستخراج: يمكن توضيح ذلك في الجدول التالي:

الجدول(48): قدرة التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الاستخراج

الوحدة:دج

السنة		2010	2011	2012	2013
المؤسسة					
سوناطراك	ن ص	539582313851,24	642818692123,30	594272102365,30	284277369874,21
	إهـ	201595408533,10	255417184764,94	284520231459,52	320073528987,97
	مؤ	110321823086,51	98705339664,03	70595147852,65	1042566877,44
	CAF	851499545470,85	996941216552,27	949387481677,47	605393465739,62
	التغير		17.08 %	4.76-%	36.23-%
المؤسسة الوطنية للحفر	ن ص	120828617,41	1629741021,12	1659342236,42	1279546170,78
	إهـ	3470075623,03	3920669358,48	4753040037,63	6079565476,40
	مؤ	67862301,34	69911828,36	72428682,95	10134030,62
	CAF	3658766541,78	5620322207,96	6484810957,00	7369245677,80
	التغير		53.61 %	15.38 %	13.64 %
المؤسسة الوطنية لأشغال الأبار	ن ص	2866428282,28	4376655539,69	3068758365,70	4642959552,93
	إهـ	3271048939,46	4467251140,45	4467251472,54	6557919337,62
	مؤ	61274945,13	60813918,54	61321104,14	60813918,54
	CAF	6198752166,87	8904720598,68	7597330942,38	11261692809,09
	التغير		43.65 %	14.68-%	48.23 %

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على جدول حسابات النتائج للمؤسسات للفترة 2010-2013.

من خلال دراسة القدرة على التمويل الذاتي لمؤسسات الاستخراج فإنه يتبين أن جميع المؤسسات تحقق قدرة على التمويل الذاتي وذلك نظرا لتحقيقها لنتائج إيجابية طوال فترة الدراسة وهو ما يبين أهمية نشاط الاستخراج على المستوى الوطني، أما من حيث تطور القدرة على التمويل الذاتي طوال فترة الدراسة فإنه يمكن ملاحظة:

- بالنسبة لمؤسسة سوناطراك: فقد ارتفعت قدرتها على التمويل الذاتي سنة 2010 ب 17.08 % وذلك لارتفاع النتيجة الصافية المحققة، ارتفاع الاهتلاكات رغم انخفاض في المؤونات، في حين سجلت انخفاضا طفيفا سنة 2012 مع انخفاض في النتيجة الصافية رغم ارتفاع الاهتلاكات، لتسجل أكبر انخفاض سنة 2013 ب 36.23 % مع انخفاض النتيجة الصافية بشكل مهم مقارنة بالسنوات التي سبقتها.

- بالنسبة للمؤسسة الوطنية للحفر (ENAFOR): فإنه سجل ارتفاع مستمر في القدرة على التمويل الذاتي وذلك بزيادة تقدر ب 53 % سنة 2011، ثم بزيادة ب 15.38 % سنة 2012 وزيادة ب 13.64 % سنة 2013، وذلك نظرا للارتفاع المستمر لنتيجة المؤسسة من سنة إلى أخرى وهو ما يبين تحسن في نشاط المؤسسة المستمر.

- المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار (ENTP): فقد سجلت ارتفاع مهم في القدرة على التمويل الذاتي سنة 2011 ب 43.65% ثم انخفاض ب 14.68% سنة 2012 لترتفع القدرة على التمويل الذاتي مرة أخرى ب 48.23% سنة 2013.

الفرع الثالث: القدرة على التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الأشغال العمومية: نوضح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول(49): القدرة على التمويل الذاتي لمؤسسات الأشغال العمومية

الوحدة:دج

السنة المؤسسة	السنة				
	2013	2012	2011	2010	
دحلي	246606053,03	220844051,40	265746779,26	102848497,89	ن ص
	1 285 714 528,20	1302374214,61	583122327,30	617994725,00	إهـ
	0,00	0,00	34416310,26	80722608,01	مؤ
	1532320581,23	1523218266,01	883285416,82	801565830,90	CAF
	%0.60	%72.45	%10.20		التغير
حداد	5 626 724 030,88	4 512 775 194,23	2664314597,08	1034103279,72	ن ص
	1 579 742 510,30	1 343 693 997,33	878527586,29	630303316,06	إهـ
	0,00	0,00	0,00	0,00	مؤ
	7 206 466 541,18	5 856 469 191,56	3542842183,37	1664406595,78	CAF
	%23.05	%65.30	%112.85		التغير

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على جدول حسابات النتائج للمؤسسات للفترة 2010-2013.

من خلال الجدول السابق فإنه يمكن ملاحظة أن المؤسسات الناشطة في قطاع الأشغال العمومية تحقق نموا مستمرا للقدرة على التمويل الذاتي وبنسب مهمة وهو ما يبين لأهمية هذا القطاع في الاقتصاد الوطني وخاصة في ظل البرامج الوطنية للتنمية المعتمدة أساسا على أشغال البنية التحتية والسكن وقطاع الأشغال العمومية مثل الطرقات، الجسور...إلخ، حيث سجلت مؤسسة دحلي نمو ب 10.20% في القدرة على التمويل الذاتي سنة 2011، ثم لتقفز مرة أخرى ب 72.45% وذلك لارتفاع نتيجة المؤسسة في هذه السنة، أما في سنة 2013 فقد سجلت ارتفاع طفيف ب 0.6%، وبالنسبة لمؤسسة حداد فقد حققت نتائج مهمة وهو ما أثر بالإيجاب على نمو القدرة على التمويل الذاتي ب 112.85% سنة 2011، وب 65.30% سنة 2012 ونمو ب 23.05% سنة 2013.

الفرع الرابع: القدرة على التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الصناعة: نوضح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول(50): القدرة على التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الصناعة

الوحدة:دج

السنة		2010	2011	2012	2013
المؤسسة					
صيدال	ن ص	547483832,56	872149770,9	1328601109,78	2875000365,00
	إهـ	537190191,38	584486230,47	761734123,02	1170510055,00
	مؤ	28591382,50	24041845,53	234478774,68	1168093495,00
	CAF	1113265406,44	1480677846,87	2324814007,48	5213603915,00
	التغير		%33	%57	%124.25
سيفيتال	ن ص	8234532486,64	13142155401,91	18572695682,00	14 702 494 275,13
	إهـ	1601013328,52	1684615464,00	2560531004,00	2 656 937 108,73
	مؤ	0,00	7844873,79	407180585,00	104 142 897,72
	CAF	9835545815,16	14834615739,70	21540407271,00	17 463 574 281,58
	التغير		%50.82	%45.20	%18.92-
سونالغاز	ن ص	22264357,77	864686550,50	139644362,29	4 684 005 597,86
	إهـ	286200048,02	634390241,09	50489294223,04	54 364 641 566,43
	مؤ	3127882560,64	1039744678,36	17060866389,21	18 407 029 768,84
	CAF	3436346966,43	2538821469,95	67689804974,54	77 455 676 933,13
	التغير		%26.12-	%25.19	%14.23

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على جدول حسابات النتائج للمؤسسات للفترة 2010-2013.

تسجل المؤسسات الناشطة في قطاع الصناعة نتائج مهمة، حيث تسجل القدرة على التمويل الذاتي لمؤسسة صيدال نموا مستمرا على مدار السنوات، وذلك بنمو قدره 33% سنة 2011، و 57% سنة 2012، لترتفع القدرة على التمويل الذاتي بشكل كبير سنة 2013 ب 124.25% وهو ما يعني أهمية الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة والمتمثلة في صناعة الدواء حيث تحقق المؤسسة نتائج متزايدة من سنة إلى أخرى، كذلك حققت مؤسسة سيفيتال المنتمية للصناعة الغذائية نتائج مهمة وهو ما رفع من القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسة سنة 2011 ب 50.82%، لترتفع مرة أخرى ب 15.20% سنة 2012، ثم لتتخفف القدرة على التمويل الذاتي سنة 2013 ب 18.92% مقارنة ب 2012، في حين حققت مؤسسة سونالغاز انخفاض في القدرة على التمويل الذاتي ب 16.12% سنة 2011، ثم ارتفعت في سنة 2012 ب 25.19% وارتفاع آخر سنة 2013 ب 14.23% وه ما يبين أهمية القطاعات الصناعية التي تنشط فيها المؤسسات المتمثلة في صناعة الأدوية، الصناعة الغذائية، صناعة الطاقة الكهربائية وهي قطاعات مهمة في الجزائر حيث تتمتع هذا المؤسسات بحصة سوقية مهمة فيما يخص صيدال و سيفيتال بينما تتمتع سونالغاز باحتكار تام وكلي للصناعة الكهربائية في الجزائر وهو ما يمثل نقطة قوة لها.

المطلب الثالث: إعداد جدول التمويل للمؤسسات للفترة 2010-2013

يتطلب لإعداد هذا الجدول استخدام ميزانيتين متتاليتين، ويتم بعد ذلك حساب التغيرات بالزيادة أو بالنقص في كل بند من بنود المتناظرة بالميزانيتين، ثم تصنف هذه التغيرات إلى موارد واستخدامات، بحيث يخضع هذا التصنيف لمجموعة من القواعد، ولإعداد جدول الموارد والاستخدامات يمكن إتباع الخطوات التالية:

1- رصد التغيرات في بنود الميزانية التي حدثت خلال فترة زمنية معينة.

2- تصنيف هذه التغيرات إلى موارد واستخدامات طبقاً للقاعدة التالية:

- الزيادة في أي بند من بنود الأصول تمثل استخداماً للأموال.

- القاعدة العكسية للقاعدة الأولى، وهي أن النقص في أي بند من بنود الأصول يمثل مصدراً للأموال.

- الزيادة في أي بند من بنود الخصوم، والأموال الخاصة تمثل مصدراً للأموال.

- النقص في أي بند من بنود الخصوم والأموال الخاصة تمثل استخداماً للأموال.

الفرع الأول: حساب صافي التمويل الذاتي

صافي التمويل الذاتي يتكون من النتيجة الغير موزعة و الاهتلاكات، ومؤونة الخسائر الأعباء الطويلة الأجل، فالنتيجة غير الموزعة على الشركاء لتلك السنة تكون إما أدمجت ضمن الاحتياطات أو لم تخصص و بقيت ضمن النتائج رهن التخصيص، وبالتالي الفرق بين حساب الاحتياطات ونتائج رهن التخصيص ما هو إلا النتيجة الغير موزعة، والفرق في مؤونات الخسائر والأعباء يظهر المؤونة طويلة الأجل المخصصة لتلك السنة، يظهر الإشكال في الاهتلاكات فهو لا يظهر ضمن الخصوم وبالتالي إدخاله ضمن صافي التمويل الذاتي يجعل توازن الجدول مختلاً وبالتالي اهتلاكات تلك السنة تظهر ضمن صافي التمويل الذاتي في جانب الموارد على أن تضاف تلك القيمة إلى جانب الاستخدامات ولكنها تدمج مع الاستثمارات الخاصة بها فتظهر الاستثمارات بالقيمة الإجمالية.

صافي التمويل الذاتي = الفرق في الاحتياطات + الفرق في نتائج رهن التخصيص + الفرق في مؤونات الأعباء والخسائر + إهلاك السنة

أولاً: حساب صافي التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الصناعة: يمكننا حساب صافي التمويل الذاتي للمؤسسات المنتمية لقطاع الصناعة من خلال الجدول التالي:

الجدول(51): صافي التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الصناعة للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

المؤسسات	التغير بين 2010 و 2011	التغير بين 2011 و 2012	التغير بين 2012 و 2013
سونالغاز	الاحتياجات	32264357,77	854686550,50
	نتائج رهن التخصيص	0,00	0,00
	مؤونات الخسائر والأعباء	-2088137882,28	16021121710,85
	الاهتلاكات	634390241,09	50489294223,04
	صافي التمويل الذاتي	-1421483283,42	67365102484,39
صيدال	الاحتياجات	325702770,06	977261555,20
	نتائج رهن التخصيص	2867440,71	73583434,84
	مؤونات الخسائر والأعباء	-4549536,97	210436929,15
	الاهتلاكات	584486230,47	761734123,02
	صافي التمويل الذاتي	908506904,27	2023016042,21
سيفيتال	الاحتياجات	411726624,33	657107770,36
	نتائج رهن التخصيص	1702805862,31	12385047640,52
	مؤونات الخسائر والأعباء	7844873,79	399335711,21
	الاهتلاكات	1684615464,00	2560531004,00
	صافي التمويل الذاتي	3806992824,43	16002022126,09

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على ميزانيات المؤسسات للفترة 2010-2013.

ثانيا: حساب صافي التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الخدمات: يتم حساب صافي التمويل الذاتي للمؤسسات المنتمية لقطاع الخدمات من خلال الجدول التالي:

الجدول(52): صافي التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الخدمات للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

المؤسسات	التغير بين 2010 و 2011	التغير بين 2011 و 2012	التغير بين 2012 و 2013
الخطوط الجوية الجزائرية	الاحتياجات	410773056,84	2107252266,06
	نتائج رهن التخصيص	0,00	0,00
	مؤونات الخسائر والأعباء	-276226325,54	-721134103,60
	الاهتلاكات	10042577207,31	9509367194,47
	صافي التمويل الذاتي	10177123938,61	10895485356,93
الأوراسي	الاحتياجات	362314997,63	353157158,96
	نتائج رهن التخصيص	41955,00	-335640,00
	مؤونات الخسائر والأعباء	0,00	0,00
	الاهتلاكات	158100309,03	159012230,80
	صافي التمويل الذاتي	520750946,66	511833749,76

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على ميزانيات المؤسسات للفترة 2010-2013.

ثالثا: حساب صافي التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الأشغال العمومية: يمكننا حساب صافي التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الأشغال العمومية من خلال الجدول التالي:

الجدول(53): صافي التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الأشغال العمومية للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

المؤسسا ت	التغير بين 2010 و 2011	التغير بين 2011 و 2012	التغير بين 2012 و 2013
حداد	الاحتياجات	37904913,72	2560298173,08
	نتائج رهن التخصيص	-254803865,74	0,00
	مؤونات الخسائر والأعباء	0,00	0,00
	الاهتلاكات	878527586,29	1 343 693 997,33
	صافي التمويل الذاتي	916432500,01	3903992170,41
دحلي	الاحتياجات	195151731,67	265746779,26
	نتائج رهن التخصيص	0,00	0,00
	مؤونات الخسائر والأعباء	-46306297,75	-34416310,26
	الاهتلاكات	583122327,30	1302374214,61
	صافي التمويل الذاتي	731967761,22	1533704683,61

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على ميزانيات المؤسسات للفترة 2010-2013.

رابعاً: صافي التمويل الذاتي لمؤسسات الاستخراج: نوضح ذلك من خلال الجدول التالي:
الجدول(54): صافي التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الاستخراج للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

المؤسسات	التغير بين 2010 و 2011	التغير بين 2011 و 2012	التغير بين 2012 و 2013
سوناطراك	الاحتياجات	339252313851,24	557818861026,06
	نتائج رهن التخصيص	0.00	0.00
	مؤونات الخسائر والأعباء	-11616483422,48	-28110339664,03
	الاهتلاكات	98705339664,03	70595147852,65
	صافي التمويل الذاتي	426341170092,79	600303669214,68
المؤسسة الوطنية للأشغال الآبار	الاحتياجات	-1833103548,17	3721222474,11
	نتائج رهن التخصيص	0.00	0.00
	مؤونات الخسائر والأعباء	60813918,54	60813918,54
	الاهتلاكات	26081365565,80	31204000000,00
	صافي التمويل الذاتي	24309075936,17	62408000000,00
المؤسسة الوطنية للحفر	الاحتياجات	1037680617,41	1275086355,66
	نتائج رهن التخصيص	0.00	0.00
	مؤونات الخسائر والأعباء	2049527,02	2516854,59
	الاهتلاكات	69911828,36	72428682,95
	صافي التمويل الذاتي	1109641972,79	1350031893,20

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على ميزانيات المؤسسات للفترة 2010-2013.

الفرع الثاني: إعداد جدول التمويل للمؤسسات للفترة 2010-2013

بعد حساب صافي التمويل الذاتي ولإعداد جدول التمويل نبحث عن الفروقات التي ظهرت بين ميزانيتين متاليتين بالزيادة وبالنقصان، وذلك من أجل إعداد جدول له تفسير مالي، حيث أن الزيادة في قيم الاستثمارات تعبر عن استثمارات جديدة والعكس النقص في قيم الاستثمارات يعبر عن تنازل عن استثمارات، وفي الخصوم زيادة رأس مال المؤسسة ما هو إلا زيادة المساهمات ونقصه هو تنازل عن أسهم المؤسسة، زيادة ديون الاستثمارات ما هو إلا موارد جديدة من ديون أما نقصها فهو تسديد لديون الاستثمارات، بينما هناك بعض العناصر التي يكون إظهارها عندما تكون سالبة يفقدها ميزة التعبير مثل التمويل الذاتي يجب أن يظهر في الموارد حتى ولو كان سالبا، وكذلك فرق إعادة التقييم يجب أن يظهر في الموارد حتى ولو كان سالبا، ويدرس جدول التمويل الجزئين من الميزانية المالية الجزء الأعلى الذي يبين التمويل الطويل الأجل والاستخدامات الطويلة الأجل، والجزء الأسفل الذي يوضح الاستخدامات القصير الأجل التي تم تمويلها من خلال التمويل القصير الأجل، ونظرا لأن دراسة الهيكل المالي تتركز فقط على التمويل الطويل الأجل سوف تتركز دراستنا فقط العناصر المتعلقة بالجزء الخاص بطرق التمويل الطويلة الأجل دون التطرق إلى الجزء المتعلق بالاستخدامات.

أولاً: إعداد جدول التمويل للمؤسسات المنتمية لقطاع الصناعة للفترة 2010-2013: يمكن إعداد جدول التمويل لهذه المؤسسات من خلال الجدول التالي:

الجدول(55): تمويل مؤسسات قطاع الصناعة للفترة 2010-2013.

الوحدة: دج

المؤسسات	2011-2010	2012-2011	2013-2012
صيدال	تمويل داخلي		
	صافي تمويل ذاتي	908506904,27	2023016042,21
	تنازل عن استثمارات	/	/
	تمويل خارجي		
	زيادة رأس المال	/	/
	الاستدانة	/	/
	إعانات	/	/
	المجموع	908506904,27	2023016042,21
سيفيتال	تمويل داخلي		
	صافي تمويل ذاتي	3806992824,43	16002022126,09
	تنازل عن استثمارات		13410136053,04
	تمويل خارجي		
	زيادة رأس المال	6120000000,00	18129685000,00
	الاستدانة	5630777869,51	1258000159,44
	إعانات	/	/
	المجموع	15557770693,94	35389707285,53
سونالغاز	تمويل داخلي		
	صافي تمويل ذاتي	63874002484,41	67375102484,39
	تنازل عن استثمارات	762403769,64	/
	تمويل خارجي		
	زيادة رأس المال	/	/
	الاستدانة	84434989812,39	136497661178,96
	إعانات	40700000000,00	33600000000,00
	المجموع	189771396066,44	237472763663,35

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على ميزانيات المؤسسات للفترة 2010-2013.

من خلال الجدول السابق الذي يدرس طرق تمويل مؤسسات قطاع الصناعة للفترة 2010-2013 فإنه يتبين بأنه طوال فترة الدراسة لم تقم مؤسسة صيدال باللجوء إلى التمويل الخارجي وإنما فقط تكتفي بالتمويل الذاتي من أجل تمويل استثماراتها، حيث لم تقم المؤسسة بالاستدانة الطويلة الأجل أو الرفع من رأس مالها كذلك

لم تتحصل على أي نوع من الإعانات، بينما وبالنسبة لمؤسسة سيفيتال فإنه يلاحظ لجوئها إلى التمويل الذاتي كمورد داخلي في تمويل استثماراتها كذلك لجأت إلى التمويل الخارجي المتمثل في نوعين من التمويل: التمويل الخارجي الخاص وذلك من خلال الزيادة والرفع في رأسمالها، كما لجأت المؤسسة كذلك إلى التمويل بواسطة الاستدانة الطويلة الأجل وهو الذي يوضح من خلال زيادة الديون سنتي 2011، 2012 بينما لم تقم سنة 2013 بأية استدانة، أما مؤسسة سونالغاز فإنها تعتمد على سياسات تمويل متنوعة حيث تعتمد على التمويل الذاتي كما تعتمد على الاستدانة بالإضافة إلى لجوئها وحصولها على الإعانات الحكومية.

ثانياً: جدول التمويل لمؤسسات قطاع الأشغال العمومية: يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول(56): تمويل مؤسسات الأشغال العمومية للفترة 2010-2013

الوحدة: دج

المؤسسات	2010-2011	2011-2012	2012-2013	
حداد	تمويل داخلي			
	صافي تمويل ذاتي	916432500,01	3903992170,41	3887244143,25
	تنازل عن استثمارات			10164883558
	تمويل خارجي			
	زيادة رأس المال	3440000000,00	/	2350000000,00
	الاستدانة	/	43289527,13	5931564266,65
	إعانات	/	/	/
	المجموع	4356432500,01	3947281697,54	22333691968,14
	دحلي	تمويل داخلي		
		صافي تمويل ذاتي	731967761,22	1533704683,61
تنازل عن استثمارات		/	/	/
تمويل خارجي				
زيادة رأس المال		14587270000,00	/	/
الاستدانة		928138671,81	100390000,74	2052219658,16
إعانات		/	/	/
المجموع		15319237761,22	1634094684,35	3558778237,77

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على ميزانيات المؤسسات للفترة 2010-2013.

من خلال الجدول السابق فإنه يتبين بأن مؤسسة حداد تعتمد على التمويل الذاتي وعلى زيادة رأس المال خلال سنة 2011 حيث لم تعتمد على الاستدانة، بينما تعتمد على التمويل الذاتي وعلى الاستدانة سنتي 2012 و2013، حيث عرفت موارد المؤسسة نمو مهما سنتي 2012 و2013 ب 54% و 350% على التوالي وهو ما يبين نمو المؤسسة المهم، في حين اعتمدت مؤسسة دحلي على التمويل الذاتي ورفع رأس المال سنة 2011، بينما توجهت سنتي 2012 و2013 إلى التمويل بواسطة التمويل الذاتي والديون الطويلة الأجل.

ثالثاً: تمويل مؤسسات قطاع الاستخراج: يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:
الجدول(57): تمويل مؤسسات قطاع الاستخراج للفترة 2010-2013.

الوحدة:دج

2013-2012	2012-2011	2011-2010		المؤسسات
			تمويل داخلي	سوناطراك
617329433122,56	600303669214,68	426341170092,79	صافي تمويل ذاتي	
240111000000,00	/	/	تنازل عن استثمارات	
			تمويل خارجي	
/	/	150000000000,00	زيادة رأس المال	
19770000000,00	/	/	الاستدانة	
/	/	/	إعانات	
877210433122,56	600303669214,68	576341170092,79	المجموع	
			تمويل داخلي	المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار
3118891753,91	1350031893,20	1109641972,79	صافي تمويل ذاتي	
/	885919773,83	/	تنازل عن استثمارات	
			تمويل خارجي	
/	10800000000,00	/	زيادة رأس المال	
3960890665,83	630862454,78	4421043337,19	الاستدانة	
/	/	/	إعانات	
7079782419,74	13666814121,81	5530685309,98	المجموع	
			تمويل داخلي	المؤسسة الوطنية للحفر
27512025111,61	62408000000,00	24309075936,17	صافي تمويل ذاتي	
/	/	/	تنازل عن استثمارات	
			تمويل خارجي	
/	/	12400000000,00	زيادة رأس المال	
211156868,55	2445203083,61	5315629250,10	الاستدانة	
/	/	/	إعانات	
27723181980,16	64853203083,61	42024705186,27	المجموع	

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على ميزانيات المؤسسات للفترة 2010-2013.

تقوم مؤسسة سوناطراك بتمويل نشاطها من خلال التمويل الذاتي، كما قامت برفع رأس مالها سنة 2011، وقامت بالاستدانة سنة 2013، بينما قامت المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار بالاعتماد على التمويل الذاتي إضافة إلى الاستدانة طوال فترة الدراسة كما قامت برفع رأس مالها سنة 2012، أما المؤسسة الوطنية للحفر

بالإضافة لاعتمادها على التمويل الذاتي فإنها قامت باللجوء إلى الاستدانة خلال فترة الدراسة وكذلك رفع رأسمالها سنة 2011.

رابعاً: تمويل مؤسسات قطاع الخدمات: يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول(58): تمويل مؤسسات قطاع الخدمات للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

2013-2012	2012-2011	2011-2010		المؤسسات
			تمويل داخلي	الموارد الدائمة الخطوط الجوية الجزائرية
14500482734,08	10895485356,93	10177123938,61	صافي تمويل ذاتي	
/	/	2230800,05	تنازل عن استثمارات	
			تمويل خارجي	
/	/	6030000000,00	زيادة رأس المال	
/	/	/	الاستدانة	
/	/	/	إعانات	
14500482734,08	10895485356,93	16209354738,61	المجموع	
			تمويل داخلي	مؤسسة الأوراسي
158338589,23	159012230,80	158100309,03	صافي تمويل ذاتي	
23196101,79	377286,17		تنازل عن استثمارات	
			تمويل خارجي	
/	/	/	زيادة رأس المال	
145989236,82	/	2929540,64	الاستدانة	
/	/	/	إعانات	
327523927,84	159389516,97	161029849,67	المجموع	

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على ميزانيات المؤسسات للفترة 2010-2013.

خلال الفترة 2010-2013 فإن مؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية قامت بالاعتماد على التمويل الذاتي

بينما لم يكن هناك أي لجوء لأي نوع من الاستدانة، كما قامت برفع رأس مالها سنة 2011، أما بالنسبة لمؤسسة

الأوراسي فقد لجأت إلى التمويل الذاتي والاستدانة سنتي 2011 و 2013.

المبحث: الثالث: دراسة الهيكل المالي للمؤسسات للفترة 2010-2013

يمثل الهيكل المالي التوليفة ما بين الأموال الخاصة والديون التي يعتمد عليها في تمويل نشاط المؤسسة، وبالتالي يمثل الجزء الأيسر من ميزانية المؤسسة (الخصوم)، وفي هذا المبحث سوف نقوم بوصف الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2010-2013.

ومن أجل تحديد الهيكل المالي للمؤسسة فإنه كما سبق الإشارة إليه عند تحديد مفهوم الهيكل المالي فإنه يجب التفريق بين مفهوم هيكل التمويل الذي يضم مجموع مصادر التمويل (طويلة+قصيرة الأجل)، بينما الهيكل المالي يضم العناصر الطويلة الأجل فقط:

- هيكل التمويل = أموال خاصة + ديون طويلة الأجل + ديون قصيرة الأجل.

- الهيكل المالي (مصادر التمويل طويلة الأجل) = أموال خاصة + ديون طويلة الأجل

- نسبة التمويل بالأموال الخاصة = الأموال الخاصة/مجموع مصادر التمويل الطويلة الأجل.

- نسبة التمويل بالاستدانة طويلة الأجل = الديون الطويلة الأجل/مجموع مصادر التمويل الطويلة الأجل.

المطلب الأول: الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الصناعة

يحتوي هذا القطاع على 03 مؤسسات مهمة في الاقتصاد الجزائري، متمثلة في: مؤسسة سونالغاز (قطاع صناعة الطاقة الكهربائية)، مؤسسة صيدال (قطاع الصناعة الصيدلانية)، مؤسسة سيفيتال (قطاع الصناعة الغذائية).

الفرع الأول: الهيكل المالي لمؤسسة سونالغاز

قبل تحديد الهيكل المالي لهذه المؤسسة سوف نقوم بتحديد أهم العناصر المكونة لخصوم المؤسسة والتي على أساسها سوف يتم حساب الهيكل المالي لها:

الجدول(59): عناصر الخصوم لمؤسسة سونالغاز للفترة 2010-2013

الوحدة: دج

السنوات	2010	2011	2012	2013
عناصر الخصوم				
الأموال الخاصة	289848150772,80	327617142935,70	560596357939,28	586805257069,00
الديون الطويلة الأجل	147629624645,23	232064814475,62	368562275636,58	408403956361,88
الديون القصيرة الأجل	150525692921,94	7363400209,80	102509272834,90	62667592109,60
مجموع الديون	298155317567,17	239428214685,42	471071548471,48	471071548471,48
مجموع الميزانية	588025732697,74	567910044171,62	1031807550773,05	1031807550773,05

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الميزانيات للفترة 2010-2013

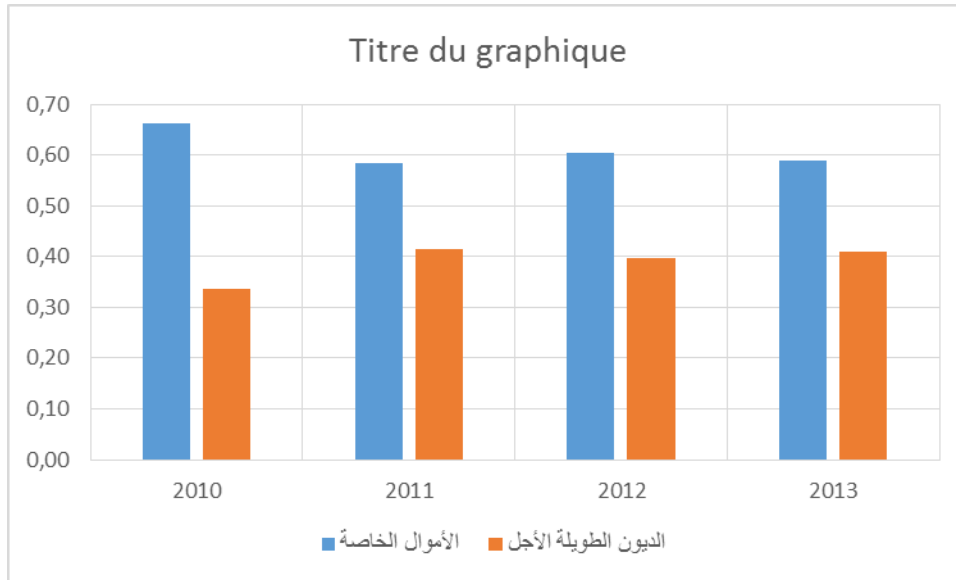
انطلاقاً من الجدول السابق سوف نقوم بتحديد عناصر الهيكل المالي لمؤسسة سونالغاز كما يلي:
الجدول(60): الهيكل المالي لمؤسسة سونالغاز

الوحدة: دج

2013	2012	2011	2010	السنوات الهيكل المالي
586805257069,00	560596357939,28	327617142935,70	289848150772,80	الأموال الخاصة
0,05	0,42	0,13		التغير
408403956361,88	368562275636,58	232064814475,62	147629624645,23	الديون الطويلة الأجل
0,11	0,59	0,57		التغير
969000 314 301,16	929158633575,86	559681957411,32	437477775418,03	مج التمويل طويل الأجل
0,07	0,66	0,28		التغير
0,59	0,60	0,59	0,66	نسبة الأموال الخاصة
0.61=4/0.59+0.60+0.59+0.66				متوسط ن الأموال الخاصة
0,41	0,40	0,41	0,34	نسبة الديون الطويلة الأجل
0.39=0.41+0.40+0.41+0.34				متوسط ن الديون ط الأجل

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الجدول رقم

الشكل(52): تطور الهيكل المالي لمؤسسة سونالغاز للفترة 2010-2013



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الجدول: (60)

من خلال ما سبق فإن تحليل الهيكل المالي لمؤسسة سونالغاز يتبين سيطرة الأموال الخاصة على تمويل الهيكل المالي وذلك من خلال ارتفاع نسبة الأموال الخاصة في هيكلها المالي حيث كان متوسط الأموال الخاصة خلال فترة الدراسة تقارب 60% في حين لم تتجاوز نسبة الديون الطويلة الأجل 40% من إجمال الهيكل المالي لها، كذلك كما يلاحظ الارتفاع المستمر للتمويل طويل الأجل الإجمالي للمؤسسة، وذلك بزيادة

تقدر ب 28% سنة 2011 مقارنة ب 2010 حيث أتت هذه الزيادة من ارتفاع في الأموال الخاصة ب 13% ثم يرتفع التمويل الطويل الأجل سنة 2012 ب 66% نتيجة لزيادة الأموال الخاصة ب 42% وزيادة في الديون الطويلة الأجل ب 59% كذلك سجل التمويل الطويل الأجل زيادة طفيفة ب 7% سنة 2013 بسبب الزيادة في الأموال الخاصة ب 11% وزيادة في الديون الطويلة الأجل ب 7%.

الفرع الثاني: الهيكل المالي لمؤسسة صيدال

في الجدول التالي سوف نقوم بتوضيح أهم العناصر المكونة لخصوم مؤسسة صيدال:

الجدول(61): عناصر الخصوم لمؤسسة صيدال للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

السنوات	2010	2011	2012	2013
عناصر الخصوم				
الأموال الخاصة	5906738853,10	6143335023,73	7257107387,77	9789871730,00
الديون الطويلة الأجل	2712313427,97	2612086363,54	2550734408,62	2509161829,00
الديون القصيرة الأجل	5176464957,80	5387025645,83	7537758844,14	8092393457,00
مجموع الديون	7888778385,77	7999112009,37	10088493252,76	10601555286,00
مجموع الميزانية	14343001071,43	15014596803,97	18674201750,31	23266427381,00

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على ميزانيات المؤسسة للفترة 2010-2013.

من خلال الجدول السابق سوف نقوم بتحديد أهم العناصر المكونة للهيكل المالي لمؤسسة صيدال كما يلي:

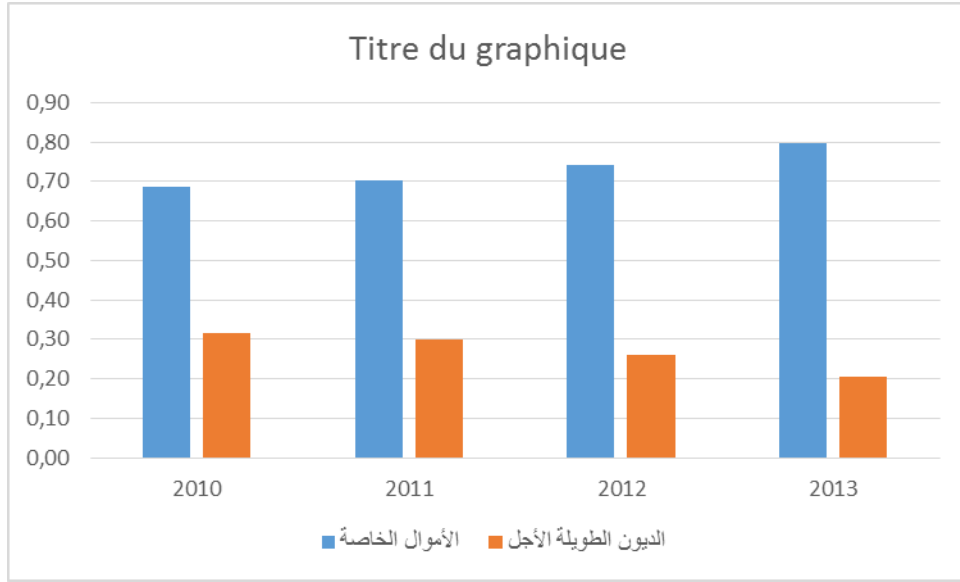
الجدول(62): الهيكل المالي لمؤسسة صيدال للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

السنوات	2010	2011	2012	2013
الهيكل المالي				
الأموال الخاصة	5906738853,10	6143335023,73	7257107387,77	9789871730,00
التغير		0,04	0,18	0,35
الديون الطويلة الأجل	2712313427,97	2612086363,54	2550734408,62	2509161829,00
التغير		-0,04	-0,02	-0,02
مج التمويل طويل الأجل	8619052281,07	8755421387,27	9807841796,39	12299033559,00
التغير		0,02	0,12	0,25
نسبة الأموال الخاصة	0,69	0,70	0,74	0,80
متوسط ن الأموال الخاصة	0.73=4/0.80+0.74+0.70+0.69			
نسبة الديون الطويلة الأجل	0,31	0,30	0,26	0,20
متوسط ن الديون	0.27			

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول: 39

الشكل (53): تطور الهيكل المالي لمؤسسة صيدال للفترة 2010-2013



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول (62).

يبين تحليل الهيكل المالي لمؤسسة الصناعة الصيدلانية صيدال إلى ارتفاع مساهمة الأموال الخاصة في تكوين هيكلها المالي حيث من خلال ملاحظة التوليفة من المزيج التمويلي (أموال خاصة، ديون ط أ) كما يلي:

(0.69، 0.31) سنة 2010، (0.70، 0.30) سنة 2011، (0.74، 0.26) سنة 2012، (0.80، 0.20) سنة 2013 ومنه يتبين ضعف مساهمة الديون في التوليفة المالية لمؤسسة صيدال، كما يلاحظ ارتفاع في التمويل الطويل الأجل حيث سجل زيادة سنة 2011 ب 2% نتيجة لزيادة الأموال الخاصة ب 4% رغم انخفاض في الديون الطويلة الأجل بنفس النسبة، في حين كانت نسبة الزيادة سنة 2012 ب 12% حيث ترجع هذه الزيادة إلى زيادة في الأموال الخاصة ب 18% واستمرار الانخفاض في الديون ب 2%، أما في سنة 2013 فقد زاد التمويل الطويل الأجل ب 25% بسبب الزيادة في الأموال الخاصة ب 35% وانخفاض في الديون ب 2%.

الفرع الثالث: الهيكل المالي لمؤسسة سيفيتال

تتمثل عناصر الخصوم لهذه المؤسسة كمايلي:

الجدول(63): عناصر الخصوم لمؤسسة سيفيتال للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

2013	2012	2011	2010	السنوات عناصر الخصوم
84939634747,13	61378438062,00	27796465157,91	19554078797,48	الأموال الخاصة
6689078848,09	11455205583,00	10197205423,56	4566427554,05	الديون الطويلة الأجل
42177444756,42	15992720496,00	3414154563,85	7057191859,61	الديون القصيرة الأجل
48866523604,51	27447926079,00	13611359987,41	11623619413,66	مجموع الديون
148508652626,77	107399059823,00	54549971556,23	39412230697,78	مجموع الميزانية

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على ميزانيات المؤسسة للفترة 2010-2013.

انطلاقا من الجدول السابق يمكننا توضيح تكور الهيكل المالي لهذه المؤسسة كما يلي:

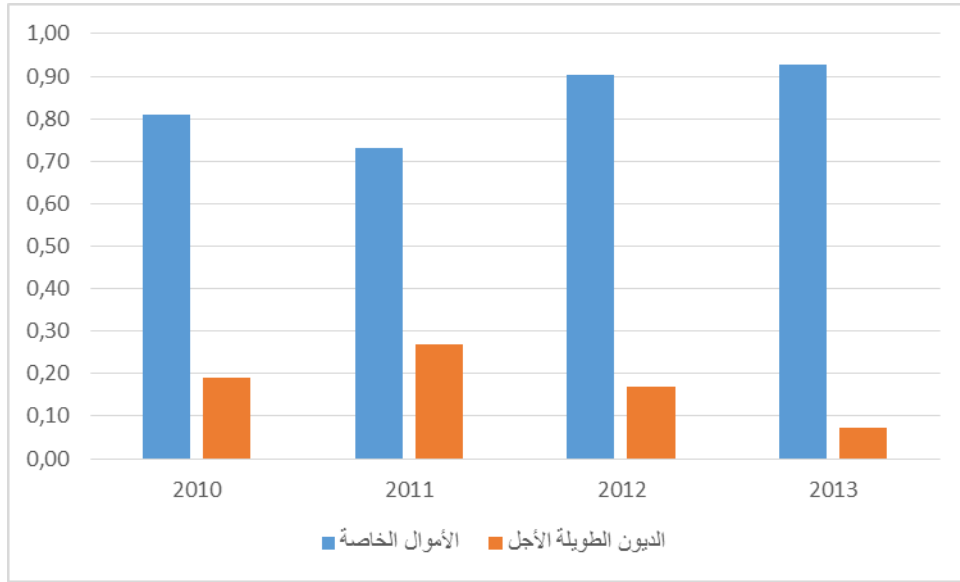
الجدول(64): الهيكل المالي لمؤسسة سيفيتال للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

2013	2012	2011	2010	السنوات الهيكل المالي
84939634747,13	61378438062,00	27796465157,91	19554078797,48	الأموال الخاصة
0,38	1,21	0,42		التغير
6689078848,09	11455205583,00	10197205423,56	4566427554,05	الديون الطويلة الأجل
-0,42	0,12	1,23		التغير
91628713595,22	68067516910,09	37993670581,47	24120506351,53	مج التمويل طويل الأجل
0,35	0,79	0,79		التغير
0,93	0,90	0,73	0,81	نسبة الأموال الخاصة
0.84=4/0.93+0.90+0.73+0.81				متوسط ن الأموال الخاصة
0,07	0,17	0,27	0,19	نسبة الديون الطويلة الأجل
0.16				متوسط ن الديون طويلة أ

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول: 40

الشكل (54): تطور الهيكل المالي لمؤسسة سيفيتال للفترة 2010-2013



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول: (64)

من خلال تحليل الهيكل المالي لمؤسسة الصناعة الغذائية سيفيتال فإنه يلاحظ سيطرة الأموال الخاصة في تكوين الهيكل المالي لهذه المؤسسة بينما كانت نسبة الديون تقريبا هامشية حيث لم تتجاوز نسبة الديون في أقصى قيمة لها 27%، وهو ما يبين الاعتماد الكلي لهذه المؤسسة على الأموال الخاصة في التمويل، بينما نلاحظ النمو المستمر لنشاط المؤسسة، من خلال النمو المستمر في التمويل الطويل الأجل حيث سجل ارتفاعا سنة 2011 ب 79%، ثم سجل ارتفاعا سنة 2012 بنفس النسبة، في حين كانت الزيادة سنة 2013 ب 35% أما بالنسبة لتطور الأموال الخاصة فقد سجلت ارتفاعا مستمرا ب 42% سنة 2011 و ارتفاع كبير سنة 2012 ب 121% وارتفاع سنة 2013 ب 38%، وبالنسبة للديون فقد سجلت كذلك نمو خلال سنوات الدراسة ب 123% سنة 2011، 12% سنة 2012، و انخفاض سنة 2013 ب 42%.

المطلب الثاني: دراسة الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الخدمات

يتكون هذا القطاع من مؤسستين مهمتين في الجزائر، مؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية الناشطة في قطاع النقل الجوي، ومؤسسة الأوراسي الناشطة في الفنادق.

الفرع الأول: الهيكل المالي لمؤسسة للخطوط الجوية الجزائرية

يمكن توضيح عناصر الخصوم لمؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية في الجدول التالي:

الجدول(65): عناصر الخصوم لمؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

2013	2012	2011	2010	السنوات عناصر الخصوم
58013165182,31	54815424920,94	53429306758,48	47264760027,18	الأموال الخاصة
27015730635,87	40774944195,40	46880881469,75	51639310576,24	الديون الطويلة الأجل
32749562079,85	24603932170,05	23136874790,53	19229141791,76	الديون القصيرة الأجل
59765292715,72	65378876365,45	70017756260,28	70868452368,00	مجموع الديون
121801745809,35	123183472989,75	125554315284,82	124543985452,02	مجموع الميزانية

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على ميزانيات المؤسسة للفترة 2010-2013.

من خلال الجدول السابق فإنه يتكون الهيكل المالي لمؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية كما يلي:

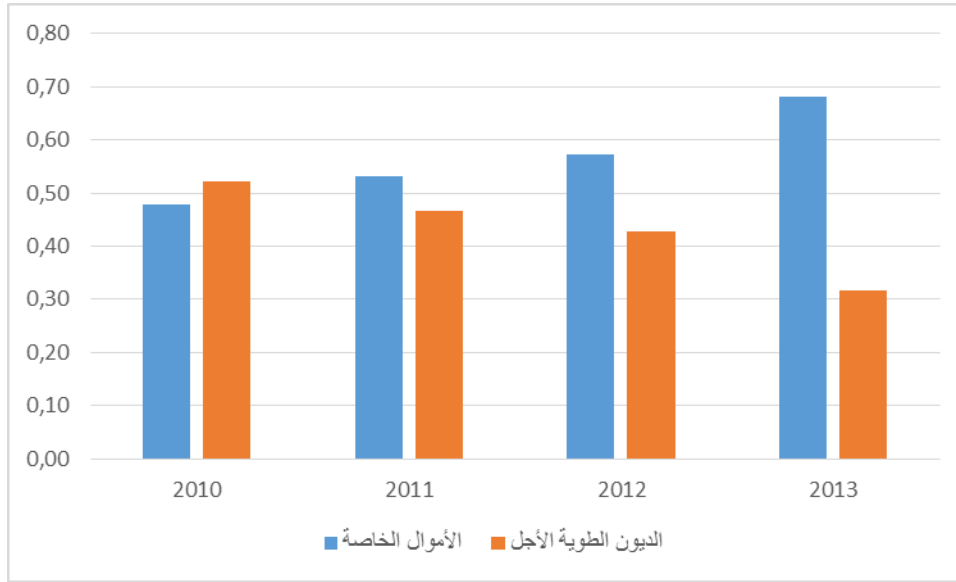
الجدول(66): الهيكل المالي لمؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

2013	2012	2011	2010	السنوات الهيكل المالي
58013165182,31	54815424920,94	53429306758,48	47264760027,18	الأموال الخاصة
0,06	0,03	0,13		التغير
27015730635,87	40774944195,40	46880881469,75	51639310576,24	الديون الطويلة الأجل
-0,34	-0,13	-0,09		التغير
85028895818,18	95590369116,34	100310188228,23	98904070603,42	مج التمويل طويل الأجل
-0,11	-0,05	0,01		التغير
0,68	0,57	0,53	0,48	نسبة الأموال الخاصة
0.56=4/68.+0.57+0.53+0.48				متوسط ن الأموال الخاصة
0,32	0,43	0,47	0,52	نسبة الديون الطويلة الأجل
0.44				متوسط ن الديون ط أ

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول (42).

الشكل(55): تطور الهيكل المالي لمؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية للفترة 2010-2013



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول (66).

يتبين من خلال تحليل الهيكل المالي لمؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية للفترة 2010-2013 التقارب النسبي للأموال الخاصة والديون عدا سنة 2013، كذلك عدم وجود فارق كبير في المتوسط للأموال الخاصة والديون وهو ما يبين لجوء المؤسسة إلى التمويل المزوج من التمويل الخاص والديون خلال فترة الدراسة، في حين لم يسجل التمويل الطويل الأجل الإجمالي تغيرات مهمة خلال فترة الدراسة حيث سجل ارتفاع سنة 2011 ب 1%، وانخفاض ب 5% سنة 2012، وانخفاض ب 11% سنة 2013، في المقابل سجل التمويل الخاص ارتفاعا مستمرا خلال سنوات الدراسة ب 13% سنة 2011، 3% سنة 2012، 6% سنة 2013، في حين أن سلوك الاستدانة سجل انخفاض مستمر ب 9% سنة 2011، 13% سنة 2012، 34% سنة 2013.

الفرع الثاني: الهيكل المالي لمؤسسة الأوراسي

تشمل عناصر الخصوم الخاصة بمؤسسة الأوراسي العناصر الملخصة في الجدول التالي:

الجدول(67): عناصر الخصوم لمؤسسة الأوراسي للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

السنوات	2010	2011	2012	2013
عناصر الخصوم				
الأموال الخاصة	2281879810,62	2644236763,25	2997058282,21	3388636600,18
الديون الطويلة الأجل	1164628182,94	1167557723,58	1059309338,40	1205298575,22
الديون القصيرة الأجل	1616053274,64	1755807126,67	1827267262,55	1530561741,95
مجموع الديون	2780681457,58	2923364850,25	2886576600,95	2735860317,17
مجموع الميزانية	5742222580,83	6255503132,50	6632861201,13	6954458174,63

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على ميزانيات المؤسسة للفترة 2010-2013.

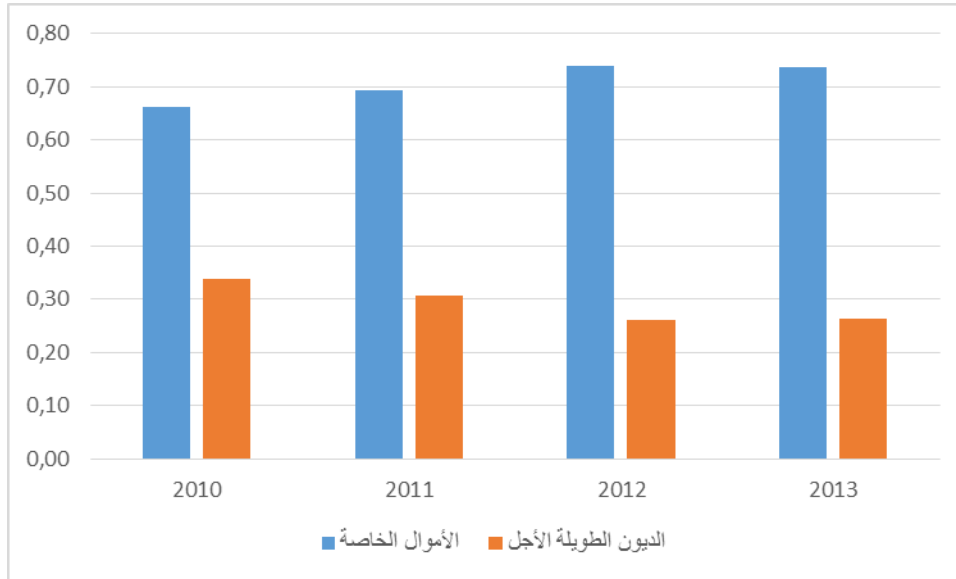
من أجل دراسة الهيكل المالي لمؤسسة الأوراسي فإنه تم إعداد الجدول التالي:
الجدول(68): الهيكل المالي لمؤسسة الأوراسي للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

2013	2012	2011	2010	السنوات الهيكل المالي
3388636600,18	2997058282,21	2644236763,25	2281879810,62	الأموال الخاصة
0,13	0,13	0,16		التغير
1205298575,22	1059309338,40	1167557723,58	1164628182,94	الديون الطويلة الأجل
0,14	-0,09	0,0025		التغير
4593935175,40	4056367620,61	3811794486,83	3446507993,56	مج التمويل طويل الأجل
0,13	0,06	0,11		التغير
0,74	0,74	0,69	0,66	نسبة الأموال الخاصة
0.70=4/0.74+0.74+0.69+0.66				متوسط ن الأموال الخاصة
0,26	0,26	0,31	0,34	نسبة الديون الطويلة الأجل
0.30=4/0.26+0.26+0.31+0.34				متوسط ن الديون ط أ

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول (44).

الشكل(56): تطور الهيكل المالي لمؤسسة الأوراسي للفترة 2010-2013



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول (68)

تسيطر الأموال الخاصة على تكوين الهيكل المالي لمؤسسة خدمات الفندق الأوراسي، وذلك على مدار سنوات الدراسة حيث لم تتعد نسبة للديون الطويلة الأجل 35% بينما لم تتجاوز النسبة المتوسطة للديون 30% وهو ما يبين ضعف التمويل بالديون للمؤسسة، التي تعتمد على التمويل الخاص بنسبة متوسطة قدرت ب 70%، أما دراسة التمويل طويل الأجل فتشير إلى الارتفاع المستمر على مدى سنوات الدراسة ب 11% سنة 2010، 6% سنة 2012، 13% سنة 2013، أما التمويل الخاص فقد سجل كذلك ارتفاعا مستمرا ب 16%

سنة 2011، 13% سنة 2012، 13%، أما منحى الاستدانة فقد سجل انخفاض طفيف سنة 2011 ب 0.25%، ثم انخفاض سنة 2012 ب 9%، وارتفاع سنة 2013 ب 14%.

المطلب الثالث: الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الأشغال العمومية

ينشط في هذا القطاع مؤسستين تابعتين للقطاع الخاص، مؤسسة حداد ومؤسسة دحلي، وسوف نقوم بدراسة تطورات الهيكل المالي لهاتين المؤسستين من خلال التحليل التالي:

الفرع الأول: الهيكل المالي لمؤسسة حداد

يمكن تلخيص العناصر المكونة لخصوم مؤسسة حداد للأشغال العمومية كما يلي:

الجدول(69): عناصر الخصوم لمؤسسة حداد للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

2013	2012	2011	2010	السنوات عناصر الخصوم
13667799806,03	9339203086,80	6788904914,50	3565803865,74	الأموال الخاصة
8457603942,26	2526039675,61	2482750148,48	2578617841,09	الديون الطويلة الأجل
18971733154,24	11326530838,49	7307815034,51	4595580543,91	الديون القصيرة الأجل
27429337096,50	13852570514,10	9790565182,99	7174198385,00	مجموع الديون
46723860933,41	27704548795,13	19243784694,57	11774105530,46	مجموع الميزانية

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على ميزانيات المؤسسة للفترة 2010-2013.

انطلاقا من الجدول السابق فإنه يمكن إعداد الهيكل المالي لهذه المؤسسة كما يلي:

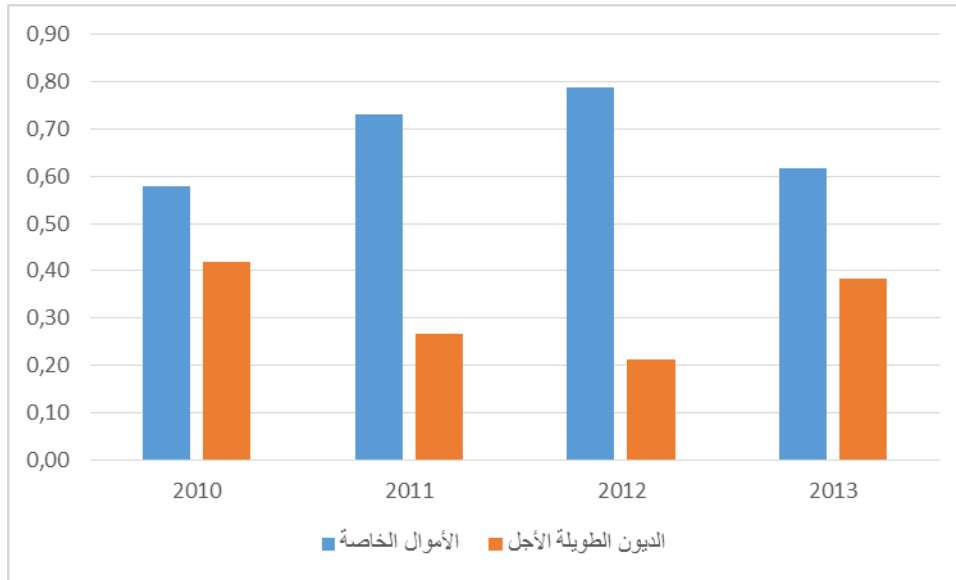
الجدول(70): الهيكل المالي لمؤسسة حداد للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

2013	2012	2011	2010	السنوات الهيكل المالي
13667799806,03	9339203086,80	6788904914,50	3565803865,74	الأموال الخاصة
0,46	0,38	0,90		التغير
8457603942,26	2526039675,61	2482750148,48	2578617841,09	الديون الطويلة الأجل
2,35	0,02	-0,04		التغير
22125403748,29	11865242762,41	9271655062,98	6144421706,83	مج التمويل الطويل الأجل
0,86	0,28	0,51		التغير
0,62	0,79	0,73	0,58	نسبة الأموال الخاصة
0.68=4/0.62+0.74+0.73+0.58				متوسط ن الأموال الخاصة
0,38	0,21	0,27	0,42	نسبة الديون الطويلة الأجل
0.32=4/0.38+0.21+0.27+0.42				متوسط ن الديون ط أ

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول (70).

الشكل(57): تطور الهيكل المالي لمؤسسة حداد للفترة 2010-2013



الشكل(57): من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول (47)

من خلال دراسة الهيكل المالي لمؤسسة الأشغال العمومية حداد فإنه سيطرة الأموال الخاصة في التمويل من خلال تجاوز الأموال الخاصة النصف خلال السنوات الأربع حيث بلغ متوسطها لفترة الدراسة مايقارب 70% في حين لم تتجاوز نسبة الديون 30% وهو مايبين الاعتماد الشبه التام على الأموال الخاصة في تمويل استثمارات المؤسسة، كذلك إن المؤسسة تسجل ارتفاع مستمر لنشاطها وذلك ما يوضحه النمو المستمر للتمويل الطويل الأجل حيث سجل ارتفاعا سنة 2011 ب 51%، وارتفاع سنة 2012 ب 28%، وارتفاع سنة 2013 ب 86%، أما تطورات الخاصة بعناصر الهيكل المالي فتشير أما تطورات الخاصة بعناصر الهيكل المالي

فتشير إلى النمو الملاحظ للأموال الخاصة على مدى سنوات الدراسة وذلك ب 90% سنة 2011، 38% سنة 2012، و 46% سنة 2013، أما بخصوص تطور الديون فنجد انخفاض طفيف سنة 2011 ب 4% ثم ارتفاع طفيف سنة 2012 ب 2% ثم بعد ذلك ارتفاع مهم ب 235% سنة 2013 ولكن رغم هذا الارتفاع الكبير في الديون لهذه السنة فإن الهيكل المالي لم يتأثر بشكل كبير.

الفرع الثاني: الهيكل المالي لمؤسسة دحلي

تتمثل عناصر خصوم مؤسسة دحلي في مكونات الجدول التالي:

الجدول(71): عناصر الخصوم لمؤسسة دحلي للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

2013	2012	2011	2010	السنوات عناصر الخصوم
21563782562,34	21342938510,93	21111608041,93	3787615841,79	الأموال الخاصة
6979772799,60	4927553141,44	4827163140,70	3899024468,89	الديون الطويلة الأجل
1662923935,41	1785751046,57	1446167832,92	1319102311,21	الديون القصيرة الأجل
8642696735,01	6713304188,01	6273330973,62	5218126780,10	مجموع الديون
30435085350,38	28277086750,35	27650685794,81	9108591119,78	مجموع الميزانية

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على ميزانيات المؤسسة للفترة 2010-2013.

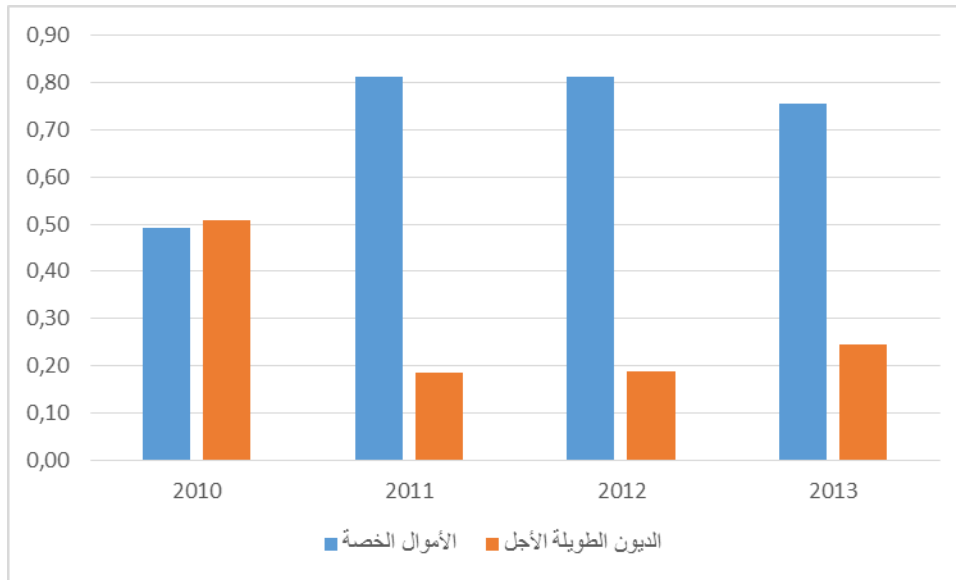
من خلال الجدول السابق فإن الهيكل المالي لمؤسسة دحلي للفترة 2010-2013 يظهر كما يلي:

الجدول(72): الهيكل المالي لمؤسسة دخلي للفترة 2010-2013

2013	2012	2011	2010	السنوات الهيكل المالي
21563782562,34	21342938510,93	21111608041,93	3787615841,79	الأموال الخاصة
0,01	0,01	4,57		التغير
6979772799,60	4927553141,44	4827163140,70	3899024468,89	الديون الطويلة الأجل
0,42	0,02	0,24		التغير
28543555361,94	26270491652,37	25938771182,63	7686640310,68	مج التمويل طويل الأجل
0,09	0,01	2,37		التغير
0,76	0,81	0,81	0,49	نسبة الأموال الخاصة
0.72=0.76+0.81+0.81+0.49				متوسط ن الأموال الخاصة
0,24	0,19	0,19	0,51	نسبة الديون الطويلة الأجل
0.22=4/0.24+0.19+0.19+0.51				متوسط ن الديون ط أ

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول (72).

الشكل(58): تطور الهيكل المالي لمؤسسة دخلي للفترة 2010-2013



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول (49).

تعد كذلك مؤسسة دخلي من المؤسسات الخاصة في مجال الأشغال العمومية حيث وبعد إعداد جدول الهيكل المالي و رغم تفوق الديون على الأموال الخاصة سنة 2010 بنسبة طفيفة إلا أنه ما لبثت أن ارتفعت الأموال الخاصة بقية سنوات الدراسة وهو ما أضعف من دور الديون في التمويل، حيث بلغ متوسط الأموال الخاصة حوالي 70% أما نسبة الديون لم تتجاوز 30% وهو ما يعني ارتفاع أهمية الأموال الخاصة في التمويل في تشكيل الهيكل المالي، بينما يشير تطور نشاط المؤسسة بينما يشير تطور نشاط المؤسسة إلى ارتفاع مهم سنة 2011 ب 237%، أما سنتي 2011 و 2012 فلم تسجلا ارتفاع كبير، أما تطور الأموال الخاصة فيشير إلى ارتفاع كبير سنة 2011 ب 457% في حين لم تسجل بقية السنوات تغيرات مهمة، أما الديون فقد سجلت

ارتفاع سنة 2011 ب 24% بينما كانت نسبة الزيادة سنة 2012 هامشية، لتعاود الارتفاع سنة 2013 ب 42%.

المطلب الرابع الهيكل المالي لمؤسسات الاستخراج

يتكون هذا القطاع من المؤسسات التالية: سوناطراك، المؤسسة الوطنية للحفر، المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار، حيث تظهر دراسة الهيكل المالي لهذه المؤسسات التحليل الموالي.

الفرع الأول: الهيكل المالي لمؤسسة سوناطراك

تلخص عناصر الخصوم لمؤسسة سوناطراك في الجدول التالي:

الجدول(73): عناصر الخصوم لمؤسسة سوناطراك للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

2013	2012	2011	2010	السنوات عناصر الخصوم
3408291445210,32	2839461336528,21	2309753142756,50	1866787312327,74	الأموال الخاصة
96754336987,54	68161147987,36	87931019379,81	89448188089,43	الديون الطويلة الأجل
1839479537666,71	7379015436975,66	1621406375043,10	1297607659272,33	الديون القصيرة الأجل
1936233874654,25	7447176584963,02	1709337394422,91	1387055847361,76	مجموع الديون
5628801258954,54	10880909104552,30	4661909229302,71	3793425473540,74	مجموع الميزانية

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على ميزانيات المؤسسة للفترة 2010-2013.

طبقا للجدول فإن الهيكل المالي لمؤسسة سوناطراك يلخص في الجدول التالي:

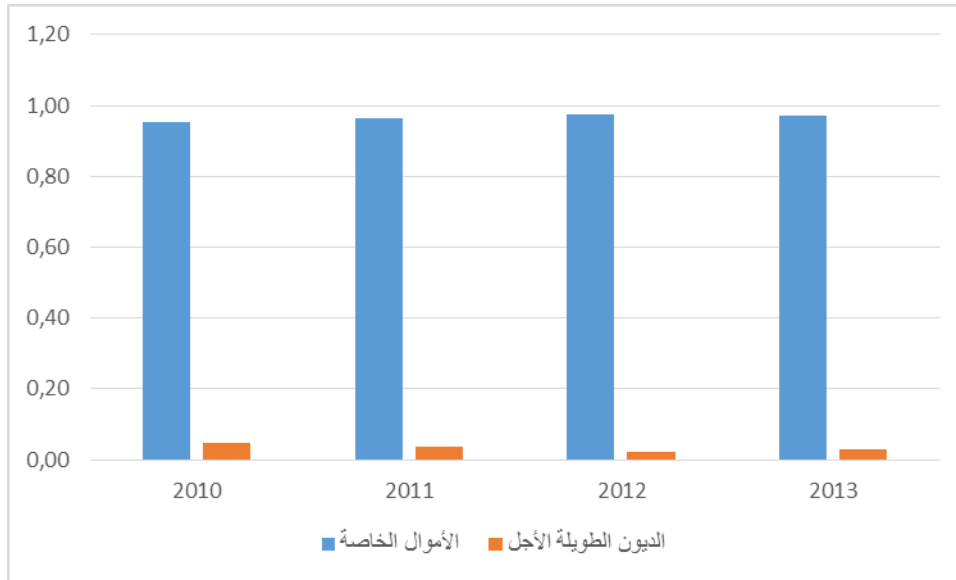
الجدول(74): الهيكل المالي لمؤسسة سوناطراك للفترة 2010-2013

الوحدة: دج

2013	2012	2011	2010	السنوات الهيكل المالي
3408291445210,32	2839461336528,21	2309753142756,50	1866787312327,74	الأموال الخاصة
0,20	0,23	0,24		التغير
96754336987,54	68161147987,36	87931019379,81	89448188089,43	الديون الطويلة الأجل
0,42	-0,22	-0,02		التغير
3505045782197,86	2907622484515,57	2397684162136,31	1956235500417,17	مج التمويل الطويل الأجل
0,21	0,21	0,23		التغير
0,97	0,98	0,96	0,95	نسبة الأموال الخاصة
0.96=4/0.97+0.98+0.69+0.95				متوسط ن الأموال الخاصة
0,03	0,02	0,04	0,05	نسبة الديون الطويلة الأجل
0.04=4/0.03+0.02+0.04+0.05				متوسط ن الديون ط أ

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول (50).

الشكل(59): تطور الهيكل المالي لمؤسسة سوناطراك للفترة 2010-2013



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول (74).

يكشف تحليل الهيكل المالي لمؤسسة سوناطراك المساهمة الضعيفة للديون و سيطرة الأموال الخاصة وبنسبة كبيرة في تكوين الهيكل المالي لها بحيث تكاد تكون نسبة الديون معدومة مقارنة بالأموال الخاصة، حيث بلغ متوسط الأموال الخاصة 96% بينما لم تتجاوز نسبة الديون 4% وهو ما يبين الاعتماد الشبه التام على الأموال الخاصة في التمويل، بينما تتميز المؤسسة بنشاط متنامي من خلال الزيادة في التمويل الطويل الأجل

حيث كانت نسبة الزيادة سنة 2011 ب 23%، وزيادة ب 21% سنتي 2012 و 2013، كذلك تتميز الأموال الخاصة بالنمو حيث قدرت نسبة الزيادة ب 24% سنة 2011، وزيادة ب 23% سنة 2012 أما سنة 2013 كانت نسبة الزيادة تقدر ب 20%، أما الديون فقد سجلت انخفاضين متتاليين ب 2%، 22% سنتي 2011، 2012، لترتفع مرة أخرى سنة 2013 ب 42%.

الفرع الثاني: الهيكل المالي لمؤسسة أشغال الآبار (ENTP)

يتكون الجزء الأيسر من ميزانية المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار من العناصر الموضحة في الجدول

التالي:

الجدول(75): عناصر الخصوم لمؤسسة أشغال الآبار للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

2013	2012	2011	2010	السنوات عناصر الخصوم
32484212005,31	29465382421,13	25744591444,43	15582480993,74	الأموال الخاصة
24 509 156 868,55	24298321458,21	21852769916,39	16537167666,29	الديون الطويلة الأجل
9403778614,87	7,8274201E+09	8490225911,04	7451603062,45	الديون القصيرة الأجل
33912935483,42	32125741589,20	30342995827,43	23988770728,74	مجموع الديون
71040107041,66	64660125478,74	60464242811,55	42437680004,76	مجموع الميزانية

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على ميزانيات المؤسسة للفترة 2010-2013.

من خلال الاعتماد على الجدول السابق يمكن توضيح تطورات الهيكل المالي لهذه المؤسسة كما يلي:

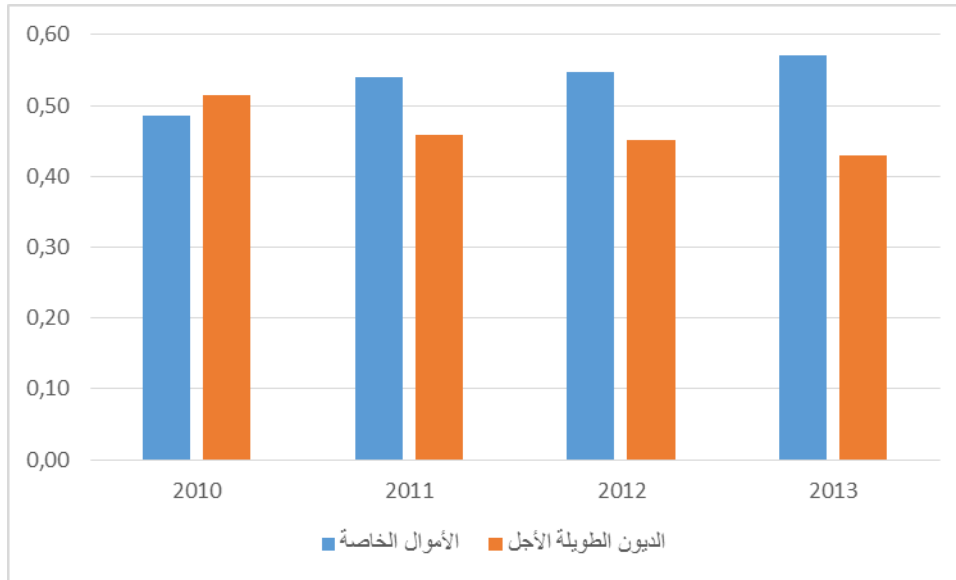
الجدول(76): الهيكل المالي لمؤسسة أشغال الآبار للفترة 2010-2013

الوحدة: دج

2013	2012	2011	2010	السنوات الهيكل المالي
32484212005,31	29465382421,13	25744591444,43	15582480993,74	الأموال الخاصة
0,10	0,14	0,65		التغير
24 509 156 868,55	24298321458,21	21852769916,39	16537167666,29	الديون الطويلة الأجل
0,01	0,11	0,32		التغير
56 993 368 873,86	53763703879,34	47597361360,82	32119648660,03	مج التمويل طويل الأجل
0,06	0,13	0,48		التغير
0,57	0,55	0,54	0,49	نسبة الأموال الخاصة
0.54=4/0.57+0.55+0.54++0.49				متوسط ن الأموال الخاصة
0,43	0,45	0,46	0,51	نسبة الديون الطويلة الأجل
0.46=4/0.43+0.45+0.46+0.54				متوسط ن الديون ط أ

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول (52).

الشكل(60): تطور الهيكل المالي لمؤسسة أشغال الآبار للفترة 2010-2013



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول (76).

لم تسجل فروقات كبيرة بين الأموال الخاصة والديون في المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار، حيث بلغ متوسط الأموال الخاصة للسنوات الأربع 54%، بينما كان متوسط الديون 46% وهي النسب التي كانت في العموم متقاربة، وهو ما يوضح اعتماد المؤسسة على مزيج من الديون والأموال الخاصة في التمويل، ولقد سجل نشاط المؤسسة ارتفاع مهم سنة 2011 ب 48%، وارتفاع آخر سنة 2012 ب 13% وارتفاع طفيف سنة 6%، أما الديون فقد سجلت ارتفاع سنة 2011 ب 32%، وارتفاع سنة 2012 ب 11%، وارتفاع طفيف سنة 2013 ب 1%.

الفرع الثالث: الهيكل المالي للمؤسسة الوطنية للحفر

تتمثل عناصر خصوم المؤسسة الوطنية للحفر في العناصر المكونة للجدول التالي:

الجدول(77): عناصر الخصوم للمؤسسة الوطنية للحفر للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

2013	2012	2011	2010	السنوات عناصر الخصوم
27705361924,23	24596604200,94	12519000990,69	11479270846,26	الأموال الخاصة
18216683246,75	14255792580,92	13624930126,14	9203886788,95	الديون الطويلة الأجل
4089989610,65	4318098982,68	2877707594,42	2359989540,07	الديون القصيرة الأجل
22306672857,40	18573891563,60	16502637720,56	11563876329,02	مجموع الديون
51291580952,41	44829838027,96	30651379732,37	24341427792,69	مجموع الميزانية

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على ميزانيات المؤسسة للفترة 2010-2013.

اعتمادا على الجدول السابق فإن الهيكل المالي لهذه المؤسسة يوضح من خلال مايلي:

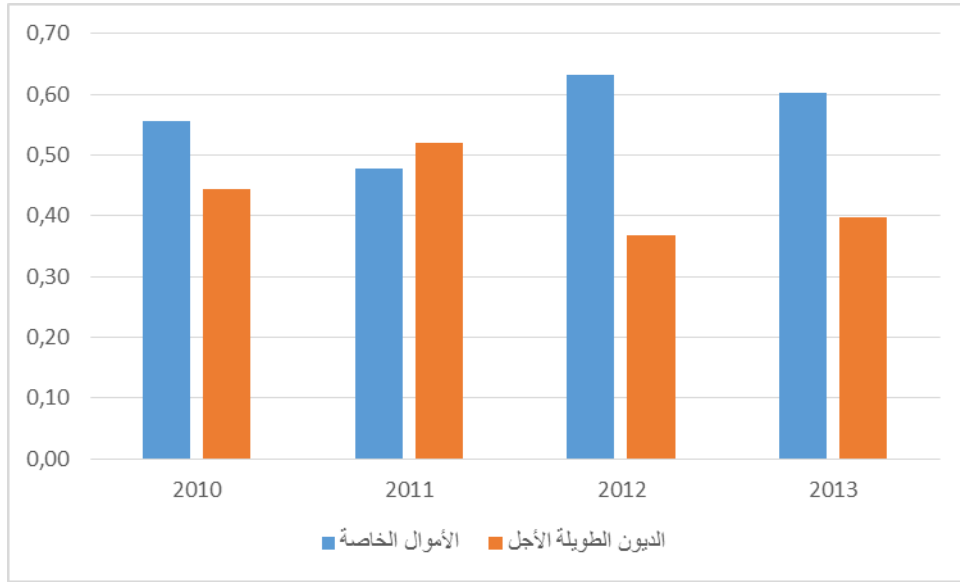
الجدول(78): الهيكل المالي للمؤسسة الوطنية للحفر للفترة 2010-2013

الوحدة:دج

2013	2012	2011	2010	السنوات الهيكل المالي
27705361924,23	24596604200,94	12519000990,69	11479270846,26	الأموال الخاصة
0,13	0,96	0,09		التغير
18216683246,75	14255792580,92	13624930126,14	9203886788,95	الديون الطويلة الأجل
0,28	0,05	0,48		التغير
45922045170,98	38852396781,86	26143931116,83	20683157635,21	مج التمويل طويل الأجل
0,18	0,49	0,26		التغير
0,60	0,63	0,48	0,56	نسبة الأموال الخاصة
0.57=4/0.60+0.63+0.48+0.56				متوسط ن الأموال الخاصة
0,40	0,37	0,52	0,44	نسبة الديون الطويلة الأجل
0.43=4/0.40+0.37+0.52+0.44				متوسط ن الديون ط أ

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول (54).

الشكل (61): تطور الهيكل المالي للمؤسسة الوطنية للحفر للفترة 2010-2013



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول (78).

يبين تحليل الهيكل المالي للمؤسسة الوطنية للحفر إلى تقارب الأموال الخاصة والديون سنتي 2010 و 2011، ثم ارتفعت الأموال الخاصة مقارنة بالديون سنتي 2012 و 2013 بشكل أكبر من الديون وهو ما يوضح لجوء المؤسسة إلى التمويل الخاص مقارنة بالديون، ولقد بلغ متوسط الأموال الخاصة للسنوات الأربع 57%، بينما بلغ متوسط الديون 43%، ولقد شهد نشاط المؤسسة نموا خلال فترة الدراسة وذلك ب 26%، 49%، 18% على التوالي.

المطلب الخامس: أثر سياسات التمويل على الهيكل المالي للمؤسسات

تتحكم مجموعة من العوامل في تكوين الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، والتي تعتبر الموجه للسياسة التمويلية للمؤسسة، وسنحاول في هذا العنصر تحديد أهم العناصر التي تحكم قرار التمويل للمؤسسات موضوع الدراسة وذلك في حدود المعلومات المتوفرة لدينا.

الفرع الأول: تحديد ترتيب المؤسسات حسب نسبة الاستدانة

سوف نقوم في هذا العنصر بإعادة ترتيب المؤسسات حسب نسبة الديون الطويلة الأجل في الهيكل المالي للمؤسسة، وذلك من أجل معرفة أي من المؤسسات تعتمد أكثر على الديون في الهيكل المالي لها وذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول(79): ترتيب المؤسسات حسب درجة الاستدانة

الترتيب	المؤسسة	نسبة الاستدانة
1	المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار	46%
2	الخطوط الجوية الجزائرية	44%
3	المؤسسة الوطنية للحفر	43%
4	سونالغاز	39%
5	مؤسسة حداد	32%
6	الأوراسي	30%
7	صيدال	27%
8	دحلي	22%
9	سيفيتال	16%
10	سوناطراك	04%

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على جداول تكوين الهياكل المالية للمؤسسات للفترة 2010-2013.

لقد تم التطرق إلى الهيكل المالي الأمثل في الفصل الثالث، حيث اقترحنا بناء على عدة معايير أهمها الاستقلالية المالية والتي تحافظ على استقلالية الهيكل المالي من الديون ونتيجة لذلك من المستحسن أن يتشكل الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة من التوليفة: أموال خاصة، ديون (55%، 45%).

الجدول(80): ملخص الهياكل المالية للمؤسسات للفترة 2010-2013.

المؤسسات	2010		2011		2012		2013	
	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون
سونالغاز	0.66	0.34	0.59	0.41	0.60	0.40	0.59	0.41
صيدال	0.69	0.31	0.70	0.30	0.74	0.26	0.80	0.20
سيفيتال	0.81	0.19	0.73	0.27	0.90	0.10	0.93	0.10
الخطوط الجوية الجزائرية	0.48	0.52	0.53	0.47	0.57	0.43	0.68	0.32
الأوراسي	0.66	0.34	0.69	0.31	0.74	0.26	0.74	0.26
حداد	0.58	0.42	0.73	0.27	0.79	0.21	0.62	0.38
دحلي	0.49	0.51	0.81	0.19	0.81	0.19	0.76	0.24
سوناطراك	0.95	0.055	0.96	0.04	0.98	0.02	0.97	0.03
المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار	0.49	0.51	0.54	0.46	0.55	0.45	0.57	0.43
المؤسسة الوطنية للحفر	0.56	0.44	0.48	0.52	0.63	0.37	0.60	0.40

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على جداول هياكل المؤسسات.

الفرع الثاني: تأثير سياسات التمويل على الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الصناعة: يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول(81): تأثير سياسات التمويل في تكوين الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الصناعة

2013		2012		2011		2010		السنوات المؤسسات
أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	
0.59	0.41	0.66	0.34	0.59	0.41	0.66	0.34	سوناغاز
- تمويل ذاتي - استئانة		- تمويل ذاتي - استئانة		- تمويل ذاتي - استئانة		سياسات التمويل		
0.80	0.20	0.74	0.26	0.70	0.30	0.69	0.31	صيدال
- تمويل ذاتي		- تمويل ذاتي		- تمويل ذاتي		سياسات التمويل		
0.93	0.07	0.90	0.10	0.73	0.27	0.81	0.19	سيفيتال
- تمويل ذاتي - تمويل خاص		- تمويل ذاتي - تمويل خاص - استئانة		- تمويل ذاتي - تمويل خاص - استئانة		سياسات التمويل		

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على جداول التمويل والهيكل المالي للمؤسسات للفترة 2010-2013.

من خلال الجدول السابق فإن مؤسسة سوناغاز وخلال فترة الدراسة تعتمد على نوعين من سياسات التمويل وهي التمويل الذاتي والاستئانة وهو ما جعل نسبة الديون في الهيكل المالي تكون مرتفعة نوعا ما، حيث ابتعدت توليفة الهيكل المالي عن النسبة المثلى سنة 2010 بارتفاع في الأموال الخاصة، في حين تتجه نحو رفع نسبة الديون لبقية السنوات وهو ما جعل النسبة تقترب من النسبة المثلى، أما مؤسسة صيدال فتعتمد على التمويل الذاتي فقط وطوال فترة الدراسة، وهو ما أثر على تكوين هيكلها المالي بسيطرة الأموال الخاصة، بحيث لا تعتمد على الديون في مزيجها التمويلي وهو ما أثر بالانخفاض المستمر للديون وهو ما يجعل التوليفة تبتعد عن النسبة المثلى للهيكل المالي، أما مؤسسة سيفيتال فإنها تعتمد على مزيج من سياسات التمويل الذاتي والخاص (رفع رأس المال) والاستئانة سنتي 2011، و 2012، ولكن رغم ذلك فإن نسبة التمويل بالدين تبقى منخفضة في حين لم تعتمد على الديون سنة 2013، وهو ما أثر على انخفاض على نسبة الديون في تكوين الهيكل المالي للمؤسسة بحيث أن المؤسسة تبتعد كثيرا عن التوليفة المثلى للهيكل المالي لعدم اعتماد المؤسسة على الديون يحرمها من الاستفادة من أثر الرفع المالي.

الفرع الثالث: تأثير سياسات التمويل على الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الأشغال العمومية: يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول(82): تأثير سياسات التمويل على تكوين الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الأشغال العمومية

2013		2012		2011		2010		السنوات المؤسسات
ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	
0.38	0.62	0.21	0.79	0.27	0.73	0.42	0.58	
- تمويل ذاتي - تمويل خاص - استنادة		- تمويل ذاتي - استنادة		- تمويل ذاتي - تمويل خاص		سياسات التمويل		حداد
ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	دخلي
0.24	0.76	0.19	0.81	0.19	0.81	0.51	0.49	
- تمويل ذاتي - استنادة		- تمويل ذاتي - استنادة		- تمويل ذاتي - تمويل خاص - استنادة		سياسات التمويل		

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على جداول التمويل والهيكل المالي للمؤسسات للفترة 2010-2013.

من خلال الجدول فإن مؤسسة حداد تعتمد على التمويل الذاتي خلال فترة الدراسة، بينما اعتمدت على التمويل الخاص سنة 2011، وهو ما أثر بانخفاض الديون، والاستنادة سنة 2012، ولكن رغم ذلك تبقى نسبة الاستنادة ضعيفة، ومزيج من التمويل الذاتي والتمويل الخاص والاستنادة سنة 2013، ولكن في هذه السنة فإن الاستنادة ارتفعت نوعا ما، ولقد اقتربت من تحقيق الهيكل المالي الأمثل سنة 2010 في حين ابتعدت عن النسبة المثلى لبقية السنوات، أما بالنسبة لمؤسسة دخلي فقد اعتمدت على مزيج من التمويل الذاتي، التمويل الخاص، والتمويل بالاستنادة سنة 2011، لكن رغم ذلك فإن مقدار التمويل بالاستنادة كان قليل مقارنة بالأنواع الأخرى للتمويل، بينما تعتمد على تمويل ذاتي واستنادة سنتي 2012 و 2013 حيث يبقى التمويل بالاستنادة ضعيفا وهو ما جعل نسبة الاستنادة لا تتجاوز 24%، كذلك فإنها اقتربت من الهيكل المالي سنة 2010 وذلك توليفة تقريبا متساوية من الأموال الخاصة والديون، لكن رغم ذلك فإنه ابتعدت عن التوليفة المثلى وذلك بارتفاع في الأموال الخاصة وانخفاض في الديون لبقية السنوات.

الفرع الرابع: تأثير سياسات التمويل على الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الخدمات: يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول(83): تأثير سياسات التمويل على تكوين الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الخدمات

2013		2012		2011		2010		السنوات المؤسسات
ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	
0.32	0.68	0.43	0.57	0.47	0.53	0.52	0.48	
- تمويل ذاتي		- تمويل ذاتي		- تمويل ذاتي - تمويل خاص		سياسات التمويل		الخطوط الجوية الجزائرية
ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	الأوراسي
0.26	0.74	0.26	0.74	0.31	0.69	0.34	0.66	
- تمويل ذاتي - استئانة		- تمويل ذاتي		- تمويل ذاتي - استئانة		سياسات التمويل		

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على جداول التمويل والهيكل المالي للمؤسسات للفترة 2010-2013.

تعتمد مؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية، على سياسة التمويل الذاتي والتمويل الخاص سنة 2011 حيث انخفضت نسبة الديون مقارنة ب 2010 نتيجة لهذه السياسة، بينما اعتمدت على التمويل الذاتي دون أي نوع آخر من التمويل وهو ما أثر بانخفاض الديون في تكوين هيكلها المالي، ولقد اقتربت المؤسسة من النسبة المثلى للهيكل المالي سنوات 2010، 2011، 2012 وذلك بتقارب نسبة الديون مع الأموال الخاصة، ولكنها ابتعدت عن النسبة المثلى سنة 2013، في حين تعتمد مؤسسة الأوراسي على سياسة التمويل الذاتي والاستئانة سنة 2011، حيث تبقى مساهمة الديون ضعيفة في تكوين الهيكل المالي، في حين تعتمد فقط على التمويل الذاتي سنة 2012، ولكن في سنة 2013 فإنها قامت بإعادة الاستئانة لكن رغم ذلك لم تتجاوز نسبة الديون 26% في تكوين الهيكل المالي، ولقد ابتعدت المؤسسة عن تحقيق الهيكل المالي الأمثل وذلك بتوجيهها نحو تخفيض الديون في تكوين الهيكل المالي لها.

الفرع الخامس: تأثير سياسات التمويل على الهيكل المالي لمؤسسات قطاع: يمكن توضيح ذلك في الجدول التالي:

الجدول(84): تأثير سياسات التمويل على تكوين الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الاستخراج

2013		2012		2011		2010		السنوات المؤسسات
ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	
0.03	0.97	0.02	0.98	0.04	0.96	0.05	0.95	سوناطراك
- تمويل ذاتي - استئانة		- تمويل ذاتي		- تمويل ذاتي - تمويل خاص		سياسات التمويل		
ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار
0.43	0.57	0.45	0.55	0.46	0.54	0.51	0.49	
- تمويل ذاتي - استئانة		- تمويل ذاتي - تمويل خاص - استئانة		- تمويل ذاتي - استئانة		سياسات التمويل		
ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	المؤسسة الوطنية للحفر
0.40	0.60	0.37	0.63	0.52	0.48	0.44	0.56	
- تمويل ذاتي - استئانة		- تمويل ذاتي - استئانة		- تمويل ذاتي - تمويل خاص - استئانة		سياسات التمويل		

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على جداول التمويل والهيكل المالي للمؤسسات للفترة 2010-2013.

من خلال الجدول فإن مساهمة الديون في الهيكل المالي لمؤسسة سوناطراك تبقى هامشية وجد ضعيفة حيث تكاد تكون معدومة، حيث تعتمد المؤسسة بصفة شبه كلية على التمويل الذاتي، ورغم لجوء المؤسسة إلى الاستئانة سنة 2013 إلا أن ذلك لم يؤثر بصفة كبيرة في مساهمة الديون في الهيكل المالي، ويبقى هيكلها المالي بعيد كل البعد عن النسبة المثلى للهيكل المالي، بينما تعتمد المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار على التمويل الذاتي والاستئانة خلال فترة الدراسة كما لجأت للتمويل الخاص سنة 2012 من خلال رفع رأسمالها، وتبقى نسبة الديون قريبة من الأموال الخاصة حيث لا يوجد فرق كبير بين الأموال الخاصة والديون، أما المؤسسة الوطنية للحفر فإن نسبة الديون كانت أكبر من الأموال الخاصة رغم لجوء المؤسسة إلى سياسة متنوعة من التمويل الذاتي والتمويل الخاص والاستئانة سنة 2011، في حين توجهت المؤسسة نحو تخفيض نسبة الديون في الهيكل المالي من خلال اعتماد على سياسة للتمويل الذاتي والاستئانة بحيث تبقى نسبة الديون منخفضة.

المطلب السادس: أهم محددات الهيكل المالي للمؤسسات الفرع الأول: تأثير الحجم في اختيار الهيكل المالي

حسب فرضيات التحليل النظري المقدم في الفصل الرابع فإنه يفترض أنه كلما كبر حجم المؤسسة كلما زاد لجوء المؤسسة إلى الاستدانة، حيث إن انخفاض تكاليف الإفلاس بالنسبة للمؤسسات الكبيرة الحجم يسمح لها بسهولة اللجوء إلى الاستدانة، كذلك فإن كبر حجم المؤسسة هو مرادف لتوفر المعلومة وذلك لأن المؤسسات الكبيرة تكون معروفة وتنتشر دائما معلومات حول نشاطها ومرد وديتها ونتائجها المالية والمحاسبية حيث أن توفر المعلومة يشجع المسيرين على الاستدانة، من خلال هذا التحليل سوف نقوم بإعادة ترتيب المؤسسات موضوع الدراسة حسب حجمها مع ربطها بدرجة الاستدانة، ومن أجل تحديد حجم المؤسسة فإنه يعتمد على عديد المعايير مثل: عدد العمال، رقم الأعمال، القيمة المضافة، مجموع الميزانية، وتختلف هذه المعايير من مؤلف لآخر ومن دولة إلى أخرى، وبهدف تقادي أي لبس فإننا سوف نعتمد على رقم الأعمال وذلك اعتمادا على القانون الجزائري، وخاصة القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة رقم 01-18، الذي عرفها بأنها مؤسسات تشغل ما بين 1 و 250 عامل ولا يتجاوز مجموع رقم أعمالها 02 مليار دينار جزائري، وبالتالي سوف نقوم بإعادة ترتيب المؤسسات حسب حجمها من خلال الجدول التالي.

الجدول(85): ترتيب المؤسسات حسب الحجم

الترتيب	المؤسسة	رقم الأعمال	نسبة الاستدانة
1	سوناطراك	4582797655900,89	04%
2	سونالغاز	76214821566,54	39%
3	سيفيتال	70297967940,17	16%
4	الخطوط الجوية الجزائرية	52622167960,36	44%
5	المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار	26818161623,85	46%
6	حداد	18982359373,15	32%
7	المؤسسة الوطنية للحفر	17613986081,58	43%
8	صيدال	12722190887,86	27%
9	دحلي	2668301390,06	22%
10	الأوراسي	1786712665,80	30%

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على المعلومات المنشورة حول المؤسسات موضوع الدراسة.

من خلال الجدول السابق فإنه يمكن ملاحظة أن المؤسسة الأكبر حجما هي المؤسسة الأقل استدانة، كما يأتي في المركز الثالث مؤسسة سيفيتال وهي تتميز بمعدل استدانة ضعيف كذلك، في حين أن أكبر مؤسستين من حيث نسبة الاستدانة تحتل المركزين الرابع و الخامس من حيث الحجم، كذلك نجد مؤسستين بنسبة استدانة بين 22% و 27% تأتيان في المركزين الثامن والتاسع، ونجد كذلك المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار في المرتبة السابعة، أما المؤسسات التي تتراوح نسبة استدانتها من 30% إلى 32% إحداهما في المركز السادس (حداد)، والأخرى في المرتبة الأخير (الأوراسي)، وبالتالي فإن معيار الحجم كأحد محددات الهيكل

المالي للمؤسسة لا ينطبق بنسبة كبيرة على المؤسسات محل الدراسة وذلك للتمايز في طبيعة المؤسسات وعلى رأسها مؤسسة سوناطراك التي تعتبر أكبر مؤسسة على المستوى الوطني وطبيعة نشاطها المتمثل في المحروقات، ونظرا للنتائج المهمة التي تحققتها المؤسسة تجعلها في غنى عن الاستدانة.

الفرع الثاني: تأثير هيكل الأصول (حجم الضمانات)

هيكل الأصول هو حجم الضمانات التي يمكن أن تقدمه المؤسسة للدائنين وذلك من أجل ضمان استرجاع أموالهم، حيث تفترض نظريات الهيكل المالي بأن هيكل الأصول من العوامل المحددة لنوع التمويل في المؤسسة، وذلك من خلال نوع الأصول الذي يقدم ضمانات أكثر لمقدمي الأموال وهو ما يشجع المقرضون على منح القروض للمؤسسة وذلك لتوفر نوع من الضمان لاسترجاع أموالهم.

من خلال ذلك نقوم بإعادة ترتيب المؤسسات من خلال حجم الأصول المتوفرة لدى كل مؤسسة كما

يلي:

الجدول(86): ترتيب المؤسسات حسب هيكل الأصول

الترتيب	المؤسسة	متوسط الأصول	نسبة الاستدانة
1	سوناطراك	6241261175710,86	04%
2	سونالغاز	872584205966,35	39%
3	الخطوط الجوية الجزائرية	123770879883,99	44%
4	سيفيتال	87467478675,95	16%
5	المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار	59650507464,49	46%
6	المؤسسة الوطنية للحفر	37778556626,36	43%
7	مؤسسة حداد	26361574988,39	32%
8	صيدال	25918533140,53	27%
9	مؤسسة دحلي	23872362253,83	22%
10	الأوراسي	6396261272,27	30%

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على ميزانيات المؤسسات للفترة 2010-2013.

من خلال الجدول السابق فإنه يمكننا ملاحظة أن مؤسسة سوناطراك وهي الأكبر حجما والتي تمتلك أكبر أصول تتميز بأقل استدانة في الهيكل المالي، وهو ما يعاكس النظرية الخاصة بالهيكل المالي التي تعتبر المؤسسات ذات الأصول المهمة تكون الأكثر استدانة، كما يمكن أن نجد مؤسسة سيفيتال التي تتميز بأقل معدل استدانة تحتل المرتبة الرابعة من حيث حجم الأصول وهو ما يتعاكس مع النظرية المالية كذلك، كذلك فإن المؤسسة الأكبر استدانة والمتمثلة في المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار تحتل المرتبة الخامسة من حيث الترتيب، في حين أن المؤسسات التي تتراوح نسبة الاستدانة فيها من 22 إلى 32% جاءت في المراتب الأخيرة وهي المؤسسات الأقل استدانة بعد سوناطراك وسيفيتال، بينما تحتل الخطوط الجوية الجزائرية المرتبة الثالثة بنسبة استدانة مهمة نوعا ما، وهو ما يتوافق مع نظرية الهيكل المالي.

الفرع الثالث: أثر الوكالة

إن أثر الوكالة يأتي من مبدأ فصل الملكية عن الإدارة، وذلك في شركات المساهمة حيث لا يقوم الملاك بتسيير المؤسسة، حيث يوجد عدد كبير من المساهمين، وبالتالي فإن هيكل الملاك يلعب دورا في اتخاذ القرارات ومن بينها قرارات التمويل، ويوضح الجدول التالي هيكل الملاك لمؤسسات العينة:

الجدول (87): هيكل ملكية المؤسسات

الترتيب	المؤسسة	هيكل الملكية (المساهم الأكبر)	نسبة الاستدانة
1	المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار	Sonatrach, Holding Services Para Pétroliers «SPP/spa»	46%
2	الخطوط الجوية الجزائرية	وزارة النقل	44%
3	المؤسسة الوطنية للحفر	Sonatrach, Holding Services Pétroliers SPA	43%
4	سونالغاز	وزارة الطاقة والمناجم	39%
5	مؤسسة حداد	04 مساهمين	32%
6	الأوراسي	Holding public services (80%)	30%
7	صيدال	Holding public chimie-pharmacie (80%)	27%
8	دحلي	05 مساهمين	22%
9	سيفينال	مساهم واحد	16%
10	سوناطراك	وزارة الطاقة والمناجم	04%

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجداول السابقة.

من خلال قراءة في الجدول فإنه يمكن الاستنتاج بأن هيكل ملكية المؤسسات لا يتميز بعدد كبير من المساهمين، وأن أغلب الأسهم ترجع لعدد قليل من الملاك، وبالتالي فإن تكلفة الوكالة تكون منخفضة هذا من جهة، من جهة أخرى فإنه يمكن القول أنه بالنسبة للمؤسسات العمومية الخاضعة لسلطة الدولة فإن اتخاذ القرارات يعود في الغالب إلى المركز، وبالتالي فإن الإدارة تكون مجبرة على اتباع القرارات التي تأتي من السلطة الوصية، أما بالنسبة للمؤسسات الخاصة فإنه يمكن تفسير سلوكها التمويلي من خلال الاعتماد على الديون (السندات، والقروض البنكية) بدل طرح الأسهم، هو الرغبة في عدم فقدان السيطرة من خلال دخول مساهمين جدد، وتوسيع هيكل الملكية وبالتالي فقدان السيطرة على التسيير، كما أنه يمكن تفسير نسبة الديون المنخفضة لمؤسسة سوناطراك إلى طبيعة القطاع الذي تنشط فيه (قطاع المحروقات) وهو القطاع رقم واحد في الجزائر والشركة الأكبر في البلاد وبالتالي تحقق نتائج كبيرة وتكون قدرتها على التمويل الذاتي كبيرة، وحتى عملية إصدار السندات التي قامت بها المؤسسة كانت تهدف في الأساس إلى بعث بورصة الجزائر وإعطاء إشارات إيجابية للمتعاملين الاقتصاديين بهدف تنشيط السوق من جهة وجلب مزيد من المصدرين من جهة أخرى.

الفرع الرابع: أثر تكلفة الإفلاس

إفلاس المؤسسة يتأتى من خلال لجوء المؤسسة إلى التمويل بالديون عند اتخاذ قرار الهيكل المالي وفي الواقع يعتمد في التحليل على نسب المديونية التي تبين الخطر الذي يمكن أن يلحق بالمؤسسة من خلال تأثير الديون على الهيكل المالي للمؤسسة وأهم هذه النسب:

- نسبة الاستقلالية المالية = مجموع الديون / الخصوم.

- نسبة قابلية السداد = مجموع الأصول / مجموع الديون.

ويمكن تحديد نسب المديونية للمؤسسات كما يلي:

الجدول (88): الاستقلالية المالية وقدرة السداد للمؤسسات

المؤسسة	النسب	2010	2011	2012	2013
المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار	الاستقلالية المالية	0.56	0.50	0.46	0.47
	قابلية السداد	1.76	1.99	2.01	2.09
الخطوط الجوية الجزائرية	الاستقلالية المالية	0.56	0.55	0.53	0.49
	قابلية السداد	1.75	1.79	1.88	2.03
المؤسسة الوطنية للحفر	الاستقلالية المالية	0.47	0.53	0.41	0.43
	قابلية السداد	2.1	1.85	2.41	2.29
سونالغاز	الاستقلالية المالية	0.50	0.42	0.45	0.45
	قابلية السداد	1.97	2.37	2.2	2.2
مؤسسة حداد	الاستقلالية المالية	0.6	0.5	0.5	0.58
	قابلية السداد	1.64	1.96	1.99	1.7
الأوراسي	الاستقلالية المالية	0.48	0.46	0.43	0.39
	قابلية السداد	2.06	2.13	2.29	2.54
صيدال	الاستقلالية المالية	0.55	0.53	0.54	0.45
	قابلية السداد	1.81	1.87	1.85	2.2
دحلي	الاستقلالية المالية	0.57	0.22	0.23	0.28
	قابلية السداد	1.74	4.4	4.21	3.52
سيفيتال	الاستقلالية المالية	0.29	0.24	0.25	0.32
	قابلية السداد	3.39	4	3.91	3.03
سوناطراك	الاستقلالية المالية	0.36	0.36	0.68	0.34
	قابلية السداد	2.73	2.73	1.46	2.90

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على ميزانيات المؤسسات للفترة 2010-2013.

عند حساب مجموع ديون المؤسسة (قصيرة + طويلة الأجل) فإن نسبة الاستدانة ترتفع في مجموع الهيكل المالي للمؤسسات ولكن هذه النسبة لم تتعد في جميع المؤسسات نسبة 60% وأكبر نسبة استدانة قدرت ب: 56% وهو ما يعني أن جميع المؤسسات تتمتع باستقلالية مالية جيدة ولكن في المقابل يمكن للمؤسسات التي تكون فيها

نسبة الاستدانة ضعيفة أن تقوم بالاستدانة بشكل أكبر والاستثمار أكثر خاصة وأن التوسع في الاستدانة لن يشكل خطرا ماليا عليها إذا ما تم احترام النسبة المثلى.

- من جهة أخرى وعند دراسة إمكانية الإفلاس بالنسبة لمؤسسات الدراسة فإنه يمكن إعطاء كذلك الملاحظات التالية:

* أن المؤسسات العمومية ونظرا لطبيعتها الاستراتيجية فإنها تتمتع بالحماية من طرف السلطات وسوف تجد الدعم حتما في حالات العسر المالي وعدم القدرة على التسديد وخاصة في ظل تدخل المركز في تسيير المؤسسات العمومية، وعدم التحلي بروح المبادرة والاستقلالية من المسيرين اتجاه مركزية القرار.

* أن المؤسسات الخاصة تنشط في قطاعات استراتيجية وحيوية وتحقق أرباح مهمة وتتمتع بالقدرة على الاستدانة والقدرة على التسديد كذلك.

خلاصة الفصل السادس

من خلال دراسة السياسات التمويلية لعدد من المؤسسات الوطنية الجزائرية المعروفة على الساحة

الوطنية والدولية وأثر هذه السياسات التمويلية على هيكلها المالي أمكنا الخروج بعدد الاستنتاجات من

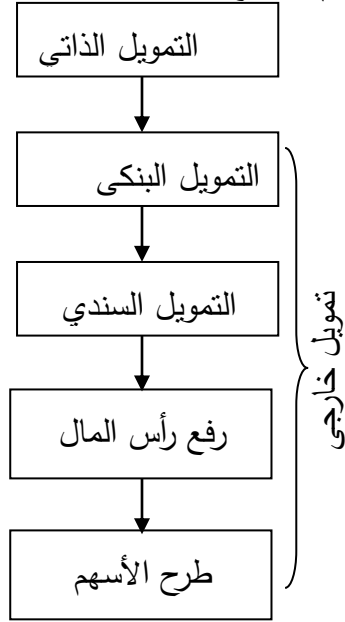
أهمها:

- تعتمد هذه المؤسسات في تمويلها على سياسة التمويل الذاتي كأول مصدر تمويلي لنشاط هذه المؤسسات حيث يشكل هذا التمويل أهمية كبيرة للمؤسسات في تمويل أنشطتها الاستثمارية.

- بالإضافة إلى التمويل الذاتي فإن المؤسسات تعتمد على التمويل الخارجي في تمويل استثماراتها، حيث أن أول مصدر تلجأ إليه المؤسسات هو التمويل عن طريق القروض البنكية، ثم التمويل بواسطة طرح السندات، ويأتي التمويل الخارجي الخاص عن طريق الرفع من رأس المال (ماعدا طرح الأسهم في البورصة) في المرتبة الثالثة من التمويل الخارجي وفي الأخير التمويل عن طريق طرح الأسهم بغية رفع رأس المال.

- من خلال ما سبق فإنه يمكننا صياغة نموذج لتمويل المؤسسات محل الدراسة كما يلي:

الشكل(62): نموذج لسياسات تمويل مؤسسات الدراسة



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على جداول تمويل المؤسسات

- إن دراسة الهيكل المالي للمؤسسات للفترة 2010-2013 يوضح ضعف اللجوء إلى الاستدانة في التمويل حيث نجد أن المؤسسة الأكثر استدانة متوسط نسبة الاستدانة فيها 46% بينما أقل مؤسسة لجوءا للاستدانة متوسط نسبة الاستدانة فيها 04%، بينما تتراوح نسبة متوسط الاستدانة لباقي المؤسسات من 16% إلى 43%.

فوجد أن 03 مؤسسات تتراوح نسبة الاستدانة فيها من 43% إلى 46%، 03 مؤسسات تتراوح نسبة الاستدانة فيها من 30% إلى 39%، مؤسستين تتراوح نسبة استدانتهما من 22% إلى 27%، مؤسستين من 04% إلى 16%.

- من خلال الفصل الرابع والذي حددنا فيه أن نسبة الاستدانة المثلى يجب أن لا تتجاوز 45% وذلك ضمانا للتوازن المالي، الاستقلالية المالية، قدرة التسديد، الخطر المالي، فإنه يمكننا اعتبار أن 03 مؤسسات فقط تحقق هيكل مالي أمثل وهي: المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار (46%)، الخطوط الجوية الجزائرية (44%)، المؤسسة الوطنية للحفر (43%)، أما باقي المؤسسات فهي تبتعد عن تحقيق هيكل مالي أمثل وذلك من خلال انخفاض نسبة الاستدانة في الهيكل المالي وهو ما يعني ضياع أرباح إضافية نتيجة لآلية الرفع المالي.

الختاماتمة

يعد موضوع تمويل المؤسسة من أهم المحاور في نشاط المؤسسة ذلك أن التمويل يعتبر بمثابة القلب النابض في المؤسسة من حيث ارتباط مختلف وظائف المؤسسة بوظيفة التمويل، كما يتحكم عنصر التمويل بعنصر هام في تسيير المؤسسة والمتمثل في إستراتيجيتها، حيث يسبق في بعض الحالات التشخيص المالي للمؤسسة للتشخيص الاستراتيجي وذلك بهدف معرفة القدرات التمويلية المتاحة للمؤسسة وإمكانية تغطية الاحتياجات اللازمة للخيار الاستراتيجي الذي سوف تعتمد عليه المؤسسة في تحقيق أهدافها، ونتيجة لذلك فإن المؤسسة سوف تقوم بانتهاج سياسات تمويلية مناسبة ومتلائمة مع وضعها الداخلي والخارجي حيث تتاح أمام المؤسسة العديد من سياسات التمويل المختلفة التي يمكن الاعتماد عليها لتحقيق هذه الأهداف

إن الحديث عن موضوع التمويل والسياسات التمويلية يقودنا إلى عنصر هام في هذا الصدد والمتمثل في الهيكل المالي الذي يعتبر الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها، ويكتسب موضوع الهيكل المالي للمؤسسة أهمية كبيرة للمؤسسة ذلك أنه يعد من بين المواضيع ذات التنظير والبحث المستمر، وتتمحور الدراسات العلمية حول الهيكل المالي أساسا حول نقطتين مهمتين: إمكانية وجود هيكل مالي أمثل من عدمه من جهة، ومن جهة أخرى تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة.

من خلال تطرقنا إلى موضوع تأثير السياسات التمويلية على الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية أمكننا الخروج ببعض النتائج من أهمها:

- اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى: توجد سياسة تمويلية بإمكانها تحقيق تمويل شامل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بما يحقق هيكل مالي أمثل.

بإمكان المؤسسة تحقيق هيكل مالي أمثل وهو الهيكل الذي يتشكل من توليفة لمصادر التمويل بين الأموال الخاصة والديون التي تحقق قيمة سوقية أكبر مع تكلفة أموال دنيا، مع مراعاة مجموعة من الشروط الأخرى: تخفيض مخاطر الإفلاس، والوكالة مع تحقيق شروط التوازن المالي والاستقلالية المالية وهو ما يؤكد صحة الفرضية.

الفرضية الثانية: تؤثر السياسة التمويلية المعتمدة على الهيكل المالي من خلال تحسين أو الإخلال بأمتلية الهيكل المالي.

إن اعتماد سياسة تمويلية معينة سيؤثر على الهيكل المالي فكلما كان توجه السياسة نحو تحقيق شروط الهيكل المالي الأمثل كلما أدى إلى تحسين وضعية الهيكل المالي للمؤسسة أما في الحالة العكسية كلما كان التوجه نحو سياسة تبتعد عن شروط الهيكل الأمثل كلما أدى إلى الإخلال بوضع الهيكل المالي، وهو ما يؤكد صحة الفرضية.

الفرضية الثالثة: النظام المالي في الجزائر القائم على النظام البنكي، يؤدي إلى سيطرة الديون على الأموال الخاصة في تكوين هيكلها المالي.

من خلال قراءة في جانب الخصوم لمؤسسات العينة فإن المؤسسات تعتمد عدة طرق للتمويل بين الأموال الخاصة والاستدانة والتمويل الذاتي، الذي يتم الاعتماد عليه بصورة كبيرة، وهو ما ينفي صحة الفرضية بالإضافة إلى ذلك فإنه تم التوصل إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- يلعب المحيط المالي للمؤسسة دورا مهما في نشاط المؤسسة ذلك أن المؤسسة نظام مفتوح تؤثر وتتأثر بهذا المحيط، وتتبع أهمية المحيط من حيث انه يعتبر مصدر لمختلف احتياجات المؤسسة التمويلية وخاصة النظام البنكي والأسواق المالية التي تعتبر المصدر الأساسي لحصول المؤسسة على مصادر التمويل اللازمة لاستمرارية نشاطها ونموها وتطورها، كما يحتوي المحيط على العديد من العناصر التي تتحكم في نشاط المؤسسة وتؤثر بشكل مهم عليها مثل: سعر الصرف، معدلات الفائدة المطبقة، معدلات التضخم، الاقتطاعات الضريبية وشبه الضريبية، القوانين والتشريعات، السياسات الاقتصادية المنتهجة من طرف السلطات، كما يوجد كذلك المحيط العالمي الذي أصبح يشكل تحديا مهما للمؤسسة نظرا للتطورات التكنولوجية التي قلصت المسافات وألغت العديد من الحدود بحيث أصبح المحيط الدولي يؤثر بشكل كبير فأصبحت المؤسسة تتأثر بالتغيرات العالمية وفي دول أخرى، من خلال ذلك فإن دراسة المحيط وتحديد مكوناته هي من الأهمية بمكان لكل مؤسسة اقتصادية ترغب في المحافظة على بقائها ونموها.

- تتاح أمام المؤسسة الاقتصادية العديد من سياسات التمويل لتمويل نشاطها الاستثماري والاستغلالي حيث أن التطورات في النظام المالي وفرت للمؤسسات الاقتصادية العديد من فرص التمويل، التي تعتمد عليها المؤسسة الاقتصادية لتغطية احتياجاتها، من أهم سياسات التمويل يمكن أن نجد سياسة التمويل الذاتي التي تتبع أهميتها أساسا من استقلاليتها عن الغير وتمثل الإمكانيات الداخلية للمؤسسة وهي بذلك تشكل عنصرا مهما في تمويل المؤسسة حيث أن التمويل الذاتي يعطي حرية للمؤسسة في التصرف في هذا التمويل دون شروط أو قيود من الأطراف الخارجية عن المؤسسة، ولكن وفي غالب الأحيان فإن التمويل الذاتي لا يكون كافيا للمؤسسة وبالتالي فإنه سوف تضطر للجوء إلى المصادر الخارجية للتمويل، ومن أجل ذلك فإنه بإمكانها الاعتماد على سياسة الاستدانة أي الحصول على الديون سواء عن طريق النظام البنكي (القروض البنكية) أو عن طريق السوق المالي (السندات)، إن خيار الاستدانة يوفر للمؤسسة فرصة الاستفادة من أثر الرفع المالي وزيادة مردودية الأموال الخاصة، ولكن في المقابل قد تكون له جوانب سلبية وخاصة عند عدم القدرة على السداد مثل: الإفلاس، فقدان الاستقلالية، التأثير على سمعة المؤسسة،... الخ، ومن أجل تفادي هذه السلبيات فإنه بإمكان المؤسسة الاعتماد على سياسة التمويل الخاص والتي تعنى أساسا بزيادة الأموال الخاصة وذلك من خلال طرح الأسهم في البورصة، الزيادة العينية لرأس المال، تحويل الديون، شبه الأموال الخاصة، وإمكانية اللجوء لمؤسسات الرأس مال المخاطر وخاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة.

- إن لاختلاف سياسات التمويل سوف يكون له انعكاس على تكوين الهيكل المالي للمؤسسة، والذي يعبر عن المزيج التمويلي الطويل الأجل الذي تلجأ إليه المؤسسة من أجل التمويل الطويل الأجل، ولقد اختلفت النظريات حول إمكانية تحقيق هيكل مالي من عدمه، حيث أن الهيكل الأمثل هو ذلك الذي يخفض من تكلفة الأموال ويزيد من مردودية المؤسسة بما يعظم القيمة السوقية لها، ولقد كان هذا الموضوع محل جدل واسع بين منظري الإدارة المالية، بحيث تعتمد كل نظرية على فروض معينة وعلى براهين من أجل إثبات صحة هذه النظريات.

- هناك العديد من النظريات التي نادى بوجود هيكل مالي أمثل يعظم القيمة السوقية للمؤسسة وفي نفس الوقت يخفض من تكلفة الأموال ومن بين أهم هذه النظريات يمكن أن نجد: مدخل صافي الربح، المدخل التقليدي، مدخل Modigliani & Miller (في حالة وجود الضرائب)، نظرية المراجعة Trade-off، وفي المقابل ظهرت كذلك عديد المقاربات التي تنفي وجود هيكل مالي أمثل واستقلاليته عن القيمة السوقية ومن هذه النظريات يمكن أن نجد: مدخل David Durand: القائم على صافي ربح العمليات، مدخل Modigliani & Miller (في غياب الضرائب)، نظرية التمويل التدرجي le financement hiérarchique.

- تتميز كل نظرية من النظريات السابقة بمزايا وعيوب، حيث يظل هذا الموضوع محل بحث مستمر ولم تتمكن لحد الآن أي نظرية من الإلمام بجميع جوانب هذا الموضوع، ولكن وحسب رأينا وبالاعتماد على العديد من معايير الأداء والتسيير المالي والتي من أهمها: التوازن المالي، الاستقلالية المالية، القدرة على التسديد، مخاطر الإفراط في الاستدانة، فإنه بإمكان المؤسسة تحقيق هيكل مالي أمثل بحيث تكون نسبة الأموال الخاصة، الديون هي 55%، 45% وهي نسبة تحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة وفي نفس الوقت ترفع من قيمة المؤسسة ولكن كل ذلك يرتبط دائما بقدرة المؤسسة على تحقيق النتائج الإيجابية التي تضمن لها تسديد التزاماتها.

- تتحكم العديد من العوامل والعناصر في اختيار المؤسسة لسياسة التمويل المناسبة والتي تضمن استمرارها ومن أهم هذه العوامل نجد:

* قيمة المؤسسة: يجب أن تسعى أي سياسة تمويلية منتهجة إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

* عوامل مرتبطة بالمؤسسة: حجم المؤسسة، هيكل الأصول (الضمانات)، دورة حياة المؤسسة، طبيعة القطاع، مكانة المساهمين في المؤسسة، العوامل المتعلقة بمصادر التمويل.

* المحيط المالي: النظام المالي، السياسة النقدية، السياسة المالية.

- مرت المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بمجموعة من المراحل استجابة للنماذج الاقتصادية المنتهجة من السلطات العمومية فقد تميزت في الفترة قبل التوجه نحو اقتصاد السوق بالتوجهات الاشتراكية التي غلب عليها الطابع الاجتماعي مع إهمال جانب الربحية والمردودية صاحب ذلك استخدام النظام البنكي لتمويل المؤسسة

دون مراعاة القدرة على التسديد ما أنتج مؤسسة غير تنافسية ومثقلة بالديون رغم الإجراءات الهادفة لإصلاحها، وحتى بعد التوجه نحو اقتصاد السوق وإجراءات الخوصصة وبرامج التأهيل لم تأت بنتيجة تذكر بدليل ضعف مساهمة المؤسسة في الاقتصاد والتنمية الاقتصادية.

- بالنسبة للمؤسسات موضوع الدراسة فإنه تم التوصل إلى أنها تعتمد في تمويلها على سياسة التمويل الذاتي، ثم تعتمد بعد ذلك على سياسة الاستدانة، القائمة على الاقتراض البنكي، ثم سياسة الاستدانة القائمة على السوق المالي وهي سياسة الاقتراض السندي، وآخر خيار تفضله المؤسسات هو سياسة التمويل الخاص القائم على زيادة رأس المال عن طريق طرح الأسهم، وبذلك فإنه يمكننا الاستنتاج بأن نظرية التمويل التدرجي le financement hiérarchique، هي الأقرب التي يمكن تطبيقها على طريقة تمويل المؤسسات محل الدراسة.

- ضعف نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة، فمن بين 10 مؤسسات لم تتجاوز نسبة الاستدانة ل 07 مؤسسات نسبة 40%، وهو ما يمثل 70% من مجموع المؤسسات بينما حققت 03 مؤسسات هيكل مالي أمثل تتمثل في: المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار، الخطوط الجوية الجزائرية، المؤسسة الوطنية للحفر، وذلك بمعدلات استدانة: 46%، 44%، 43%، على التوالي، في حين ابتعدت بقية مؤسسات الدراسة عن النسبة المثلى للاستدانة وهي بذلك تضيع فرص سانحة من أجل رفع مردودية الأموال الخاصة عن طريق الرفع المالي.

- يتميز نظام التمويل في الجزائر بالعديد من السلبيات التي أثر على أمثلية تمويل الاقتصاد الوطني بما يؤثر على أمثلية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وتتجلى سلبيات نظام التمويل في الجزائر على قيامه على اقتصاد المديونية القائم على التمويل البنكي الذي يعاني في الأساس من التخلف وعدم مواكبة التطورات العالمية هذا من جهة، ومن جهة أخرى ضعف السوق المالي الجزائري على الرغم وجود بورصة الجزائر منذ تسعينات القرن الماضي إلا أن دورها يبقى ضيقا وغير مكمل للنظام البنكي الجزائري في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

من خلال النتائج السابقة يمكننا اقتراح التوصيات التالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية بهدف وصولها إلى تمويل شامل وأمثل بما يرفع من مردوديتها وقيمتها وتخفيض تكاليفها:

- التحديد الواضح والدقيق لأهداف المؤسسة بما يتناسب وإمكانيات المؤسسة الجزائرية ووضع إستراتيجية محددة المعالم لتحقيق هذه الأهداف على أفق زمني معين إن هذا التحديد الدقيق للأهداف يسمح بالتحديد الدقيق لاحتياجات المؤسسة التمويلية.

- التشخيص الإستراتيجي الجيد والمتأني لمحيط المؤسسة الجزائرية الوطني والعالمي ومحاولة تحديد مختلف الفرص التي بالإمكان الاستفادة منها، والتهديدات التي يجب أخذها بعين الاعتبار لأن إهمال محيط المؤسسة يجعل المؤسسة الجزائرية معزولة عن العالم بما يهدد وجودها واستمرارها في النشاط.

- عدم التردد دائما أمام سياسة الاستدانة، واعتبارها سياسة مقيدة للمؤسسة، حيث يجب السعي نحو المزيد من الاستدانة والتوسع في المؤسسة، بدل الحفاظ على نفس المستوى النشاط بهدف المحافظة على استقلالية المؤسسة الديون، لأن ذلك سوف يفوت عليها الاستفادة من فرص النمو وفرص زيادة مردودية أموالها الخاصة.

- التشخيص المالي المعمق للمؤسسة الجزائرية بهدف الكشف عن نقاط قوة وضعف المؤسسة ماليا قبل اتخاذ أي قرار لمعرفة قدرة المؤسسة ماليا والمخاطر الناجمة عن هذه القرارات، فالتشخيص المالي قد يكتسب أولوية على التشخيص الإستراتيجي، وخاصة في حالة معاناة المؤسسة من مشاكل تمويلية فالتشخيص المالي بذلك يقلص من جهود التشخيص.

- تنويع مصادر التمويل بما يتلاءم ووضعية المؤسسة على الخصوص على المؤسسات المالية التي تساهم في الأموال الخاصة للمؤسسة، خاصة شركات رأس المال المخاطر وتعزيز صيغ التمويل الإسلامي، لما يتميز به في معالجة مشاكل عدم تماثل المعلومات.

- تحسين التكوين لفائدة الكوادر والموارد البشرية بواسطة التأهيل والتكوين المستمر حيث يجب أن تخصص المؤسسات الجزائرية أغلفة مالية لذلك، كما أنه يجب على المؤسسات الجزائرية أن تكون على علم بمحيطها الاقتصادي والتحكم في وسائل التنظيم والضبط واتخاذ القرار في كل مراحل العملية التسييرية بدءا من التخطيط إلى التنفيذ والتجسيد.

- يجب على السلطات العمومية وضع حد لخلق المؤسسات الوطنية بعملية الاستيراد وإيجاد نظام تمويل للمؤسسات الجزائرية منظم جيدا وتوجيه الموارد المالية في التمويل الطويل المدى، ووضع رؤية إستراتيجية وطنية لتأهيل الموارد البشرية والإطارات والخبرة الوطنية.

- محاولة الرفع من المستوى المعيشي للأفراد بهدف بحيث تتماشى مداخيلهم مع التطورات في الأسعار، وذلك حتى يصير بإمكانهم إنشاء مدخرات مهمة سواء في البنوك أو توظيف هذه المدخرات في السوق المالي.

- على السلطات العمومية في الجزائر السعي إلى تنشيط السوق المالية وذلك من خلال طرح أسهم المؤسسات المهيأة للخصوصية في البورصة، وتشجيع باقي المؤسسات للانضمام فيها من أجل تخفيف الضغط على النظام البنكي الذي مازال يعاني من المشاكل رغم الإصلاحات، كذلك لا يمكن الاستمرار في دعم المؤسسات العمومية الغير قادرة على المنافسة، حيث يجب تصفيتها أو خصصتها وفتح المجال واسع أمام المستثمرين الخواص.

- تقديم المزيد من التحفيزات الجبائية للأفراد والمؤسسات، وخاصة بالنسبة للتوظيفات المالية في البورصة بما يشجع المؤسسات والأفراد على الانخراط أكثر في نشاط السوق المالي، كذلك يجب محاولة الحد من النشاط الكبير للسوق الموازية التي تشكل أحد العوائق المهمة أمام المؤسسة الجزائرية.
- وبهدف فتح باب البحث والدراسة نقترح بعض الآفاق للبحث في شكل عناوين ممكنة لبحوث مسقبلية:
- سبل وطرق تأهيل نظام التمويل في الجزائر (النظام البنكي، السوق المالي) من أجل الوصول إلى التخصيص الأمثل للموارد المالية في الاقتصاد.
- دور القطاع الخاص في تأهيل وتنشيط السوق المالية الجزائرية، وهل هذا القطاع يعتبر مكمل أم منافس للقطاع العمومي.
- إشراك المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وتفعيل دورها في إيجاد الحلول وتحسين أداء النظام التمويلي الجزائري.
- دور السوق المالية الجزائرية في تحسين الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسة الجزائرية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ- الكتب:

1. أحمد الاشقر، الاقتصاد الكلي، الدار العالمية الدولية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
2. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عنابة، 2008.
3. احمد زهير شامية، النقود والمصاريف، دار زهران للنشر، عمان، 1993.
4. أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
5. أحمد هني، اقتصاد الجزائر المستقلة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
6. إكرام عبد الرحيم، التحديات المستقبلية للتكتل الاقتصادي العربي، مكتبة مدبولي، القاهرة، 2002.
7. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الأولى دار وائل، عمان، 2006.
8. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة، القاهرة، 2000.
9. بخراز يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التمويل المصرفي، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
10. بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.
11. جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء، عمان، 2004.
12. حسن علي نابلس، الأسواق المالية، دار النهضة العربية، مصر، 1996.
13. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل والتحليل المالي، الكتبة الأكاديمية، الإسكندرية، 2005.
14. حمزة الشخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
15. حمزة الشخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
16. حميد بوزيدة، جباية المؤسسات، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
17. خالص صافي صالح، تقنيات تسيير ميزانيات المؤسسة الاقتصادية المستقلة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1990.
18. زياد سليم رمضان، محفوظ أحمد جودة، إدارة البنوك، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1996.

19. سامي بن إبراهيم السويلم، **التحوط في التمويل الإسلامي**، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2007.
20. السعيد فرحات جمعة، **الأداء المالي لمنظمات الأعمال**، درا المريخ، الرياض، 2000.
21. سمير محمد عبد العزيز، **التأجير التمويلي**، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، 2000.
22. سيد الهواري، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**، القاهرة، 1986.
23. شاكِر القزويني، **محاضرات في اقتصاد البنوك الطبعة الثانية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1992.
24. شاكِر القزويني، **محاضرات في اقتصاد البنوك**، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000.
25. ضياء مجيد الموسوي، **الاقتصاد النقدي: قواعد، نظم، نظريات، سياسات، مؤسسات نقدية**، دار الفكر، الجزائر، بدون سنة.
26. الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
27. عبد الحليم كراجه، **الإدارة والتحليل المالي**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
28. عبد الغفار حنفي، **بورصة الأوراق المالية**، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
29. عبد الغفار حنفي، **رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
30. عبد المطلب عبد الحميد، **البنوك الشاملة، عملياتها وإدارتها**، الدار الجامعية، مصر، 2000.
31. عبد المطلب عبد الحميد، **العولمة واقتصاديات البنوك**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
32. عبد المنعم فوزي، **النظم الضريبية**، دار النهضة، بيروت، 1973.
33. عدنان تايه النعيمي، **الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
34. عمر صخري، **اقتصاد المؤسسة**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
35. عدنان هاشم السمرائي، **الإدارة المالية (المدخل الكمي)**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
36. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، كنوز إشبيلية، الرياض، 2005.
37. مبارك لسوس، **التسيير المالي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
38. محفوظ جبار، **البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية**، دار هومة، الجزائر، 2002.
39. محمد أيمن عزت الميداني، **الإدارة التمويلية في الشركات**، مكتبة العبيكان، الرياض، 1999.
40. محمد صالح الحناوي، **الإدارة المالية، مدخل لاتخاذ القرارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

41. محمد صالح حناوي، رسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
42. محمد مطر، التحليل المالي والائتماني، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2000.
43. مدحت صادق، أدوات و تقنيات مصرفية، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة، 2001.
44. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.
45. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995.
46. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار المالي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
47. منير محمد شاكرو وآخرون، التحليل المالي (مدخل صناعة القرارات)، دار وائل للنشر، عمان، 2004.
48. منير محمد شاكرو وآخرون، التحليل المالي (مدخل صناعة القرارات)، دار وائل للنشر، عمان، 2004.
49. ناصر دادي عدون، التحليل المالي، الجزء الأول، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1999.
50. ناصر دادي عدون، يوسف مامش، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008.
51. نعمت الله نجيب وآخرون، مقدمة في الاقتصاد، الدار الجامعية، بيروت، 1990.
52. هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، 2003.
53. هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان، 2000.

ب- مذكرات:

1. بطاهر علي، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري وأثرها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
2. مفتاح صالح، النقود والسياسة النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر (90 - 2000)، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة الجزائر، 2003.
3. يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر "دراسة ميدانية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.
4. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
5. حميد بوزيدة، النظام الضريبي الجزائري وتحديات الإصلاح الاقتصادي في الفترة (1992-2004)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.

6. درواسي مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر 1990-2004، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.
7. العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2011.
8. عليواش أمين عبد القادر، أثر تأهيل المؤسسات الاقتصادية على الاقتصاد الوطني، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.

ج- مقالات:

1. دادن عبد الغني، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد 06، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2008.
2. بن عنتر عبد الرحمان، مراحل تطور المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وآفاقها المستقبلية، مجلة العلوم الانسانية، العدد الثاني، جامعة بسكرة، 2002.
3. علاوي محمد لحسن، الإقليمية الجديدة: المنهج المعاصر للتكامل الاقتصادي الإقليمي، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2009/2010.
4. سليمان ناصر، التكتلات الاقتصادية الإقليمية كإستراتيجية لمواجهة تحديات الانضمام للمنظمة العالمية للتجارة، مجلة الباحث، العدد الأول، جامعة ورقلة، 2002.
5. يحيوي مفيدة، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 03، جامعة محمد خيضر، بسكرة، أكتوبر 2002.
6. بربيش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الخامس، 2007.
7. الطيب داودي، ماني عبد الحق، تقييم إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية العمومية، مجلة المفكر، العدد الثالث، جامعة بسكرة.
8. ياسين العايب، تقييم سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2012.

د- ملتقيات:

1. محمد بوهزة، المؤسسة وتحديات الألفية الثالثة، الملتقى الدولي حول تنافسية المؤسسة الاقتصادية وتحولات المحيط، جامعة بسكرة 2002.
2. عاشور كتوش، عبد الغني حريبي، التمويل بالائتمان الإيجاري، الاكتاب في عقود و تقييمه-دراسة حالة الجزائر - ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة محمد خيضر بسكرة، نوفمبر 2006.
3. بريش السعيد، التمويل التاجيري كبديل لتمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة محمد خيضر بسكرة، نوفمبر 2006.

هـ- قوانين:

1. المرسوم التنفيذي رقم 08-156 الصادر في 26 ماي 2008 الذي يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوفات المالية وعرضها ومدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية، العدد 27.
2. القانون 88-01 الصادر في 12 جانفي 1988 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، الجريدة الرسمية، العدد 02.
3. القانون رقم 90-10 الصادر في 14 أفريل 1990 المتعلق بقانون النقد والقرض، الجريدة الرسمية، العدد 16.
4. القانون 84-17 الصادر في 07 جويلية 1984 المتعلق بقوانين المالية، الجريدة الرسمية، العدد 28.
5. المرسوم 93-12 الصادر في 05 أكتوبر 1993 المتعلق بترقية الاستثمار، الجريدة الرسمية، العدد 64.
6. الأمر رقم 01-03 الصادر في 20 أوت 2001 المتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية العدد 47.
7. الأمر 95-22 الصادر في 26 أوت 1995 المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية، الجريدة الرسمية، العدد 48.
8. المرسوم الرئاسي رقم 15-247 الصادر في 16 سبتمبر 2015 الذي يتضمن تنظيم الصفقات العمومية، الجريدة الرسمية، العدد 50.
9. الأمر رقم 75-59 الصادر في 26 سبتمبر 1975 لبيدي يتضمن القانون التجاري القانون التجاري الجزائري، المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية، العدد 77.
10. قانون رقم 02-03 الصادر في 18 مارس 2002 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، الجريدة الرسمية العدد 20.

11. الأمر رقم 02-96 الصادر في 22 جوان 1996 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيآت العمومية التي تلجأ علانية للإدخار عند إصدارها قيما منقولة، الجريدة الرسمية، العدد 40.
12. المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر 23 ماي 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة في الجزائر، الجريدة الرسمية، العدد 34.
13. الأمر رقم 08-96 الصادر في 10 جانفي 1996 يتعلق بهيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 03.
14. الأمر رقم 22-95 الصادر في 26 أوت 1995 يتعلق بخصوصة المؤسسات العمومية، العدد 48.
15. المرسوم التنفيذي رقم 96-143 الصادر في 13 أفريل 1996 يتعلق بشروط تملك الجمهور الأسهم والقيم المنقولة الأخرى في المؤسسات العمومية التي ستخصص وكيفيات ذلك، الجريدة الرسمية، العدد 23.
16. القانون 70-93 الصادر في 31 ديسمبر 1970 المتضمن قانون المالية لسنة 1971، الجريدة الرسمية، العدد 109.
17. المرسوم التنفيذي رقم 91-75 الصادر في 16 مارس 1991 يحدد كيفيات سير حسابات التخصيص رقم 302 الذي عنوانه صندوق تطهير المؤسسات العمومية، الجريدة الرسمية، العدد 12.
18. المرسوم التنفيذي 91-74 الصادر في 16 مارس 1991 المحدد لشروط شراء الخزينة العمومية لديون المؤسسات العمومية المستحقة للبنوك والمؤسسات المالية، الجريدة الرسمية، العدد 12.
19. القانون رقم 08-13 الصادر في 30 ديسمبر سنة 2013 المتضمن قانون المالية لسنة 2014، الجريدة الرسمية، العدد 68.
20. القانون رقم 09-09 الصادر في 30 ديسمبر سنة 2009 المتضمن قانون المالية لسنة 2010، الجريدة الرسمية، العدد 78.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

أ- المراجع باللغة الفرنسية

1. Abdallah Alaoui, Bernard Guillhot, **La compétitivité internationale: stratégies pour les entreprises françaises**, L'Harmattan, Paris, 2005.
2. Abdelkrim Naas, **Le système bancaire Algérien (de la décolonisation à l'économie de marché)**, Maison neuve, Paris, 2003.
3. Abdellah Boughaba, **Analyse et évaluation de projets**, Berti, Paris, 1999.
4. Ahmed Naciri, **Traité de gouvernance corporative: théories et pratiques à travers le monde**, Presses de l'université de Laval, Laval, 2006.
5. Ahmed Naciri, **Traité de gouvernance corporative: théories et pratiques à travers le monde**, Les Presses de l'université de Laval, Laval, 2006.
6. Ahmed Sadou, **Comptabilité générale**, Berti, Alger, 2002.

7. Ahmed Tessa, Ibrahim Hammadou, **Fiscalité de l'entreprise**, Pages bleues, Bouira, 2010.
8. Akim.A Tairou, **Analyse et décisions financières**, L'Harmattan, Paris, 2007.
9. Alain Capiez, **Elément de gestion financière**, 4^e édition, Masson, Paris, 1995.
10. Albert Corhay, Mapapa Mbangala, **Fondements de gestion financière: Manuel et applications**, les édition de l'université de liège, liège, 2007
11. Aly Diadjiry Coulibaly, **La défaillance des PME belges: analyse des déterminants et modélisation statistique**, Thèse de doctorat, Université de Louvain, Louvain, 2004.
12. André Dumas, **L'économie mondiale: commerce, monnaie, finance**, 2^e édition, De Boeck, 2006.
13. Aswath Damodran, **Finance d'entreprise**, De Boeck, Bruxelles, 2004.
14. Beitone A, et Autres, **Dictionnaire des sciences économiques**, Armand Colin, Paris, 1991.
15. Bernard Apothéloz et autres, **Maîtriser l'information comptable**, 6^{ème} édition, Presse polytechnique et universitaire, Lausanne, 2007
16. Bernard Landais, **leçons de politique monétaire**, De Boeck, Bruxelles, 2008.
17. Berterandon. Jack et autres, **Gestion Fiscale et Principes de L'Entreprise**, Paris, PUF, 1987.
18. B-laget, **Les nouveaux outils financiers**, Top édition, Paris, 1990.
19. Boumghar. M.Y, **Qualité de la Relation entre la banque et l'entreprise Algériennes**, CREAD, ALGER, 2001.
20. Benmansour M, **Perspective pour la réforme du système bancaire en Algérie**, OPU, 1994.
21. Boumghar. M.Y, **Qualité de la Relation entre la banque et l'entreprise Algériennes**, CREAD, ALGER, 2001.
22. C.Marmuse, **Gestion de Trésorerie**, Vuibert, Paris, 1988.
23. Carole Bolusset, **L'investissement**, Bréal, Paris, 2007.
24. Catherine Deffains-Crapsky, **Comptabilité général**, 4^{ème} édition, Bréal, Paris, 2006.
25. Célestin Mayoukou, **Entrepreneuriat et innovation**, L'Harmattan, Paris, 2007.
26. Chantal.N Honigman, Hubert M Tubiana, **Diagnostic évaluation et transmission des entreprises**, Litec, Paris, 1992.
27. Charles Henri d'arcimoles, Jean Yves Saulquin, **Finance appliquée**, vuibert, Paris, 1995.
28. Cozian. Michel, **Les Grands Principes de Fiscalité de L'Entreprise**, Dunod, Paris, 1986.
29. Cyrille Mandou, Beysül Aytaç, **Comptabilité générale de l'entreprise : instruments et procédures**, De Boeck, Bruxelles, 2008.
30. Daniel Goyeau, Amine Tarazi, **A quoi sert la bourse, de la collection : les désordres de la finance**, Office des publications universitaires, Alger, 2006.
31. Daniel Goyeau, Amine Tarazi, **Les Produits dérivés, de la collection : les désordres de la finance**, Office des publications universitaires, Alger, 2006.

32. Daniel Lebègue, **L'intégration régional : une nouvelle voie pour l'organisation mondiale ?**, De Boeck, Bruxelles, 2001.
33. David Hénaux, **Les mouvements internationaux de capitaux: Comprendre les crises financières**, Educagri, Paris, 2009.
34. David Swensen, **Gestion de portefeuilles institutionnels**, Maxima, Paris, 2009.
35. Dembinski, Pawel H, **Économie et finance globales: la portée des chiffres**, Observations de la finance, Nations Unis, Genève, 2003.
36. Depallens G, **La gestion financière de l'entreprise**, Serey, Paris, 1990.
37. Dominick Salvatore, **Économie internationale**, De Boeck, Bruxelles, 2008.
38. Doria Tremblay et autres, **Théorie et modèles comptables : développement et perspectives**, Presses de l'université de Québec, Québec, 1993.
39. Emmanuel Nyahoho, Pierre-Paul Proulx, **Le commerce international: théories, politiques et perspectives industrielles**, 2^e édition, Presse de l'université Québec, Québec, 2006.
40. Éric Stéphane, **La relation capital-risque/PME: Fondements et pratiques**, De Boeck, Bruxelles, 2003.
41. F. Rosenfeld, **Analyse des valeurs mobilières, volume 2**, Dunod, Paris, 1999.
42. Fabienne Guerra, **Comptabilité managériale : l'utilisation du système d'information comptable**, De Boeck, Bruxelles, 2004.
43. Fabienne Guerra, Eddie De Haan, **comptabilité 2 : les règles d'évaluation**, De Boeck, Bruxelles, 1998.
44. Faouzi Rassi, **Gestion financière à long terme: Investissements et financement**, Presse de l'université de Québec, Québec, 2007.
45. Farouk Bouyacoub, **l'entreprise et le financement bancaire**, édition casbah, Alger, 2000
46. Franck-Olivier Meye, **Evaluation de la rentabilité des projets d'investissements**, L'Harmattan, paris, 2007.
47. François Gauthier, **Relations économiques internationales**, 2^e édition, Presse de l'université Laval, 1992.
48. Françoise Ferré, **Fiscalité des entreprises**, Bréal, Paris, 2008.
49. Frank Olivier Meye, **Evaluation de la rentabilité des projets des investissements**, L'harmattan, Paris, 2007.
50. Frédéric Leroy, **Les stratégies de l'entreprise**, Dunod, Paris, 2001.
51. Frederic Mishkin, **Monnaie, banque, et marchés financiers**, Pearson éducation France, Paris, 2010.
52. Frédéric Parrat, **Le gouvernement d'entreprise**, Maxima, Paris, 2005
53. G. Dupallens, J-P. Jobard, **Gestion Financière des Entreprises**, Sirey, Paris, 1997.
54. Gérard Marie Henry, **À quoi sert l'Organisation mondiale du commerce ?**, Stédyrama, Paris, 2006.
55. Gérard Melyon, Bernard Rebouh, **Comptabilité des sociétés commerciales**, Bréal, Paris, 2002.
56. Gilbert Koenig, **Analyse monétaire et financière**, Economica, Paris, 2000.
57. Gliz Abdelkader, **Valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché**, thèse de doctorat en sciences économiques, université d'Alger, Alger, 2001.

58. hierry Brunet, **Management des organisations**, Breal, Paris, 2005.
59. Gregory N. Mankiw, **Macroéconomie, 3^e édition**, De Boeck, Bruxelles, 2003.
60. Jacques Teulié, Patrick Topscalian, **Finance**, 2^e édition, Vuibert, Paris, 1999.
61. Jean Marie Gagnon, Nabil Khouri, **Traité de gestion financière, 2^e édition**, Gaëtan Mourin, Paris, 1981.
62. Jean Brilmain, Claude Marie, **Manuel d'évaluation des entreprises**, édition d'organisation, Paris, 1990.
63. Jean Louis Amelon, **L'essentiel à Connaître en Gestion Financière**, Maxima, Paris, 2002.
64. Jean Pierre Lahille, **Analyse Financière**, Dalloz, Paris, 2001.
65. Jean-Claude Coille, **Applications et cas de gestion financière**, Maxima, Paris, 1997.
66. Jean-Didier Lecaillon et Autres, **Économie contemporaine: Analyse et diagnostics**, 2^e édition, De Boeck, Bruxelles, 2004.
67. Jean-Paul Rodrigue, **L'espace économique mondial: les économies avancées et la mondialisation**, Presse de l'université de Québec, Québec, 2000.
68. Jérôme Maati, **Le gouvernement d'entreprise**, De Boeck, Bruxelles, 1999.
69. J-L Bailly et autres, **Économie monétaire et financière**, 2^e édition, Bréal, Paris, 2006.
70. Jokung-Nguéna, **Mathématiques et gestion financière**, De Boeck, Bruxelles, 2004.
71. Josée St. Pierre, **La gestion financière des PME: théories et pratiques**, Presse de l'université de Québec, Québec, 1999.
72. Joseph Antoine, Jean-Paul Cornil, **Lexique thématique de la comptabilité: dictionnaire spécialisé explicatif**, 7^e édition, De Boeck, Bruxelles, 2002.
73. Joseph Antoine, Marie-Claire Capiau-Huart, **Dictionnaire des Marchés Financiers**, De Boeck, Bruxelles, 2006.
74. Josette Peyrard, **Analyse Financière, 8^e édition**, Vuibert, Paris, 1999.
75. Jozef Lievens, **La gouvernance dans les entreprises familiales: les clés du succès**, Racine, Bruxelles, 2006.
76. Khemissi Chiha, **Gestion et stratégie financière, 1^{ère} édition**, Houma, Alger, 2005.
77. Khemissi Chiha, **L'expérience algérienne dans le processus d'assainissement financier**, Revu du chercheur / n° 01/2002.
78. Laurent Carroué et autres, **La mondialisation**, Bréal, Paris, 2006.
79. M. Buboïs, **Les déterminants du niveau d'endettement des entreprises : les théories à l'épreuve des faits**, Revue d'économie sociale, N 06, 1987.
80. M. Jura, **Techniques financières internationales**, Dunod, Paris, 1999.
81. Madeleine Asdrubal, Gérard Gaboriaud, **comprendre et utiliser la comptabilité**, Educagri, Paris, 2003.
82. Mansour Mansouri, **La bourse des valeurs mobilières d'Alger**, Houma, Alger, 2002.
83. Marc Ingham, **Management stratégique et compétitivité**, De Boeck, paris, 1995.
84. Marc Montoussé, **Analyse économique et historique des sociétés contemporaines**, 2^e édition, Bréal, Paris, 2007.

85. Marie-Laure Guillerminet, **la décision de l'investissement et son financement dans un environnement institutionnelle en mutation**, Thèse de doctorat en science économique, Université de Montpellier I, 2002.
86. Mauguière Henri, **l'évaluation des entreprises non cotée**, Dunod, Paris, 1990.
87. Michel Cabannes, **Les effets sélectifs de la globalisation sur les politiques publiques**, Revue : Sciences de la société (Mondialisation et stratégies d'entreprise), N 54, presse universitaire du Miral, Toulouse, 2001.
88. Mondher Belallah, **Gestion des risques de taux d'intérêt et de change**, De Boeck, Bruxelles, 2005.
89. Mourgues Nathalie, **Capitaux Propres et Quasi-Fonds propres**, Economica, Paris 1996.
90. Myriam Trabelsi-Algharbi, **Le choix de la source de dettes par les grandes firmes les cas français**, Thèse de doctorat en sciences de gestion, université d'Orléans, 2009.
91. Nacer-Edine Sadi, **Analyse Financière d'entreprise**, L'Harmattan, Paris, 2009.
92. Omkar Goswami, **Les procédures de faillite en Inde: une étude comparative**, Presse de l'OCDE, Paris, 1996.
93. P.Conso, R. Lavaud, **Fond de roulement et politiques financières**, Dunod, Paris, 1982.
94. Patrice Vizzavona, **Gestion Financière**, 9^{eme} édition, Berti Edition, Alger, 2004.
95. Patrice Vizzavona, **Pratique de gestion (Analyse Prévisionnelle), Tome2**, Berti, Tipasa, 1991.
96. Patrick della Faille, **Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises**, Larcier, Bruxelles, 2001.
97. Paul De Grauwe, **Économie de l'intégration monétaire**, De Boeck, Bruxelles, 1999.
98. Philippe Kneipe, **Trésorerie et finance d'entreprise**, De Boeck, Bruxelles, 1997.
99. Philippe Deubel et Autres, **Dictionnaire de sciences économiques et sociales**, Bréal, Paris, 2008.
100. Philippe Narassiguin, **Monnaie: Banques et banques centrales dans la zone euro**, De Boeck, Bruxelles, 2004.
101. Pierre Cliche, **Gestion budgétaire et dépenses publiques**, Presse de l'université de Québec, 2009.
102. Pierre Conso, Farouk Hemici, **Gestion financière de l'entreprise**, Dunod, Paris, 2002.
103. Pierre P. Tremblay, **La politique fiscale: à la recherche du compromis**, 2^e édition, Presse de l'université de Québec, Québec, 1998.
104. Piget Patrick, **Gestion financière d'entreprise**, Economica , Paris , 1998.
105. Réjean Brault, **Comptabilité de management**, 5^e édition, Presses de l'université de Laval, Laval, 2006.
106. Richard E. Caves et autres, **Commerce et paiements internationaux**, De Boeck, Bruxelles, 2003.

107. Robert Houdyer, **Evaluation financière des projets**, Collection technique de gestion, Paris, 2006.
108. Roger Dehem, **Précis d'économie internationale**, Dunod, Paris, 1982.
109. Scott Besley, Eugene F. Brigham, **Essentials of Managerial Finance**, Thomson, USA, 2008.
110. Rahiel H, **Le financement par le système bancaire, in monnaie crédit et financement en Algérie**, document du CREAD, Avril 1987.
111. Sébastien Dossogne, **Valorisation et cession d'entreprise**, Edi Pro, Liège, 2006.
112. Simon Parienté, **Analyse financière et évaluation de l'entreprise, 2^e édition**, Pearson éducation, paris, 2009.
113. Stephane Griffiths, **Gestion financière**, Chihab, Alger, 1996.
114. Suret Jean-Marc, **Endettement de la PME : état de la situation et rôle de la fiscalité**, Institut des recherches politiques, Canada, 1987.
115. Sylvain Allemand, Jean-Claude Ruano, **La mondialisation**, Le cavalier bleu, Paris, 2007.
116. T. Tilquin, V Simonart, **Traité des sociétés, Tome 03**, Kluwer, Bruxelles, 2005.
117. Tarek Miloud, **les introductions en en bourse : la structure de propriété et la création de la valeur**, Presse de l'université de Levain, 2003.
118. Tchemeni Emmanuel, **L'évaluation des entreprises**, Economica, Paris, 1993.
119. Ulrike Mayrhofer, **Management stratégique**, Bréal, Paris, 2007.
120. Vermimmen Pierre, **Politique Financiers de l'Entreprise, Encyclopédie de gestion**, tome 03, Economica, Paris, 1989.
121. Vernimmen. Pierre, **Politique Financiers de l'Entreprise, Encyclopédie de gestion**, tome 3, sous la direction Patrick Jeffre et Yves Simon, Economica, Paris, 1989.
122. Viktor Viktorovich Ivanter, **Monnaie et finances dans la transition**, L'Harmattan, Paris, 1995.
123. Vincent Plauchu et Autres, **Méthodologie du diagnostic d'entreprise**, L'Harmattan, Paris 2008.
124. Yves Michaud, **Qu'est-ce que la globalisation?**, Odile Jacob, Paris, 2004.
125. Yves Frédéric Livian, **Organisation théorie et pratique**, Dunod, Paris, 1998.
126. Bouyacoub Ahmed, **la difficile adaptation de l'entreprise aux mécanismes de marché**, les cahiers de CREAD, N° 45, 1998.

ب- المراجع باللغة الإنجليزية

1. A.A. Groppelli, Ehsan Nikbakht, **Fnance, Fourth edition**, Barons, New York, 2000.
2. Aman Khan, W. Bartley Hildreth, **Financial management theory in public sector**, Greenwood, USA, 2004.
3. Angelico A. Groppelli, Ehsan Nikbakht, **Finance**, Barron's, New York, 2000.
4. Anthony N. Birts, **Balance Sheet Structures**, Woodhead Publishing, England, 2001.
5. Ashish K. Vaidya, **Globalization: encyclopedia of trade, labor, and politics, Volume 1**, ABC-CLIO, California, 2006.
6. Belverd E. Needles and others, **Principles of Accounting**, Houghton Mifflin Company, Boston, 2007.

7. Brander J.A et T.R Lewis, **Oligopoly and financial structure : the limited liability**, American economic review, vol 76, 1986.
8. Catherine Turner, **Corporate Governance: A Practical Guide for Accountants**, Elsevier, Oxford, 2009.
9. Charles H. Gibson, **Financial reporting and analysis**, South-Western, USA, 2009
10. Christopher Parson, Sheridan Titman, **Empirical capital structure**, Now publishers, USA, 2008.
11. Cleveland S. Patterson, **The cost of capital : theory and estimation**, Greenwood, USA, 1995.
12. De Angelo and Masulis, **Optimal capital structure under corporate and personal taxation**, journal of financial economic, Volume 8, 1990.
13. Edwin H. Neave, **Financial systems: principles and organisation**, Routledge, London, 1998.
14. Emilio Colombo, Luca Matteo Stanca, **Financial market imperfections and corporate decisions**, Springer, New York, 2006.
15. Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of financial management**, twelfth edition, South Western, USA, 2010.
16. Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of financial management**, Tomson, USA, 2007.
17. Gabe J. De Bondt, **Financial structure and monetary transmission in Europe**, Edward Elgar Publishing, USA, 2000.
18. George M et autres, **Dividend policy: theory and practice**, Academic Press, California, 2003.
19. George M. Constantinides and other, **Handbooks of the economics of finance, Volume 01**, Elsevier, Netherland, 2003.
20. Glen Arnold, **Corporate financial management**, Wiley, New Jersey, 2008.
21. Gregor Gossy, **A stakeholder rationale for risk management : implication for corporate finance decisions**, Gabler edition wissenschaft, Germany, 2008.
22. Hans Degryse and other, **Consolidation of the european banking sector : impact of innovation**, collection of Advances in corporate finance and asset pricing, Elsevier, California, 2006
23. Harold Bierman, Jr, **An Introduction to Accounting and Managerial Finance: A Merger of Equals**, World scientific, London, 2009.
24. Harold Bierman, **The capital structure decision**, Kluwer Academic Publisher, Massachusetts, 2003.
25. Harold Kent Baker, Gary E. Powell, **financial management**, Wiley, New Jersey, 2005.
26. Harris M et A. Raviv, **Corporate control contests and capital structure**, Journal of financial economics, Vol 20, 1988.
27. J. Edward Graham, **Financial sector of the american economy**, Garland Publishing, New York, 2001.

28. J. Edward Ketz, **Hidden financial risk: understanding off-balance sheet accounting**, Wiley, New Jersey, 2003.
29. Jae K Smith, Joel G Siegel, **Schaum's outline of financial management, third edition**, The Mcgraw-Hill companies, USA, 2009.
30. James Lawrence Grant, **Foundation of economic value added**, Wiley, New Jersey, 2003.
31. James R. Hitchner, **Financial valuation: applications and models**, Wiley, New Jersey, 2006.
32. James R. Hitchner, **Financial valuation: applications and models**, Wiley, New Jersey, 2006.
33. Joao Amaro de matos, **Theoretical foundation of corporate finance**, Princeton university press, New Jersey, 2001.
34. Joel M. Stern, Donald H, Chew. Jr, **The revolution in corporate finance, Fourth editon**, Blakwell Publishing, London, 2003.
35. John S Walker, **A financial- agency analysis of privatization**, Associated university press, New Jersey, 1997.
36. Karunakar Patra, **Accounting and Finance for Managers**, Srups and sons, New Delhi, 2006.
37. Kim and Sorensen, **Evidence of the impact of agency cost of debt on corporate debt policy**, journal of finance and quantitative analysis, Volume 21, 1986.
38. L. Chandler, **The monetary financial system**, Hiper and Row, New York, 1979.
39. M Y Khan, P K Jain, **Financial management**, The Mcgraw-Hill companies, USA, 2007.
40. M Y Khan, P K Jain, **Theory and problems in financial managemant**, The Mcgraw-Hill companies, USA, 2008.
41. Merton Miller, Bruce David Grundy, **Selected works of Merton H. Miller : a celebration of markets**, Universite of Chicago Press, Chicago, 2002.
42. Michael C Jensen, **A theorie of the firm**, Harvard university press, USA, 2003.
43. Nadeem A Siddiqi, **The determinants of Private debt source**, Revue of Research in finance, Volume 23, Elsvier, 2007.
44. Oliver D. Hart, **Firms, contracts, and finacial structur**, Oxford university press, London, 1995.
45. P. Marsh, **The choice Betewen Equity and Debt**, Journal Of Finance, volume 37, March, 1982.
46. Pablo Fernández, **Valuation methods and shareholder value creation**, Gettyimage, California, 2002.
47. Patrick T.Harker, Stavros Andrea Zenios, **Performance of financial institutions: efficiency, innovation, regulation**, Press syndicate of Cambridge, Cambridge, 2000.

48. Peter Howells, Keith Bain, **The economics of money, banking and finance**, Routledge, London, 2008.
49. Peter Stahlecker, Eckhardt Wohlers, **European firm's financial structure**, Lucius and Lucius, Stuttgart, 2001.
50. R S Bhatia, **Encyclopaedia of investement and management**, Anmol Piblication, New Delhi, 2000.
51. Rajat Joseph, **Reading In financial managemant**, Anmol Puplication, New Delhi.
52. Ralph P. Heinrich, **Complementarities in corporate governance**, Springer, Berlin, 2002.
53. Rao M.E Thukaram, **Management accounting**, New Age International, New Delhi, 2007.
54. Ricardo N. Bebczuk, **Asymmetric information in financial markets: introduction and applications**, Cambridge university press, New York, 2003.
55. S. K. Chakraborty, **Cost Accounting And Financial Management**, New Age, London, 2004.
56. S. Titman and R. Wessels, **The Determinants Of Capital Structure Choice**, Journal Of Finance, volume 43, March, 1993.
57. S. Titman and R. Wessels, **The determinants of capital structure choice**, Journal of finance, Volume 43, March 1988.
58. Sarig O.H, **Bargaining with a corporation and the capital structure of Baraining firm**, Working paper, 1988.
59. Scott Besley, Eugene F. Brigham, **Principal of finance**, Genage Learning, New Jersey, 2008.
60. Sergio Focardi, Frank J Fabozzi, **The matimatics of finacial modeling and investement management**, Wiley, New Jersey, 2008.
61. Shannon P. Pratt, Roger J. Grabowski, **Cost of capital : application and examples, Third edition**, Willy, New Jersey, 2008.
62. Slutz R, **Managerial control of voting riggts : financing policies and the market for corporate control**, Journa of financial economics, Vol 20, 1990.
63. Steve Lumby, Chris Jones, **Corporate finance: theory & practice**, Homson, London, 2003.
64. Steven Brakman and other, **Nations and firms in the global economy**, Cambridge university press, New York, 2006.
65. Tim Koller and other, **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**, Wiley, New Jersey, 2010.
66. Tim Koller, **Valuation : measuring and managing the value of companies, Fourth edition**, Wiley, 2005.
67. William L Megginson and other, **Introduction to Corporate finance**, South Western, London, 2008.
68. Yul Wha lee, **A theory of capital structur under moral hazard and asymmetric information**, Willey, New York, 1986.

69. Zane Swanson and others, **The Capital Structure Paradigm: Evolution of Debt/Equity Choices**, PRAEGER, LONDON, 2003.
70. Zane Swanson and others, **The capital structure paradigm: evolution of debt/equity choices**, Praeger Publisher, England, 2003.

ثالثاً: مواقع إلكترونية:

<http://ethesis.unifr.ch/theses>.

www.edcresearchpanel.ca.

<http://www.fraserinstitute.org>.

www.maplecroft.com.

<http://www.focusifrs.com>.

www.sgbv.dz.

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال:

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
4	مراحل إعداد الإستراتيجية المالية للمؤسسة	1
11	مسار اتخاذ القرار الاستثماري	2
15	محيط المؤسسة	3
18	حاجة المؤسسة للتمويل البنكي	4
20	تأثير القروض على التوازن المالي	5
21	علاقة الاستقلالية المالية بالديون	6
22	خطر الاقتراض	7
30	علاقة المؤسسة بالسوق المالي	8
33	أثار سعر الصرف على المصدر والمستورد	9
34	مراحل تسيير خطر الصرف في المؤسسة	10
35	منح القرض وتسديده	11
37	علاقة سعر الفائدة بالإيرادات والتكاليف	12
38	سعر الفائدة وأثر الرفع المالي	13
53	أثر السياسات الاقتصادية الدولية على المؤسسة	14
71	مراحل الأزمة المالية	15
80	نشاط المؤسسة من المنظور المالي	16
82	دورة الاستثمار	17
85	دورة الاستغلال	18
92	محددات سياسة التمويل	19
100	التمويل الذاتي ورأس المال	20
102	مراحل تشكل التمويل الذاتي	21
107	الاهتلاك والتمويل الذاتي	22
118	منحنى لافر	23
122	أشكال سياسة التمويل الخاص	24
136	تقنية التمويل برأس المال المخاطر	25

139	أشكال القروض المتوسطة الأجل	26
157	الهيكل المالي للمؤسسة	27
168	أثر الرافعة المالية	28
171	الأثر الإيجابي للرافعة المالية	29
171	الأثر السلبي للرافعة المالية	30
172	الأثر الحيادي للرافعة المالية	31
183	العلاقة بين الرفع المالي والتكلفة حسب مدخل صافي الربح	32
186	العلاقة بين الرفع المالي والتكلفة حسب مدخل صافي ربح العمليات	33
188	منحنى سلوك المقرضين	34
188	منحنى يبين سلوك المساهمين	35
189	الهيكل المالي الامثل في النموذج التقليدي	36
195	الهيكل المالي للمؤسسة في نموذج MM (انعدام الضرائب)	37
199	الهيكل المالي في وجود الضرائب نموذج MM	38
206	تأثير تكلفة الإفلاس على الهيكل المالي	39
206	الهيكل المالي في ظل الضرائب وتكلفة الإفلاس	40
211	تأثير تكلفة الوكالة على الهيكل المالي	41
221	مراحل التمويل المتسلسل	42
228	تشكيل الهيكل المالي المستهدف	43
229	الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة	44
235	العلاقة بين حجم المؤسسة والقدرة على الاستدانة وتكلفة الإفلاس	45
238	تمويل المؤسسة في كل مرحلة من دورة الحياة	46
245	قرار الاستدانة في القرارات المالية للمؤسسة	47
260	النظام المالي	48
263	اقتصاد المديونية	49
269	علاقة تمويل المؤسسة بالقروض والكتلة النقدية	50
315	أسباب العجز المالي للمؤسسات العمومية	51
379	تطور الهيكل المالي لمؤسسة سونالغاز للفترة 2010-2013	52
381	تطور الهيكل المالي لمؤسسة صيدال للفترة 2010-2013	53
383	تطور الهيكل المالي لمؤسسة سيفيتال للفترة 2010-2013	54
385	تطور الهيكل المالي لمؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية للفترة 2010-2013	55

387	تطور الهيكل المالي لمؤسسة الأوراسي للفترة 2010-2013	56
389	تطور الهيكل المالي لمؤسسة حداد للفترة 2010-2013	57
391	تطور الهيكل المالي لمؤسسة دحلي للفترة 2010-2013	58
393	تطور الهيكل المالي لمؤسسة سوناطراك للفترة 2010-2013	59
395	تطور الهيكل المالي لمؤسسة أشغال الآبار للفترة 2010-2013	60
397	تطور الهيكل المالي للمؤسسة الوطنية للحفر للفترة 2010-2013	61

قائمة الجداول

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
14	مخطط التمويل	01
69	مظاهر الأزمة المالية	02
89	الفرق بين السياسة المالية والسياسة التمويلية	03
105	معدلات الإهلاك الثابت المطبقة	04
106	الاستثمارات المستفيدة من الإهلاك المتناقص حسب القانون الفرنسي	05
110	حالات المؤونة والتمويل الذاتي	06
120	تغيرات التمويل الذاتي بتغيرات التكاليف	07
146	أنواع السندات	08
151	تكاليف الإفلاس	09
167	حساب صافي الربح	10
174	العوامل المحددة لقيمة المؤسسة	11
197	مراحل تكون النتيجة للمؤسستين A و B	12
197	المتغيرات والضريبة	13
199	قيمة المؤسسة U والمؤسسة L	14
212	مقارنة بين النماذج القائمة على تكلفة الوكالة	15
218	قيمة المؤسسة	16
227	إيجابيات وسلبيات الاستدانة	17
244	مؤشرات نمو المؤسسة	18
253	الدراسات التجريبية لنموذج Rajan	19
265	سياسات تمويل المؤسسة وأنظمة تمويل الاقتصاد	20
294	المشاكل التنظيمية للمؤسسة الاشتراكية	21
298	القطاعات القابلة للخصوصية	22
299	تقسيم المؤسسات العمومية	23
302	تطور المشاريع الاستثمارية في الجزائر	24
303	توزيع الناتج الداخلي الخام	25
303	موارد الخزينة العمومية	26
304	صادرات الجزائر للفترة 2004-2013	27
305	ترتيب الجزائر من حيث التنافسية العالمية	28
310	القروض الممنوحة للاقتصاد للفترة 1964-1990	29

313	القروض حسب مصدرها للفترة 2001-2013	30
314	تطور القروض الممنوحة للاقتصاد للفترة 1990-2013	31
318	إجراءات التطهير المالي للمؤسسات المستقلة غير المتزينة ماليا	32
319	مخصصات التطهير المالي لغاية 1999	33
332	عمليات إصدار السندات في بورصة الجزائر	34
325	طبيعة الإصدارات التي تمت في بورصة الجزائر إلى غاية 10/10/31	35
325	طبيعة الملكية القانونية للمؤسسات	36
325	القيم المتداولة في بورصة الجزائر	37
333	أهم شركات المساهمة في الجزائر	38
334	معدلات الفائدة الحقيقية لسندات المؤسسات الجزائرية	39
335	تطورات معدلات أرباح الضريبة على أرباح الشركات	40
336	الإعفاءات من الضريبة على أرباح الشركات	41
339	معدل تمويل الاستثمارات من خلال البورصة	42
340	معدل الوساطة البنكية للفترة 2002-2013	43
342	الرسمة البورصية لبورصة الجزائر للفترة 2004-2013	44
343	تطور حجم المبادلات في بورصة الجزائر للفترة 1999-2014	45
363	تقديم عينة الدراسة	46
365	قدرة التمويل الذاتي لمؤسسات الخدمات	47
366	قدرة التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الاستخراج	48
367	القدرة على التمويل الذاتي لمؤسسات الأشغال العمومية	49
368	القدرة على التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الصناعة	50
371	صافي التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الصناعة للفترة 2010-2013	51
371	صافي التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الخدمات للفترة 2010-2013	52
371	صافي التمويل الذاتي لمؤسسات الأشغال العمومية للفترة 2010-2013	53
372	صافي التمويل الذاتي لمؤسسات قطاع الاستخراج للفترة 2010-2013	54
373	تمويل مؤسسات قطاع الصناعة للفترة 2010-2013.	55
374	تمويل مؤسسات الأشغال العمومية للفترة 2010-2013	56
376	تمويل مؤسسات قطاع الاستخراج للفترة 2010-2013	57
377	تمويل مؤسسات قطاع الخدمات للفترة 2010-2013	58
378	عناصر الخصوم لمؤسسة سونالغاز للفترة 2010-2013	59
379	الهيكل المالي لمؤسسة سونالغاز	60

380	عناصر الخصوم لمؤسسة صيدال للفترة 2010-2013	61
381	الهيكل المالي لمؤسسة صيدال للفترة 2010-2013	62
382	عناصر الخصوم لمؤسسة سيفيتال للفترة 2010-2013	63
383	الهيكل المالي لمؤسسة سيفيتال للفترة 2010-2013	64
384	عناصر الخصوم لمؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية للفترة 2010-2013	65
385	الهيكل المالي لمؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية للفترة 2010-2013	66
386	عناصر الخصوم لمؤسسة الأوراسي للفترة 2010-2013	67
387	الهيكل المالي لمؤسسة الأوراسي للفترة 2010-2013	68
388	عناصر الخصوم لمؤسسة حداد للفترة 2010-2013	69
389	الهيكل المالي لمؤسسة حداد للفترة 2010-2013	70
390	عناصر الخصوم لمؤسسة دحلي للفترة 2010-2013	71
391	الهيكل المالي لمؤسسة دحلي للفترة 2010-2013	72
392	عناصر الخصوم لمؤسسة سوناطراك للفترة 2010-2013	73
393	الهيكل المالي لمؤسسة سوناطراك للفترة 2010-2013	74
394	عناصر الخصوم لمؤسسة أشغال الآبار للفترة 2010-2013	75
395	الهيكل المالي لمؤسسة أشغال الآبار للفترة 2010-2013	76
396	عناصر الخصوم للمؤسسة الوطنية للحفر للفترة 2010-2013	77
396	الهيكل المالي للمؤسسة الوطنية للحفر للفترة 2010-2013	78
398	ترتيب المؤسسات حسب درجة الاستدانة	79
398	ملخص الهياكل المالية للمؤسسات للفترة 2010-2013.	80
399	تأثير سياسات التمويل في تكوين الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الصناعة	81
400	تأثير سياسات التمويل على تكوين الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الأشغال العمومية	82
401	تأثير سياسات التمويل على تكوين الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الخدمات	83
402	تأثير سياسات التمويل على تكوين الهيكل المالي لمؤسسات قطاع الاستخراج	84
403	ترتيب المؤسسات حسب الحجم	85
404	ترتيب المؤسسات حسب هيكل الأصول	86
405	هيكل ملكية المؤسسات	87
406	الاستقلالية المالية وقدرة السداد للمؤسسات	88