

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 8 ماي 1945 قالة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مطبوعة محاضرات في مقياس تمويل المؤسسة

لطلبة السنة أولى ماستر

علوم تسيير (مالية المؤسسات)

من اعداد الدكتور: سليم مجلخ

2018/2017

برنامج مقياس تمويل المؤسسة السنة أولى ماستر مالية المؤسسة

الرصيد 06 المعامل 02

المكونات	الصفحة
الفصل الأول: الاحتياجات المالية للمؤسسة ومصادر تمويلها.....	1
أولاً: الاحتياج لرأس المال الثابت والعامل.....	1
ثانياً: التمويل الذاتي خلال دورة حياة المؤسسة ومصادر التمويل الخارجية.....	3
ثالثاً: محددات الهيكل التمويلي.....	6
رابعاً: معايير اتخاذ قرار التمويل.....	9
خامساً: التخطيط المالي واعداد جدول التمويل.....	10
الفصل الثاني: تمويلات متخصصة.....	18
أولاً: قروض الاستثمار من طرف البنوك ومشكلة الضمانات.....	18
ثانياً: التمويل التأجيري وكيفية حساب تكلفته ومقارنته مع الاقتراض.....	26
ثالثاً: بنوك الاصدار ودورها في تغطية الاصدارات.....	33
رابعاً: التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.....	37
خامساً: تكلفة التمويل.....	45
المراجع المعتمدة.....	47

تمهيد

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الرئيسية لبناء أي اقتصاد لبلد ما، مما جعلها تخلص بأهمية كبيرة من قبل النقاد والاقتصاديين، العلماء وصانعي ومتخذي القرارات من حيث دراستها، تحديد خصائصها، أساليب تطويرها وكيفية تمويلها...

يعتبر مزاوله نشاط المؤسسة الاقتصادية مثله مثل أنشطة الأعوان الاقتصاديين ضمن الاقتصاد الذي يعتمد على النقود، فالعمليات التي تقوم بها المؤسسة تحتاج إلى التمويل باستمرار لمزاوله نشاطها وضمان استمراريتها وتعرف هذه العملية بوظيفة التمويل أو الوظيفة المالية.

تعتبر وظيفة التمويل من أهم الوظائف بالنسبة للمؤسسة التي تسعى من خلالها إلى تحقيق توازنها المالي، وقد تطورت هذه الوظيفة في عصرنا الحالي وتنوعت مصادرها بين مصادر تقليدية وحديثة، عامة ومتخصصة، ربوية وإسلامية...

الفصل الأول: الاحتياجات المالية للمؤسسة ومصادر تمويلها

يعتبر التمويل وظيفة أساسية هامة في المؤسسة تهدف إلى توفير الأموال اللازمة لدفع وتطوير المؤسسة. ومن المهام الأساسية لوظيفة التمويل ما يلي:

✓ تحديد احتياجات المؤسسة لرؤوس الأموال؛

✓ اعداد برنامج التمويل؛

✓ تنظيم الخزينة؛

✓ تسيير رؤوس الأموال المتاحة.

بعد مرحلة الإنشاء تأتي مرحلة الاستثمار فبعد الحصول على رأس المال النقدي يتم انفاقه لتنفيذ التثبيتات المطلوبة (تكوين رأس المال الثابت) كالمباني المعدات والآلات وغيرها من السلع المعمرة بالإضافة إلى تكوين رأس المال العامل لتمويل المواد الخام، كقطع الغيار، كميات الوقود والمواد الموجودة في المخزن... وفي هذه المرحلة يتقلص رأس المال النقدي ويزداد رأس المال الثابت.

أولاً: الاحتياج إلى رأس المال الثابت والعامل: تحتاج المؤسسة لرؤوس الأموال إما لتغطية العمليات الجارية أي عمليات الاستغلال وهي احتياجات قصيرة الأجل، أو لتغطية الاحتياجات المرتبطة بعمليات الاستثمار وتتميز هذه الاحتياجات بأهمية مبالغها كما أنها احتياجات طويلة الأجل وتنقسم إلى (احتياجات رأس المال الثابت واحتياجات رأس المال العامل). ويتم اختيار وسائل التمويل اعتماداً على أساس المردودية والأمان (عدم وجود مخاطر). ويتم اعداد برنامج التمويل لتغطية الاحتياجات على أساس ما يلي:

✓ تحديد المبالغ اللازمة لتغطية وتمويل الاستثمار المعني؛

✓ تاريخ التعاقد على النفقات (التسديدات)، وتاريخ هذه التسديدات؛

✓ تاريخ الشروع في الاستثمار وتاريخ استلام الاستثمار (مدة الانجاز).

1- **احتياجات رأس المال الثابت:** وهي الاحتياجات الخاصة بالاستثمار والمتعلقة بوسائل الانتاج وتنقسم إلى أصول ثابتة (الأبنية، المنشآت،...) وتثبيتات رأسمالية (الأجهزة، المعدات...).

2- **احتياجات رأس المال العامل:** يستعمل هذا المصطلح استعمالاً واسعاً في مجالات التحليل المالي وله أهمية كبيرة في تحديد الوضعية المالية للمؤسسة.

2-1- **تعريف رأس المال العامل:** يعرف على أنه جزء من الأموال الدائمة المستعملة من طرف المؤسسة لتمويل دورة الاستغلال، فمن خلال دراسته تحدد المؤسسة توازنها المالي عند تعادل التدفقات المالية (سيولة الأصول مع استحقاق الديون) ويطلق عليه هامش أمان المؤسسة ويحسب كما يلي:

رأس المال العامل الصافي الاجمالي = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة. $FR_{NG} = R_D - E_s$
وينقسم رأس المال العامل إلى:

رأس المال العامل الخاص وهو مجموع الأموال الخاصة مطروحا منه الأصول الثابتة بعد توزيع أرباح السنة المالية.
وعليه: رأس المال العامل الدائم = رأس المال العامل الخاص + القروض الطويلة الأجل.
رأس المال العامل الأجنبي = القروض الطويلة الأجل + القروض المتوسطة الأجل.

وعليه: رأس المال العامل الدائم (الممول من طرف الأموال الدائمة) = رأس المال العامل الخاص (الممول من طرف الأموال الخاصة) + رأس المال العامل الأجنبي (الممول من طرف القروض المتوسطة والطويلة الأجل).

يسمح الاحتياج في رأس المال العامل إلى قياس احتياجات دورة الاستغلال التي تتوسع نتيجة نشاط النمو فغالبا ما يصعب تحقيق بعض الأصول الدورية في آجالها العادية، مما يجعل سيولتها ضعيفة مقارنة مع استحقاق عناصر الخصوم قصيرة الأجل، حيث يؤدي عدم التوازن بين سيولة الأصول الدورية واستحقاق الخصوم الدورية إلى ظهور احتياجات رأس المال العامل. ونميز بين احتياجات رأس المال العامل لدورة الاستغلال وخارج دورة الاستغلال.

2-2- حساب رأس المال العامل من خلال الميزانية (الطريقة المباشرة): يحسب من خلال العلاقة

احتياجات رأس المال العامل = احتياجات التمويل - موارد التمويل

$$BFR_g = E_g - R_g$$

وتتضمن احتياجات رأس المال العامل عنصرين هما: احتياجات رأس المال العامل للاستغلال (يرتبط مباشرة بالنشاط العادي) واحتياجات رأس المال العامل خارج دورة الاستغلال (وهو نوع استثنائي).

احتياجات رأس المال العامل = احتياجات رأس المال العامل للاستغلال + احتياجات رأس المال العامل خارج دورة الاستغلال

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

احتياجات رأس المال العامل = (احتياجات دورة الاستغلال - موارد دورة الاستغلال) + (الاحتياجات الدورية خارج الاستغلال - الموارد الدورية خارج الاستغلال)

$$BFR_g = E_{ex} - R_{ex} + E_{hex} - R_{hex}$$

إذا كانت احتياجات رأس المال العامل موجبة يعاب على المسيرين عدم بحثهم عن موارد مالي إضافية على الرغم من أن ضمان التسديد متوفر والمتمثل في كبر بعض المخزونات أو بعض الحقوق، وبالتالي كلما كانت احتياجات دورة رأس المال العامل تقترب من الصفر دلت على حسن تغطية الاحتياجات بالموارد، أما إذا كانت احتياجات رأس المال العامل سالبة (أقل من الصفر) تعني احتياجات الدورة أقل من مواردها بمعنى وجود فائض في مواردها ولذلك على المؤسسة استغلال هذا الفائض في الاستثمار لزيادة مردوديتها.

2-3- الاحتيادات من رأس المال العامل المعياري (الطريقة المعيارية أو طريقة الخبراء): تعبر الميزانية عن الحالة المالية للمؤسسة في وقت ما، وحساب BFR من خلال الميزانية يجعله يتأثر بتوقيت اعداد الميزانية، لذلك فحسابه بهذه الطريقة يجعله لا يعبر بكل صدق عن الاحتياجات التمويلية للمؤسسة ولتفادي هذا يتم استخدام الطريقة المعيارية. وتعتمد هذه الطريقة على خطوتين: حساب مهل الدوران ومعاملات الترجيح.

2-3-1- خطوات الحساب وفق الطريقة المعيارية: يتم تحديد احتياجات رأس المال العامل المعياري وفق الطريقة المعيارية كما يلي:

- ✓ حساب مدد الدوران لمكونات احتياجات رأس المال العامل؛
- ✓ تقدير معاملات الترجيح والتي تقيس وزن كل عنصر نسبة الى رقم الأعمال؛
- ✓ حساب أزمدة دوران عناصر الاحتياج من رأس المال العامل بأيام من رقم الأعمال؛
- ✓ حساب احتياجات رأس المال العامل المعياري بإيجاد الفرق بين فترات دوران العناصر التي تمثل احتياجات تمويليا وفترات دوران العناصر التي تمثل موردا تمويليا، معبرا عنها بأيام من رقم الأعمال

أ- حساب مدة الدوران لعناصر الاستغلال:

- متوسط فترة تخزين البضائع: وهو متوسط الفترة من تاريخ شراء البضائع إلى تاريخ بيعها وتحسب كالاتي:
متوسط دوران (متوسط فترة تخزين البضاعة) = (متوسط مخزون البضائع/بضائع مستهلكة) $\times 360$
- متوسط فترة تخزين المواد الأولية: وهي تمثل متوسط عدد أيام تخزين المواد الأولية خلال سنة ويتم حسابها كما يلي:

متوسط دوران (متوسط فترة تخزين المواد الأولية) = (متوسط مخزون المواد الأولية / مواد أولية

مستهلكة "تكلفة شراء المواد الأولية المستعملة") $\times 360$

- متوسط تخزين المنتجات النصف مصنعة: وهي تمثل متوسط تخزين المنتجات نصف المصنعة من تاريخ تخزينها إلى تاريخ خروجها لتحويلها إلى منتجات تامة الصنع أو بيعها ويتم حسابها كما يلي:

متوسط دوران (متوسط فترة تخزين المنتجات النصف مصنعة) = (متوسط مخزون المنتجات النصف

المصنعة / تكلفة الإنتاج قيد التنفيذ) $\times 360$

- متوسط تخزين المنتجات قيد التنفيذ: وهي تمثل متوسط الفترة التي تبقى فيها هذه المنتجات في وضع وسطي بين المواد الأولية والمنتجات التامة. وتحسب كالاتي:

متوسط دوران (متوسط فترة تخزين المنتجات قيد التنفيذ) = (متوسط مخزون المنتجات قيد التنفيذ

/ تكلفة الإنتاج قيد التنفيذ) $\times 360$

- المنتجات التامة: تظهر المدة التي تستغرقها المواد الأولية لتتحول إلى منتجات تامة، وتحسب كالاتي:

متوسط دوران (متوسط فترة تخزين المنتجات التامة) = (متوسط مخزون المنتجات التامة الصنع /

تكلفة الإنتاج التام "تكلفة انتاج المنتجات التامة الصنع المباعة") $\times 360$

- معدل دوران العملاء: تقيس المدة المتوسطة للقروض التجارية التي تربط المؤسسة بعملائها أي الأجل الممنوحة للعملاء وتحسب وفق العلاقة:

متوسط دوران (متوسط فترة تحصيل العملاء) = (مستحقات العملاء / رقم الأعمال 'قيمة المبيعات

لأجل داخل الرسم) $\times 360$

- معدل دوران الموردين: تقيس المدة المتوسطة للقروض التجارية التي تربط المؤسسة بمورديها أي الأجل الممنوحة للموردين وتحسب وفق العلاقة:

متوسط دوران (متوسط فترة تسديد الموردين) = (مستحقات الموردين / المشتريات "قيمة المشتريات

داخل الرسم") $\times 360$

ب- حساب معاملات الترجيح لعناصر الاستغلال: تهدف إلى إبراز الأهمية النسبية لعناصر الاستغلال

مقارنة برقم الأعمال خارج الرسم

- معامل ترجيح المواد الأولية = تكلفة شراء المواد الأولية مستهلكة / رقم الأعمال خارج الرسم

- معامل ترجيح البضائع = بضائع مستهلكة / رقم الأعمال خارج الرسم

- معامل ترجيح المنتجات النصف مصنعة = تكلفة المنتجات نصف المصنعة / رقم الأعمال خارج الرسم

- معامل ترجيح المنتجات التامة الصنع = مواد أولية مستهلكة "تكلفة انتاج المنتجات التامة الصنع المباعة" / رقم

الأعمال خارج الرسم

- معامل ترجيح العملاء = رقم الأعمال "قيمة المبيعات لأجل داخل الرسم" / رقم الأعمال خارج الرسم

- معامل ترجيح الموردين = المشتريات "قيمة المشتريات داخل الرسم" / رقم الأعمال خارج الرسم

ج- حساب العناصر الجبائية والاجتماعية:

- الرسم على القيمة المضافة TVA: ويتكون من:

✓ الرسم على القيمة المضافة المدفوعة (TVA على المشتريات): يتراوح أجل استحقاقها خلال الشهر

(من 0 إلى 30) يوم، وعليه يمثل معدل الدوران متوسط المدة (15 يوم):

معدل الدوران = $2/(30+0) = 15$ يوم

معامل الترجيح = الرسم على القيمة المضافة المدفوعة / رقم الأعمال خارج الرسم

✓ الرسم على القيمة المضافة المجمعة (TVA على المبيعات): يدفعها العميل للمؤسسة التي تدفعها

بدورها لمصلحة الضرائب ويتراوح أجل استحقاقها خلال شهر. وعليه يمثل معدل الدوران متوسط

المدة (15 يوم). وعليه يكون:

معدل الدوران = $2/(30+0) = 15$ يوم

معامل الترجيح = الرسم على القيمة المضافة المجمعة / رقم الأعمال خارج الرسم

✓ الرسم على القيمة المضافة القابلة للدفع: الرسم على القيمة المضافة الواجب للسداد (القابل للدفع)

هو الفرق بين الرسم على القيمة المضافة المجمعة (TVA على المبيعات) والرسم على القيمة

المضافة المدفوعة (TVA على المشتريات)،

فمعامل الدوران يمثل تاريخ الاستحقاق.

أما معامل الترجيح فيساوي:

معامل الترجيح = الرسم على القيمة المضافة القابلة للدفع / رقم الأعمال خارج الرسم

د- التدفقات الاجتماعية: تتكون من:

✓ الأجر: تتغير فترة تسديد الأجر خلال الشهر دون أن تتجاوزه وكلما تأخرت الأجر في الصرف كلما تمت الاستفادة منها من طرف المؤسسة كمورد تمويلي وعليه:

معدل الدوران = 15 يوم

معامل الترجيح = الأجر السنوية / رقم الأعمال خارج الرسم

✓ المصاريف الاجتماعية: يتم احتسابها من خلال الأجر الإجمالي للعامل خلال شهر ما ولا يتم تسديدها إلا في حدود الأيام العشر الأولى من الشهر الموالي وهذا ما يجعل المؤسسة مستفيدة من قرض خلال هذه المدة وعليه فمثلا إذا كانت تسدد في اليوم 8 من الشهر الموالي فيكون:

معدل الدوران = 8+15 = 23 يوم

معامل الترجيح = المصاريف الاجتماعية السنوية / رقم الأعمال خارج الرسم

ثم يتم حساب الاحتياج في رأس المال العامل المعياري من خلال الجدول الموالي

الجدول رقم 01: حساب رأس المال العامل المعياري

البيان	معدل الدوران	معامل الترجيح	عناصر الاستغلال بأيام من رقم الأعمال	
			استخدامات (1)	موارد (2)
المخزون العملاء TVA المدفوعة	يحسب لكل عنصر بالأيام	يحسب لكل عنصر بنسبة مؤوية	معدل الدوران في معامل الترجيح	/
الموردون TVA المجمعة مصاريف اجتماعية الأجر	يحسب لكل عنصر بالأيام	يحسب لكل عنصر بنسبة مؤوية	معدل الدوران في معامل الترجيح	
المجموع	/	/	بالأيام	بالأيام

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على:

- سليمان بلعور، التسيير المالي (محاضرات وتطبيقات)، الطبعة الأولى، مجد اللاوي للنشر والتوزيع، غرداية، الجزائر، 2016، ص 170.

- الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الادارة المالية) دروس وتطبيقات، الجزء 01، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص 309.

الاحتياج في رأس المال المعياري بالأيام = استخدامات (1) - الموارد (2)

الاحتياج في رأس المال المعياري بالقيمة = الاحتياج في رأس المال المعياري بالأيام × رقم الأعمال خارج الرسم / 360

- الخزينة: تحسب بالعلاقة الآتية:

$$T_{ng}=E_T-R_T$$

وتكون الخزينة في حالتين:

- ✓ رصيد الخزينة موجب: أي في حالة فائض، وتتحقق عندما يغطي رأس المال العامل الصافي الاجمالي تمويل احتياجات رأس المال العامل للاستغلال وخارج الاستغلال؛
- ✓ رصيد الخزينة سالب: أي في حالة عجز، وتتحقق عندما لا يغطي رأس المال العامل الصافي الاجمالي تمويل احتياجات رأس المال العامل للاستغلال وخارج الاستغلال.

ترتبط احتياجات رأس المال العامل بنشاط المؤسسة فاذا كانت:

- ✓ المؤسسة صناعية فدورة الاستغلال تكون طويلة الأجل وتتميز بضخامة مخزونها وارتفاع قيمتها المضافة، كما تتميز بانخفاض ديونها اتجاه الموردين، وفي هذه الحالة تكون الاحتياجات من رأس المال العامل كبيرة مما يتطلب على المؤسسة توفير التمويل الضخم والكبير عن طريق رأس المال العامل الصافي الاجمالي؛
- ✓ المؤسسة خدمية فدورة الاستغلال تكون قصيرة الأجل وتتميز بضعف مخزونها وانخفاض قيمتها المضافة، كما تتميز بارتفاع ديونها اتجاه الموردين، وفي هذه الحالة تكون الاحتياجات من رأس المال العامل ضئيلة مما يتطلب على المؤسسة توفير التمويل ضئيل وقليل عن طريق رأس المال العامل الصافي الاجمالي.

ثانياً: التمويل الذاتي خلال دورة حياة المؤسسة ومصادر التمويل الخارجية: تحتاج المؤسسة عبر مراحل حياتها المختلفة إلى التمويل، حيث تبدأ المؤسسة بالتمويل الذاتي الداخلي وعند عدم كفايته تلجأ إلى مصادر تمويلية أخرى (خارجية).

1- التمويل الذاتي: هو اعادة استثمار الفائض المالي كله أو بعضه في أعمال المؤسسة، أي هو تبيين للقدرات المالية الذاتية للمؤسسة في تمويل تنبئاتها.

1-1- مصادر التمويل الذاتي: هي مجموعة الموارد المالية التي تستطيع المؤسسة الحصول عليها من عملياتها الجارية أو مصادر أخرى دون اللجوء للمصادر الخارجية، ومن مزايا هذا النوع من التمويل أن الأموال تبقى ولمدة طويلة في خدمة المؤسسة.

وينقسم التمويل الذاتي إلى:

- ✓ الأرباح المحتجزة: كما تعرف بالأرباح غير الموزعة التي لم يتم توزيعها على المساهمين والتي تهدف إلى توسيع وتنمية الشركة والتي يتم الحصول عليها من خلال تحديد الفرق بين مختلف

ايرادات وتكاليف المؤسسة بغية ايجاد النتيجة النهائية التي تمثل الربح الخاضع للضريبة وبعد طرح الضريبة والأرباح الموزعة نجد الأرباح غير الموزعة والتي تعتبر كتمويل ذاتي داخلي للمؤسسة؛
✓ **الاحتياطات:** هي عبارة عن مبالغ مالية غير مستحقة يتم تكوينها لمواجهة المخاطر المحتملة الوقوع وتنقسم بدورها إلى (**قانونية** وهي الحد الأدنى من الاحتياطات التي يجب على المؤسسة تكوينها وهي 5 بالمائة من صافي الأرباح على أن لا تتعدى 10 بالمائة من رأسمال المؤسسة، أساسية أو نظامية وهي غير قانونية ويتم تحديدها لأغراض غير تجارية)؛

✓ **الاهتلاكات:** هي تقدير الخسارة الناتجة عن قيمة الأصل الثابت التي تهلك عبر الزمن، كما عرفت أنها عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول ناتج عن استعماله أو عن الزمن أو عن التكنولوجيا أو عن آثار أخرى؛

✓ **المؤونات:** وهي أموال تقنطع من الأرباح لمواجهة الخسائر والأخطار المحتمل وقوعها في المستقبل؛
✓ **فائض أو ناقص قيمة التنازل عن التثبيتات:** ان التنازل عن التثبيتات يكون حسب حالتين: إما أن يكون التنازل بسعر أكبر وأعلى من القيمة المحاسبية الصافية للتثبيت وفي هذه الحالة يكون التنازل بربح ويسجل في شكل فائض، واما أن يكون التنازل بسعر أقل (أدنى) من القيمة المحاسبية الصافية للتثبيت وفي هذه الحالة يكون التنازل بخسارة ويسجل في شكل عجز (ناقص).

1-2- التمويل الذاتي خلال دورة حياة المؤسسة: يعتبر التمويل الذاتي المشكل من المؤونات والاهتلاكات تمويلا ذاتيا تنمويا ادخاريا بينما يعتبر التمويل الذاتي الصافي المكون عن طريق الأرباح غير الموزعة تمويلا ذاتيا للاستقرار. ويتنوع التمويل الذاتي إلى ثلاثة أنواع حسب دورة حياة المؤسسة:

✓ **التمويل الذاتي الأدنى:** ويتشكل من مخصصات الإهلاك لأنه يكون في حده الأدنى نتيجة توزيع كل الأرباح، ويكون هذا التمويل عادة بالنسبة للمؤسسات التي تود الانسحاب تدريجيا من السوق التي تتميز بتراجع مستمر؛

✓ **التمويل الذاتي للبقاء:** يتشكل من الاهتلاكات مضافا اليها مبلغ تعويض التآكل النقدي بسبب ارتفاع أسعار التثبيتات اللازمة، ويخص هذا النوع من التمويل المؤسسات الراغبة في الاحتفاظ بمستوى ثابت من الانتاج نتيجة استقرار السوق؛

✓ **التمويل الذاتي للنمو:** ويتكون من التمويل الذاتي للبقاء مضافا اليه جزء قسط التنمية المرغوب فيه، ويخص هذا النوع من التمويل المؤسسات الراغبة في زيادة طاقتها الانتاجية والحصول على حصة مهمة في السوق.

1-3- طاقة التمويل الذاتي: طاقة التمويل الذاتي هي قدرة المؤسسة على تمويل نفسها بنفسها وهي تبين قدرة المشروع على تغطية تكاليفه وتحسب حسب العلاقة الآتية:

قدرة التمويل الذاتي = الأرباح المحتجزة + الاهتلاكات + المؤونات

1-4-4- تقييم التمويل الذاتي: للتمويل الذاتي مزايا وعيوب نلخصها في الآتي:

1-4-4-1 مزايا التمويل الذاتي: نلخصها في الآتي:

- ✓ المصدر الأول لتكوين رأس المال بأقل تكلفة ممكنة؛
- ✓ تجنب الاقتراض بسعر فائدة مرتفع؛
- ✓ الاحتفاظ بالأرباح يعفي المؤسسة والمساهمين فيها من خصوم أرباحهم الموزعة لضريبة على الأرباح التجارية وضرائب أخرى؛
- ✓ يعطي التمويل الذاتي نوع من الحرية في اختيار نوعية الاستثمار دون التقيد بشروط على عكس التمويل الخارجي؛
- ✓ انخفاض تكاليف المؤسسة نتيجة احتفاظها بالأرباح ومن ثم تجنب الاقتراض الذي يكلف المؤسسة أعباء كبيرة.

1-4-4-2 عيوب التمويل الذاتي: نلخصها في الآتي:

- ✓ الامتناع أو تخفيف حجم الأرباح الموزعة سوف يؤدي إلى زيادة التمويل الذاتي مما قد ينعكس على الطلب على أسهم المؤسسة مما يخفض قيمته في السوق؛
- ✓ قد يؤدي إلى فقدان اهتمام المساهمين بالمؤسسة نتيجة لتراجع الأرباح الموزعة؛
- ✓ قد يكون استخدامه عامل سلبي خاصة إذا كان غير كافي لتغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة ومن ثم الاعتماد عليه قد يجعل عملية الاستثمار المستقبلي تسير بشكل بطيء.

2- مصادر التمويل الخارجية: عند عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية الذاتية تلجأ المؤسسة إلى المفاضلة بين مصادر تمويلية خارجية مختلفة حسب حاجتها التمويلية وتتشكل مصادر التمويل الخارجية من:

2-1- التمويل بالالتزامات المالية عن طريق الائتمان التجاري: هو تمويل قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة، حيث لا يتم دفع قيمة المشتريات نقدا وإنما تأخذ صفة المشتريات الآجلة، ويعرف من وجهة نظر الإدارة المالية على أنه تسهيلات مالية قصيرة الأجل يحتاجها المشتري عند عدم كفاية رأس المال العامل، حيث أنه يوفر الاحتياجات الخارجية في حالة عدم توفر القروض المصرفية، كما أنه يوفر السيولة النقدية للمشاريع التي تستطيع الحصول على الأموال عن طريق مصادر أخرى. ويتميز الائتمان التجاري بسهولة، مرونته، المصدر الوحيد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وانخفاض تكلفته.

2-2- التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية: وتتم عميلة التمويل عن طريق الأسهم والسندات.

2-3- التمويل عن طريق القروض المصرفية: والتي تتشكل من الآتي:

✓ القروض القصيرة الآجل: وهي القروض التي لا تتجاوز السنة وتضم:

- قروض الاستغلال: وتشمل نشاطات الاستغلال التي تقوم بها المؤسسة في المدى القصير؛
- القروض العامة: وهي موجهة لتمويل الأصول المتداولة وتضم: تسهيلات الصندوق: وهي خدمة يقدمها البنك للمؤسسة لفترة قصيرة جدا في شكل قرض مصرفي لمعالجة التذبذبات الحاصلة في خزينة المؤسسة نتيجة خلل في الوقت الذي يفصل الدفع والقبض والسحب على المكشوف: مدته أطول من سابقه وعمولته 1 % ويتم اللجوء اليه من أجل تضخيم رأس المال العامل أو في حالة انخفاضه؛
- قروض موسمية: وهي موجهة لتمويل احتياجات الخزينة ناتجة عن نشاط موسمي ومدة القرض 9 أشهر؛
- قروض الربط: وهي قروض تمنح لتجاوز التأخر الزمني في الحصول على القرض الحقيقي من البنك المتعامل معه مثلا حتى تأخذ اجراءات العقد الطويل الآجل مجراها؛
- الخصم التجاري: ويتمثل في تحصيل قيمة الأوراق بقيمة أقل من قيمتها الاسمية وقبل تاريخ استحقاقها؛
- قروض ممنوحة بضمان والقروض الخاصة: وهي توجه إلى تمويل أصل معين وتضم: التسبيقات على البضائع: وهو عبارة عن قرض يقدم للزبون لتمويل مخزون معين والحصول على بضائع مقابل ذلك كرهن والتسبيقات على الصفقات العمومية: في اطار المشاريع الضخمة الناتجة عن الصفقات العمومية يحتاج صاحب المشروع إلى أموال ضخمة من أجل اتمام الصفقة لذلك فهو يلجأ إلى هذا النوع من التمويل).

✓ القروض المتوسطة الآجل: وهي القروض التي تتجاوز السنة ولا تتجاوز الخمس سنوات ومنها:

- قروض المدة: التي تكون محصورة بمدة معينة؛
- قروض التجهيزات: وهي مضمونة بالتجهيزات التي يتم اقتناؤها ونميز بين: عقود البيع المشروطة حيث يتم بيع التجهيزات بالتقسيط ويحتفظ البائع بملكيتها حتى يتم تسديد كافة الدفعات. القرض المصرفي المرهون برهن حيازي حيث يتم رهن التجهيزات لصالح البنك التجاري ومن ثم بيعها في السوق في حالة تخلف الزبون عن دفع الدفعات.

✓ القروض الطويلة الآجل: وهي قروض تمنحها مؤسسات متخصصة وتتجاوز السبع سنوات ونميز

فيها بين:

- القرض الشخصي: يتم على أساس الوفاء والثقة وهو قرض غير مضمون ويتم الاتفاق فيه على معدل الفائدة وعدد مرات الدفعات وشروط السداد التي يمكن أن تحدد الدفعات على أساس نقدي؛

- **القرض المضمون:** والذي يكون الضمان احدى شروطه فكلما كانت المخاطر أقل كانت معدلات الفائدة أقل والعكس بالعكس فالمقرض لا يستحب المخاطرة.

ثالثا: محددات الهيكل التمويلي: تسعى كل مؤسسة إلى اختيار الهيكل التمويلي الأمثل الذي يتناسب معها، ولكن اختيار هذا الهيكل يمر عبر مجموعة من العوامل التي تحده.

1- مفهوم الهيكل المالي وخصائصه: إن الاهتمام بالهيكل المالي هو من صميم التخطيط المالي للمشروع، حيث تسعى المؤسسات بشكل عام والمشاريع بشكل خاص للحصول على الأموال اللازمة لتوفير مستلزماتها بأقل تكلفة ممكنة وفي الوقت المناسب، وهنا تظهر أهمية اتخاذ القرارات المناسبة التي تجنب المؤسسة الوقوع في الصعوبات المالية غير المتوقعة، وأهم هذه القرارات هو التوصل إلى هيكل مالي أمثل.

1-1- تعريف الهيكل المالي: يقصد بالهيكل المالي للمؤسسة ذلك المزيج أو التوليفة من مصادر التمويل الداخلية والخارجية التي تعتمد عليها المؤسسة لتغطية احتياجاتها المالية، كما يعرف على أنه أسلوب تمويل أصول المؤسسة ويتكون الهيكل المالي من عناصر طويلة أو قصيرة الأجل سواء كانت أموال خاصة أو قروض.

1-2- الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال وعلاقة العائد بالمخاطرة: يتضمن هيكل رأس المال فقط مصادر التمويل طويلة الأجل والمتمثل في القروض الطويلة الأجل، السندات وحقوق الملكية المكونة من (الأسهم العادية، الأرباح المحتجزة والدين)؛ أما الهيكل المالي فهو يعكس جميع الوسائل والموارد المتاحة لتمويل المؤسسة. والعلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية فكلما زادت المخاطرة كلما زاد العائد فالهيكل المالي المناسب للمؤسسة هو الذي يحقق التوازن بين العائد والمخاطرة.

1-3- خصائص وسمات الهيكل المالي المناسب: لتحقيق التوازن المناسب بين العائد والمخاطرة وجب تحديد الهيكل التمويلي المناسب لكل مؤسسة، مما يساهم في الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة ويمنح قدرة على التطور والنمو بصفة مستمرة وعليه يمكن تلخيص أهم خصائص الهيكل المالي المناسب في النقاط الآتية:

- ✓ **الربحية:** بحيث يكون الهيكل المالي المختار يحقق المزيد من الأرباح للمؤسسة وبأقل التكاليف؛
- ✓ **السيولة:** من خلال عدم الإفراط في الاعتماد على الديون مما قد يؤثر على المؤسسة من خلال تعرضها للعسر المالي؛
- ✓ **الرقابة:** من خلال شروط الإفراض والمتضمنة درجة الرقابة التي يفرضها المقرضون على أعمال المؤسسة والتي قد تؤدي إلى خطر فقدان السيطرة على إدارة المؤسسة؛
- ✓ **المرونة:** من خلال اعطاء للمؤسسة القدرة على التصرف في المواقف المتغيرة والتكيف معها؛
- ✓ **التحفظ:** من خلال المحافظة على المؤسسة من الانهيار وعدم تجاوز قدراتها على الوفاء بافتراضاتها المالية.

2- محددات اختيار الهيكل المالي ومؤشراته: يرتبط اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة بمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية التي نوضحها في ما يلي:

2-1- العوامل الداخلية: تتمثل في ما يلي:

✓ **حجم المؤسسة:** فكلما كان حجم المؤسسة كبيرا كلما قل احتمال افلاسها مقارنة مع المؤسسات الصغيرة وبالتالي فالعلاقة عكسية بين حجم المؤسسة واحتمال الافلاس فالمؤسسات الكبيرة الحجم تتميز بالتنوع وبالتالي تقل احتمالات افلاسها مقارنة مع المؤسسات الصغيرة المتخصصة والتي تزيد احتمالات الافلاس فيها؛

✓ **المردودية الاقتصادية:** تسمح بمعرفة فعالية المؤسسة وارتفاعها يعطي مرونة أكبر لتغطية التزاماتها المالية؛

✓ **درجة المخاطرة:** نجد أن الخصوم والأموال الخاصة ترتب حسب درجة استحقاقها من الأبعد أجلا إلى الأقرب أجلا كما يرتبط هذا الترتيب بدرجة المخاطرة لكل مصدر من مصادر التمويل، حيث تزداد درجة المخاطرة في التمويل المقترض عن درجة المخاطرة للتمويل بالأموال الخاصة، حيث أنه لا يمكن للمساهمين الحصول على أرباح إلا بعد أن يتحصل المقرضين على الفوائد فعدم حصولهم على فوائدهم يدني من المركز المالي للمؤسسة ويعرضها للتصفية نظرا لمطالبة المقرضين بفوائدهم ويمكن للمؤسسة تجنب المخاطر المالية من خلال تنويع مصادر تمويلها؛

✓ **المرونة المالية:** يقصد بها قدرة المؤسسة على تغيير خططها التمويلية وفقا لاحتياجاتها المالية، أي التكيف مع الظروف المتغيرة؛

✓ **الإدارة والسيطرة:** ادخال مساهمين جدد في المؤسسة يفقد جزء من سيطرة المساهمين القدامى من خلال مشاركة المساهمين الجدد في صنع القرار، أما المقرضين فهم لا يتدخلون في إدارة المؤسسة وانما يشترطون عليها ضمانات لتسديد أصل القرض وفوائده، ولا يتدخلون إلا في حالة عدم تسديد الفوائد حيث يطالبون بتصفية المؤسسة؛

✓ **دورة حياة المؤسسة:** تنقسم إلى أربع مراحل (الدخول، التوسع، النضج والتدهور) ويختلف الهيكل المالي باختلاف كل مرحلة.

2-2- العوامل الخارجية: تتمثل في ما يلي:

✓ **تكلفة الاقتراض:** يوجد حد أقصى للاستدانة خاص بكل مؤسسة اذا تم تجاوزه تكون المؤسسة أكثر عرضة لمخاطر كبيرة ويكون توازنها المالي مهدد؛

✓ **طبيعة القطاع (طبيعة الصناعة أو درجة التخصص):** تواجه المؤسسات التي تنشط ضمن نفس النشاط المنافسة والتطور التكنولوجي لذلك فهي تكون متقاربة من حيث الاستدانة والتي تختلف من قطاع إلى آخر، لذلك فطبيعة النشاط تؤثر على نسبة الاقتراض بالهيكل المالي؛

- ✓ **معدل نمو المؤسسة:** تعتمد المؤسسة التي تنمو بمعدلات نمو مرتفعة على التمويل الخارجي بشكل كبير مما يدفعها للاقتراض بشكل واسع لتمويل مشاريعها الاستثمارية مقارنة بالمؤسسات ذات معدل النمو المنخفض؛
- ✓ **درجة تذبذب المبيعات:** كلما استقرت مبيعات المؤسسة كلما توسعت قدرتها الاستيعابية على الاقتراض نتيجة وفائها بالتزاماتها؛
- ✓ **الوفورات الضريبية:** اعتماد المؤسسة على الاستدانة يوفر لها مقدار وفورات ضريبية نتيجة تخفيف قيمة الضريبة على المؤسسات المقترضة مقارنة بإصدارها لأسهم جديدة مثلاً؛
- ✓ **السيولة:** من خلال عدم الإفراط في الاعتماد على الديون مما قد يؤثر على المؤسسة من خلال تعرضها للعسر المالي؛
- ✓ **توقيت إتاحة التمويل:** عدم إتاحة فرض التمويل بصفة منتظمة يقلل من فرص تمويل المؤسسة وفرص الاختيار المناسب.

3- مؤشرات تحليل الهيكل المالي: تتمثل في:

- ✓ **رأس المال العامل الصافي الاجمالي:** يعتبر من أهم المؤشرات لإبراز التوازن المالي للمؤسسة في الأجل الطويل، كما يطلق عليه هامش أمان المؤسسة، فعلى المؤسسة الاحتفاظ بأدنى رأس مال عامل للتوفيق بين عاملي التكلفة والمخاطرة؛
- ✓ **احتياجات رأس المال العامل:** يسمح بقياس احتياجات دورة الاستغلال التي تتوسع نتيجة لنمو النشاط؛
- ✓ **الخبزينة:** هي الفائض أو العجز في رأس المال العامل بالنسبة لاحتياجات رأس المال العامل وتكون موجبة أو سالبة.

رابعاً: معايير اتخاذ قرار التمويل: في اطر سعي المؤسسة إلى اختيار وتحديد هيكل مزيجها التمويلي المناسب تمر عبر مجموعة من المراحل قبل اتخاذ القرار المتعلق بالتمويل حيث يتعلق هذا القرار ويرتبط بمجموعة من المعايير الكمية والنوعية.

3-1- مراحل اتخاذ قرار التمويل: يمر اتخاذ قرار التمويل بالمرحل الآتية:

- ✓ البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال؛
- ✓ تقييم البدائل المتوفرة؛
- ✓ اختيار البدائل المثلى على أساس العائد، المخاطرة والتكلفة؛
- ✓ التنفيذ والمتابعة.

3-2- معاير اختيار قرار التمويل المناسب: توجد مجموعة من المعايير الكمية والنوعية للمفاضلة بين أنماط التمويل المتاحة، نذكر منها:

✓ **معاير تكلفة رأس المال:** تعرف تكلفة رأس المال على أنها تكلفة الموارد المستخدمة من طرف المؤسسة في تمويل احتياجاتها التمويلية وتستخدم تكلفة رأس المال كألية لاتخاذ القرار حيث يمكن الأخذ بمبدأ التكلفة الدنيا لتشكيلة مصادر التمويل؛

✓ **المردودية المالية:** والتي تعرف أيضا بمردودية الأموال الخاصة وهي تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على توليد الأرباح وقدرتها على مكافأة المساهمين سواء بتوزيع الأرباح أو توجيهها إلى الاحتياطات بهدف تدعيم مركزها المالي؛

✓ **خطر فقدان القدرة على رقابة المؤسسة:** يؤدي التمويل بإصدار أسهم عادية إلى توسيع قاعدة الملكية وينعكس ذلك على تسيير المؤسسة والسيطرة على قراراتها، ولتفادي ذلك تلجأ المؤسسات إلى إصدار أسهم ممتازة أو أسهم ذات أولوية في الأرباح بدون حق التصويت، شهادات الاستثمار أو عن طريق الاقتراض من البنوك؛

✓ **الخطر التكنولوجي:** أو ما يعرف بخطر التقادم التقني فالمؤسسات التي لها قدرة أكبر على التكيف مع التكنولوجيا الجديدة أو التي تستخدم معدات سريعة التطور التكنولوجي يكون من الأفضل لها تمويل تثبياتها عن طريق الاعتماد الإيجاري؛

✓ **تكيف طريقة السداد مع القيود المالية للمؤسسة:** لجوء المؤسسة إلى الاقتراض من البنك يجعلها مجبرة على تسديد فوائد دورية، مما يجعل المؤسسة تلجأ إلى الحصول على قرض مؤجل الفوائد لسنتين رغم ارتفاع تكلفة فوائده مقارنة مع القرض المرتبط بالفوائد الدورية؛

✓ **إجراءات الحصول على مصدر التمويل:** تتطلب بعض القروض اجراءات طويلة (لعدة شهور) ومعقدة (تكوين عدد من الملفات)، لذا فالمؤسسة التي تود الاستثمار وعدم تضييع الفرصة فهي ملزمة الحصول على مصادر تمويل سهلة وسريعة؛

✓ **الضمانات المطلوبة بالنسبة للقروض:** اذا كانت المؤسسة لا تود الحصول على قروض بضمانات كبيرة من أجل احتفاظها بطاقة تمويلية مستقبلية فينبغي عليها ضرورة الاعتماد على مصادر تمويل لا تتطلب ضمانات كبيرة وتكون بمعدلات فائدة مرتفعة؛

✓ **معدلات الفائدة السائدة:** اذا كانت الفوائد مرتفعة في السوق المالية يستحسن التمويل طويل الأجل عن طريق الأسهم لأن تكلفة السندات مرتفعة؛

✓ **ربحية المنشأة:** اذا كانت المنشأة تحقق معدلات فائدة مرتفعة فانه من المستحسن استخدام السندات لأن المؤسسة تحقق أرباحا تفوق نسبة الفوائد المدفوعة على السندات.

خامسا: التخطيط المالي واعداد جدول التمويل: يتم تقدير الاحتياجات التمويلية للمؤسسة من خلال التخطيط المالي والميزانيات التقديرية.

1- **التخطيط المالي للمؤسسة:** يمثل التخطيط المالي الجانب المالي للتخطيط الاقتصادي من حيث جوهره، والذي يعد أسلوبا جيدا لتوزيع المواد واستغلالها بشكل أمثل لتحقيق أهداف المؤسسة. ويهدف التخطيط المالي في المؤسسة إلى تقدير الاحتياجات التمويلية للمؤسسة وكيفية الحصول عليها من مصادرها واستثمارها من أجل تحقيق أقصى عائد وبأقل تكلفة.

1-1- مراحل التخطيط المالي: يمكن تلخيصها في الآتي:

- ✓ تحديد مجموعة من الأهداف المالية للمؤسسة؛
 - ✓ تحديد حجم النشاط المتوقع والخيارات المتاحة لهذا الحجم؛
 - ✓ تحديد كمية الاستثمار والمصادر، ومصادر التمويل للخيارات بحجم النشاط؛
 - ✓ تحديد الاحتياجات التمويلية للمؤسسة؛
 - ✓ تقرير أي الخيارات أنسب للمؤسسة؛
 - ✓ قياس النتائج المتوقعة لحجم النشاط الذي تم اختياره.
- ويهتم التخطيط المالي للمؤسسة بـ:
- ✓ تقدير الاحتياجات التمويلية؛
 - ✓ تحديد المصادر التي يمكن اللجوء إليها للحصول على الأموال لتغطية الاحتياجات؛
 - ✓ العمل على توفير هذه الأموال بالوقت المناسب وبأقل كلفة ممكنة.

1-2- أنواع التخطيط المالي: تتمثل أنواع التخطيط المالي في ما يلي:

- ✓ **من حيث الشمولية** ينقسم التخطيط المالي إلى كلي يكون على المستوى الوطني وجزئي يكون على مستوى المنشأة ويتضمن الأنشطة الآتية:
 - تحديد الاحتياجات المالية السنوية المقبلة اللازمة لتنفيذ العمليات الجارية والاستثمارية؛
 - التنبؤ بالتدفقات النقدية الداخلة والخارجة للفترة المقبلة؛
 - تحديد مصادر الحصول على الأموال مع تحديد التوقيت اللازم للحصول عليها؛
 - تنظيم الأموال وتوزيعها في القنوات التي تحقق الاستخدام الأمثل لها.
- ✓ **من حيث المدة:** ينقسم إلى قصير وطويل الأجل.

1-3- مبادئ التخطيط المالي: تتمثل مبادئ التخطيط المالي في ما يلي:

- ✓ **مبدأ تحديد الهدف:** الأهداف المالية هي المحور الأساسي الذي يدور حوله التخطيط المالي؛

- ✓ **مبدأ الواقعية:** الخطة المالية الفعالة يجب أن تعد ضمن إمكانيات المنشأة المتاحة فليس للخطة قيمة إلا إذا نفذت لذلك لا بد من إعداد الخطط المالية على أساس الموارد المالية المتاحة بما يسمح بتنفيذ الأهداف المرجو تحقيقها حتى لا تكون الخطة المالية أداة تعجيز وبالتالي عدم الاستفادة منها كمعيار رقابي؛
- ✓ **مبدأ المرونة:** لا يمكن أن تكون الخطة المالية جامدة أو ساكنة في ظل ظروف اقتصادية وفنية تتميز بالتغير السريع؛
- ✓ **مبدأ الوضوح:** لضمان إخراج الخطة إلى حيز التنفيذ لابد أن تكون واضحة ومصاغة بلغة مبسطة يسهل على المعنيين بالتنفيذ فهمها؛
- ✓ **مبدأ دقة التنبؤ المالي:** كلما كان التنبؤ بأحداث المستقبل مطابق للمستقبل نفسه كان أساس التخطيط سليم؛
- ✓ **مبدأ التعاون:** تؤسس العملية التخطيطية على تعاون وجهد مشترك من قبل كافة العاملين في المنشأة وذلك لأن التخطيط العلمي يحتاج إلى مدخلات من مختلف أجزاء ووحدات المنشأة. كما أن التخطيط الجيد يتطلب توفير عنصر الالتزام أي أن التخطيط يجب أن يكون لفترة من الوقت كافياً للإيفاء بالالتزامات الملقاة على عاتق الشركة وهذا لن يتحقق إلا من خلال الجهد المشترك الذي من خلاله تتاح الفرص لأفكار وآراء جديدة يمكن الاستفادة منها؛
- ✓ **مبدأ التوقيت:** التخطيط المالي الفعال لا بد أن يراعي مبدأ التوقيت الزمني الذي يعد من أهم المبادئ التي يجب أن تعد على أساسها الخطة المالية فمهمة التخطيط المالي لا تكمن بالكشف عن الاحتياجات المالية لفترة مقبلة فقط بل العمل على تأمينها في الوقت المناسب وعند الحاجة إليها؛
- ✓ **مبدأ الشمولية:** حتى يقضي التخطيط المالي على التناقضات والمشكلات والاختناقات من ناحية والتنسيق بين القرارات المتخذة في كافة الإدارات من ناحية أخرى لابد أن يكون شاملاً لكافة أنشطة المنظمة؛
- ✓ **مبدأ الاستمرارية:** لابد أن تكون عملية التخطيط المالي مستمرة، لا تنتهي بانتهاء إعداد الخطة المالية إذ لابد أن تستمر هذه العملية أثناء التنفيذ وذلك للمتابعة بهدف كشف الانحرافات والتعرف على أسبابها والعمل على تصحيحها من أجل تلافيها واستبعادها عند إعداد الخطط المالية الجديدة؛
- ✓ **مبدأ التنسيق:** بين الخطط الفرعية والخطط المالية؛
- ✓ **مبدأ المسؤولية:** لابد من تحديد مسؤولية كل العاملين في المنشأة عند إعداد الخطة المالية وعند تنفيذها لمنع محاولة الأفراد التهرب من واجباتهم ولتسهيل تحديد المسؤول عن وقوع الخطأ ومحاسبته؛
- ✓ **مبدأ الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة:** أهمية التخطيط المالي تكمن بتلافي الضياع والتبذير بموارد المنشأة المتاحة لذلك لابد للخطة المالية من استغلال الموارد المالية استغلالاً أمثلاً وذلك بإنفاقها على القنوات التي تعطي أكبر عائديه ممكنة.

1-4- أدوات التخطيط المالي: تتمثل في: الموازنة النقدية التقديرية وتحليل التعادل.

- ✓ **الميزانيات التقديرية:** يهدف إعداد الميزانيات التقديرية إلى ما يلي:

- استخدام أصول المؤسسة بكفاية وربحية؛
- تحديد الاتجاه المستقبلي للمؤسسة؛
- تحديد الاحتياجات التمويلية المستقبلية للمؤسسة؛
- ايجاد معايير للحكم على أداء المؤسسة بالاعتماد على التخطيط المسبق؛
- التوجه المبكر للتعامل مع الأحداث المتوقعة؛
- وضع الأسس لاتخاذ الاجراءات التصحيحية في حالة انحراف النتائج عن المتوقع.

2- جدول التمويل: يعتبر جدول التمويل أول خطوة تحسينية لأدوات التحليل المالي الساكن التي تعطي صورة غير واضحة عن مختلف الحركات المالية خلال دورة معينة، حيث يعطي صورة أوضح عن الوضعية المالية من خلال بيان الحركات المالية لكل دورة على حدى ويرتكز هذا الجدول على مفهومي الاستخدامات والموارد حتى أنه يسمى باسميهما.

2-1- تعريف جدول (مخطط) التمويل: جدول التمويل والذي يسمى أيضا بجدول الاستخدامات والموارد يمكن بواسطته معرفة الكيفية التي تمت بها تغطية حاجيات التمويل الخاصة بالاستثمار والاستغلال. حيث يشرح مصادر الأموال واستعمالاتها ويقيس التغيرات الناتجة عن مجموع العمليات المرتبطة بالنفقات والإيرادات، أي أنه يسمح بمعرفة الطريقة التي واجهت بها المؤسسة احتياجاتها للتمويل خلال مرحلة معينة عادة سنة.

2-2- أسباب استخدام جدول - مخطط - التمويل: لا يوجد رسم وحيد لجدول التمويل متفق عليه، لأنه ما يهم المسير من خلال هذه الأداة هو استنتاج المعلومات المهمة التالية والمتعلقة ب: قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، مردوديتها، احتياجاتها من التمويل وأيضا التنبؤ بالأخطار التي قد تؤدي بها إلى العجز (فشل المشروع). ومن خلال العرض الموجز فإنه يمكن تقسيم طبيعة هذا الجدول إلى:

- ✓ جدول متمحور أساسا على تحليل رأس المال العامل؛
- ✓ الجدول متمحور أيضا على تحليل التغير في الخزينة؛
- ✓ الجدول هو مزيج يسمح بالكشف عن العلاقة بين رأس المال العامل وإحتياجات رأس المال العامل. وتعود أسباب اختيار المؤسسات لهذا الجدول إلى الأسباب الآتية:
- ✓ لأن الجدول من جهة يتجاوب وأهداف السياسة المالية للمؤسسة؛
- ✓ لأن حياة المؤسسة تتمحور أساسا في 3 دورات أساسية هي: الاستغلال، الاستثمار والتمويل؛
- ✓ أيضا للتفاوض مع البنوك، أصبح جدول التمويل وثيقة أساسية تشكل ملف طلب القروض لدى البنوك.

2-3- هيكلية جدول التمويل: يتكون جدول التمويل من قسمين (الاستخدامات والموارد) إن جدول التمويل يخضع لنفس المنطق الذي تخضع له الميزانية، حيث يركز على موارد، وهذه الموارد إما أن تكون داخلية أو خارجية وإستخدامات إما أن تكون استخدامات دائمة أو نهائية.

2-3-1- الموارد: يعرف المورد بأنه ذلك الانخفاض في عنصر من عناصر الأصول و/أو ذلك الارتفاع في عنصر من عناصر الخصوم، وتتقسم الموارد إلى داخلية وخارجية:

✓ الموارد الداخلية (قدرة تمويل الذات C.A.F): وتتكون من العناصر التالية:

- قيمة الإهلاكات؛
- نتيجة المؤسسة؛
- المؤونات ذات الطابع الإحتياطي؛

✓ الموارد الخارجية: وتتكون من:

- التنازلات عن التثبيات؛
- ارتفاع رأس مال المؤسسة؛
- الزيادة (الإرتفاع) المتحصل عليها في الديون المتوسطة وطويلة الأجل؛

2-3-2- الإستخدامات: يعرف الاستخدام بأنه ذلك الارتفاع في عنصر من عناصر الأصول و/أو ذلك الانخفاض في عنصر من عناصر الخصوم ويقسم إلى دائم ونهائي:

✓ إستخدامات دائمة: وتتمثل في:

- إرتفاع المصاريف المالية؛
- زيادة في التثبيات قيد الإنجاز؛
- الحيازة على تثبيات جديدة؛
- الحيازة على حقوق تثبيات جديدة.

✓ إستخدامات نهائية: وتتمثل في:

- توزيع الأرباح؛
- تسديد الديون الطويلة والمتوسطة الأجل.

2-3-3- شرح جدول التمويل: يشرح القسم الأول من الجدول تغير رأس المال العامل الصافي الاجمالي والعناصر التي ساهمت في هذا التغير (أعلى الميزانية)، ويوضح هذا القسم سياسة التمويل والاستثمار (السياسة الطويلة الأجل) من خلال العلاقة الآتية:

$$\text{رأس المال العامل الصافي الاجمالي FRng} = \text{الأموال الدائمة Rd} - \text{الأصول الثابتة Es}$$

يوضح القسم الثاني تغير رأس المال العامل الصافي الإجمالي بدلالة الدورات قصيرة الأجل (وظيفة الاستغلال والخزينة) ويعطى بالعلاقة:

$$\text{رأس المال العامل الصافي الاجمالي FRng} = \text{احتياجات رأس المال العامل BFRg} + \text{الخزينة الصافية Tng}$$

2-3-4- بناء جدول التمويل: ان أساس جدول التمويل التفريق بين التدفقات المستقرة (الجزء الأول من الجدول) والتدفقات قصيرة الأجل (الجزء الثاني من الجدول) من جهة أخرى.

✓ الجزء الأول من جدول التمويل: وهو يختص بالتمويل المتوسط والطويل الأجل ويحتوي هذا الجزء على:

- ✓ الموارد الدائمة التي جلبتها المؤسسة خلال الدورة المالية (R_D)؛
- ✓ الاستخدامات المستقرة التي كونتها المؤسسة لنفس الدورة (E_S).

$$\text{حيث: } FRng = R_D - E_S$$

والجدول رقم 02 يبين الجزء الأول من جدول التمويل

الجدول رقم 02: الجزء الأول من جدول التمويل (التمويل المتوسط والطويل الأجل)

الموارد الدائمة	الاستخدامات المستقرة
القدرة على التمويل الذاتي CAF الرفع في رأس المال الحصول على قروض جديدة التنازل عن التثبيات	حيازة تثبيات جديدة تسديد الديون المالية مصاريف موزعة على عدة سنوات التخفيض في الأموال الخاصة توزيع الأرباح
التغير في الموارد المتاحة (+)	التغير في الاستخدامات المستقرة (-)

المصدر: الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الجزء 01، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص 128.

- **القدرة على التمويل الذاتي CAF:** من أهم الموارد الدائمة التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل احتياجاتها التمويلية المستقبلية باستخدام الأرباح، مخصصات الاهتلاكات والمؤونات المتحصل عليها من خلال الدورات السابقة، حيث: $CAF = R_n - DAM$ ؛
- **تسديد الديون المالية:** تتمثل في استهلاك القروض طويلة ومتوسطة الأجل خلال الدورة الجارية، وتحسب: ديون الدورة الحالية = ديون الدورة السابقة + الارتفاع في الديون - التسديد؛
- **حيازة تثبيات جديدة:** وتشمل التثبيات المادية، المالية والمعنوية وتحسب:

$$\text{تثبيات الدورة الحالية} = \text{تثبيات الدورة السابقة} + \text{الحيازة} - \text{التنازل}$$

✓ **الجزء الثاني من جدول التمويل:** وهو يخص التمويل القصير الأجل ويتناول التغير في رأس المال العامل الصافي الإجمالي من أدنى الميزانية ويحتوي على:

- التغير في عناصر الاستغلال ΔBER_{exp} ؛
- التغير في العناصر خارج الاستغلال ΔBER_{hexp} ؛

• التغيير في الخزينة الصافية الاجمالية ΔT_{ng} .

✓ التغيير في عناصر الاستغلال ΔBER_{exp} : وهو الفرق بين احتياجات دورة الاستغلال (المخزون، العملاء والحسابات الملحقة) ومواردها (الموردون والحسابات الملحقة).

$$\Delta BER_{exp} = \Delta E_{EXP} - \Delta R_{EXP}$$

✓ التغيير في العناصر خارج الاستغلال ΔBER_{hexp} : الفرق بين الاحتياجات والموارد المالية الناتجة

$$BER_{hexp} = \Delta E_{HEXP} - \Delta R_{HEXP}$$

✓ التغيير في الخزينة الصافية الاجمالية ΔT_{ng} : وهي محصلة كل التغييرات السابقة وتحسب من خلال الفرق بين استخدامات الخزينة (المتاحات) وموارد الخزينة (الاعتمادات البنكية الجارية).

$$\Delta T_{ng} = \Delta E_t - \Delta R_t$$

وبناء على ما سبق يحسب رأس المال العامل من أدنى الميزانية كما يلي:

$$\Delta FR_{ng} = \Delta BER_{hexp} + \Delta BER_{exp} + \Delta T_{ng}$$

والجدول رقم 03 يوضح الجزء الثاني من جدول التمويل

الجدول رقم 03: الجزء الثاني من جدول التمويل

التغيرات في رأس المال العامل الصافي الاجمالي ΔFR_{ng}			
التغيير في عناصر الاستغلال	الاحتياجات (1)	الموارد (2)	الرصيد (3) = (2) - (1)
- التغيير في أصول الاستغلال			
- التغيير في ديون الاستغلال			
A ΔBER_{exp}			
التغيير في عناصر خارج الاستغلال			
- التغيير في أصول خارج الاستغلال			
- التغيير في ديون خارج الاستغلال			
B ΔBER_{hexp}			
A+B=C ΔBER_g			
تغيرات الخزينة			
- التغيير في المتاحات			
- التغيير في ديون الخزينة			
D T_{ng}			
ΔFR_{ng} C+D			

المصدر: الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الادارة المالية) دروس وتطبيقات، الجزء 01، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص 131.

2-4- أهداف جدول التمويل: بالإضافة إلى الهدف الأساسي المتعلق بفصل الحركات المالية الطويلة والمتوسطة من جهة والقصيرة الأجل من جهة أخرى، حتى يتمكن المحلل من تشخيص التوازن المالي للمؤسسة ببعديّة القصير والطويل والمتوسط الأجل، إضافة إلى الآتي:

- ✓ احصاء الاستخدامات والموارد الجديدة؛
- ✓ تحليل التغيرات التي تمس ذمة المؤسسة؛
- ✓ تفسير الانتقال من الميزانية الافتتاحية إلى الميزانية الختامية؛
- ✓ تلخيص العمليات التي قامت بها المؤسسة وأثرها على الخزينة.

الفصل الثاني: التمويلات المتخصصة

يعتني التمويل المتخصص بصيغ تمويل بديلة لتلك التي تقدمها البنوك التقليدية أو سوق الأوراق المالية، فهناك فئة كبيرة من المؤسسات (خاصة الصغيرة والمتوسطة، الناشئة والمبتكرة) التي لا تلبى حاجياتها التمويلية من المصادر التقليدية، خاصة في المراحل الانشائية الأولى لها، ومن أهم الصيغ البديلة التي يقدمها التمويل المتخصص إلى جانب قروض الاستثمار وصدار الأسهم والسندات نجد التمويل برأس المال المخاطر في جانب التمويل بالمشاركات والتمويل التأجيري في جانب التمويل بالمداينات.

أولاً: قروض الاستثمار من طرف البنوك ومشكلة الضمانات: عند انشاء أي مؤسسة جديدة أو توسيع أو ترميم مؤسسة قائمة يحتاج صاحب المشروع إلى أموال لمزاولة نشاطه، وعند عدم توفر الأموال الذاتية الداخلية اللازمة أو عدم كفايتها قد يلجأ صاحب المشروع إلى الاقتراض، من أجل تغطية تكاليف التمويل، وتسمى هذه القروض: قروض الاستثمار لأنها موجهة إلى تغطية نشاط استثماري، إلا أن الحصول على هذه القروض يمر عبر تقديم ضمانات كافية للمقرض قد تأخذ هذه الضمانات شكل رهون (رهن عقاري أو حيازي)، ويتم طلب هذه الضمانات نتيجة ارتفاع المخاطر وطول مدة القرض.

1- قروض الاستثمار: تمول قروض الاستثمار الأصول الثابتة في الميزانية، فالبانك في هذه الحالة يجمد أمواله لفترة طويلة نسبياً، وقروض الاستثمار تكون أكثر خطورة من قروض الاستغلال وتنقسم قروض الاستثمار إلى متوسطة وطويلة الأجل.

1-1- تعريف قروض الاستثمار: هي قروض تمنح لتمويل المشاريع الاستثمارية المتوسطة أو طويلة الأجل كمشاريع استغلال الأراضي أو بناء المنشآت الضخمة لتحقيق أكبر إنتاج والذي يؤدي إلى أرباح طائلة.

1-2- خصائص قروض الاستثمار: تتميز قروض الاستثمار بـ:

- ✓ تتميز قروض الاستثمار بطول فترتها مما يعرض البنك لإمكانية عدم السداد مما يجعله يطلب تقديم ضمانات من قبل المنشآت المقترضة في صورة تعهدات لحماية نفسه من مخاطر عدم السداد؛
- ✓ يتم تسديد قروض الاستثمار على شكل دفعات (أقساط) محددة مسبقاً ومن خلال شروط متفق عليها؛
- ✓ تحمّل القروض بسعر فائدة يسدّد في مواعيد استحقاق الأقساط؛
- ✓ يقابل القروض غالباً ضمانات عينية في شكل أصول ثابتة كالأراضي، المباني والآلات...

1-3- أطراف قرض الاستثمار: يتميز قرض الاستثمار بارتباطه بمجموعة من الأطراف المتمثلين في:

- ✓ **المستفيد:** وهو مقدم ملف طلب القرض ويمكن أن يكون شخصاً طبيعياً أو معنوياً؛
- ✓ **الموضوع:** وهو موضع الاقتراض المتعلق بالمشروع الذي تم الاقتراض من أجله؛

✓ **المقرض:** وهو البنك مقدم القرض؛

✓ **الحاصل:** ويمثل الفائدة التي يجنيها الممول من تقديم الائتمان للمستفيد الذي يلتزم بتقديمها للمقرض؛

✓ **المدة:** وهي المدة التي يحصل فيها البنك أمواله أقل من سبع سنوات قروض متوسطة الأجل وفوق سبع سنوات قروض طويلة الأجل.

2- **أهداف قرض الاستثمار وأسباب اللجوء اليه:** نلخصها في الآتي:

2-1- **أهداف قرض الاستثمار:** تتمثل في:

✓ انشاء منشآه جديدة أو تصليح عتاد قديم؛

✓ رفع مستوى انتاج المؤسسة؛

✓ توفير منتجات محلية جديدة للسوق الوطنية كانت تستورد سابقا؛

✓ توفير الاحتياجات التمويلية للمؤسسة وتغطية العجز المالي؛

✓ زيادة حجم المشاريع الاستثمارية وزيادة حجم الربحية؛

✓ المساهمة في زيادة الدخل والتقليل من البطالة.

2-2- **أسباب اللجوء إلى قرض الاستثمار:** هناك مجموعة من الأسباب التي تدفع المؤسسات للجوء إلى هذا النوع من التمويل والتي نذكر منها:

✓ تغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة نظرا لعدم كفاية مواردها الداخلية؛

✓ طول فترة القرض (متوسط أو طويل الأجل)؛

✓ ضعف قدرتها المالية نتيجة ارتفاع الأجور، حجم الديون وانخفاض الأرباح.

3- **أنواع قروض الاستثمار:** تنقسم قروض الاستثمار إلى مجموعة أقسام نلخصها في الآتي:

3-1- **قروض متوسطة الأجل:** تمتد فترة هذا النوع من القروض بين سنتين وسبع سنوات وتمنح عادة من

أجل اقتناء معدات وألات ووسائل نقل لا تتعدى مدة إهلاكها مدة القرض المطلوب، كما يمول بعض

البناءات ذات التكلفة البسيطة والبنى التحتية الخفيفة والتي تحتاج إليها المؤسسات، يقدم هذا النوع من

القروض من قبل بنوك الايداع، بتوك الأعمال وبنوك الإقراض متوسطة وطويلة الأجل، وفي الجزائر

تتولى بنوك الايداع هذه العملية وتعتمد على مصادر مشكلة من الايداعات (الودائع الجارية) في مجملها.

ونميز بين شكلين أساسيين من قروض الاستثمار متوسطة الأجل:

✓ **قروض متوسطة الأجل قابلة للتعبئة (قابلة لإعادة الخصم):** يمكن للبنك المقرض إعادة خصم

هذه القروض لدى مؤسسات مالية أخرى أو لدى البنك المركزي في حالة حاجته الشديدة للسيولة

دون انتظار أجل استحقاق القرض وهو بذلك يمكنه تجاوز خطري تجميد الأموال والسيولة؛

✓ **قروض متوسطة الأجل غير قابلة للتعبئة:** في هذا النوع من القروض لا يمكن للبنك إعادة خصم القرض لدى مؤسسات مالية أخرى، لذلك فهو مجبر على الانتظار حتى يحل تاريخ استحقاق قرضه حتى يسترد كافة أمواله وفوائدها وفي هذه الحالة يمكن أن يتعرض البنك لخطري تجميد الأموال ونقص السيولة.

3-2- قروض طويلة الأجل: توجه هذه القروض لتمويل الأصول الثابتة الثقيلة كالأراضي المباني، العقارات.. وتمتد بين 8 سنوات و20 سنة وتمنح هذه القروض من قبل بنوك متخصصة كبنوك الأعمال، بنوك القروض المتوسطة والطويلة الأجل... ونظرا للمخاطر الكبيرة التي تحيط بهذه القروض تعمل البنوك المانحة للقروض على طلب ضمانات حقيقية قيمتها تفوق قيمة التمويل المطلوب من أجل التخفيف من حدة المخاطر، كما يمكن تقسيم المخاطر من خلال اشراك مجموعة من البنوك من أجل تشتيت المخاطر في عملية التمويل.

3-3- الاعتماد الاجباري: أو القرض الاجباري والذي ظهر في و.م.أ وتأخذ شكلين قرض اجباري منقول كالألات، المعدات ووسائل النقل، قرض اجباري غير منقول كالعقارات وهو عقد بين ثلاثة أطراف: المؤسسة الراغبة في التمويل، مورد الأصول وشركة القرض الاجباري (بنوك ومؤسسات مالية).

4- قروض الاستثمار في BDL بنك التنمية المحلية: يمنح البنك قروض استثمار متوسطة الأجل ويتكون ملف الطلب لقروض الاستثمار في بنك التنمية المحلية والبنوك الأخرى من:

✓ طلب خطي من الشركة يتم فيه تحديد صفة القرض المطلوب، قيمته، مدته والغرض منه والضمانات المقترحة ويوقع من المخول له تمثيل الشركة.

✓ **وثائق قانونية وإدارية:** تتكون من:

- نسخة طبق الأصل من السجل التجاري؛
- نسخة طبق الأصل من القانون الخاص بالشركات؛
- محضر اجتماع الجمعية العامة للمساهمين والذي يعطي للمدير أو المدير التنفيذي للشركة صلاحية الاقتراض، إن لم يكن هناك حكم في القانون الداخلي للشركة يعارض ذلك؛
- نسخة طبق الأصل للجريدة الرسمية للإعلانات القانونية؛
- نسخة طبق الأصل لقرار الملكية (منح أو استفاضة من قطعة الأرض).

✓ **الوثائق الضريبية والمحاسبية:** نلخصها في الآتي:

- دراسة تقنية، مالية واقتصادية شاملة للمشروع، عرض المشروع ودراسة السوق، حصائل وجدول حسابات النتائج المتوقعة؛
- الشهادات الضريبية والاجتماعية للثلاث أشهر الأخيرة؛
- الحصيلة مع الجدول يبين الثلاث أنشطة الأخيرة، عندما يتعلق الأمر بطلب قرض للتمديد أو التجديد؛
- تقرير محافظ الحسابات؛

- فاتورة شكلية و/أو عقد شراء المعدات؛
- تقدير مفصل للقيمة المادية لأشغال البناء والهندسة المدنية؛
- المراقبة الفنية و/أو وثائق تدعم وتبرز الأشغال المنجزة سابقا للعمل والوسائل المكتسبة.
- ✓ **الوثائق التقنية الآتية:**
- رخصة البناء؛
- الرسم المعماري (التصريح للاستئجار والدراسة الجيولوجية)؛
- مخطط انجاز المشروع.
- ✓ السماح بمعاينة المشروع من قبل مركزية الأخطار لبنك الجزائر.

5- **ضمانات قروض الاستثمار:** تتعلق بالضمانات الممنوحة من المقرض للبنك من أجل الحصول على الاقراض.

5-1- **مفهوم ضمانات قروض الاستثمار:** الضمانات البنكية هي وسيلة يمكن تقديمها من قبل المتعاملين من أجل الحصول على قروض هذا من ناحية ومن ناحية أخرى هي وسيلة اثبات حق البنك من أجل استرداد أمواله التي تم اقراضها بطريقة قانونية في حالة حدوث أو نشوب اختلاف بين الطرفين أو عدم تسديد المقرض لديونه. كما يمكن اعتبار الضمانات بمثابة تأمين للقرض من المخاطر التي قد يتعرض لها المقرض.

5-2- **أهمية الضمانات:** نلخصها في ما يلي:

- ✓ المحافظة على المركز المالي للبنك من خلال التقليل من القروض الصعبة الاسترجاع؛
- ✓ ضمان استرجاع قيمة الدين في حالات العسر المالي كالإفلاس وما شابه ذلك؛
- ✓ الحفاظ على سمعة البنك لدى المودعين وعدم الشك على قدرته في تسديد حقوقهم والوفاء بها عند طلبها؛
- ✓ التأكد من الوضع المالي والقانوني لزيائن البنك من خلال تقوية تعاملاته مع الزبائن الذي يتمتعون بوضع مالي جيد والتخلص من الزبائن ذوي الوضعيات المالية السيئة؛
- ✓ الأخذ بعين الاعتبار جميع التغيرات الاقتصادية، التجارية والسياسية الممكن حدوثها في أي لحظة والتي قد تؤثر على الوضع المالي للعميل ومنه على قدرته على السداد.

5-3- **أنواع ضمانات قروض الاستثمار:** يمكن تقسيمها إلى قسمين:

- ✓ **ضمانات شخصية:** وهو أن يتدخل شخص آخر بخلاف الضمان ويتعهد بالسداد في حالة عدم قدرة المقرض على السداد وفي هذه الحالة يلعب هذا الشخص دور الضامن وفي هذه الحالة نميز بين:
 - **الكفالة:** هي نوع من الضمانات الشخصية التي يلتزم بموجبها شخص معين بتنفيذ التزامات المدين اتجاه البنك إن لم يستطيع الوفاء بهذه الالتزامات عند حلول آجال الاستحقاق؛

• **الضمان الاجتماعي (الاحتياطي):** هو من الضمانات الشخصية على القروض ويمكن تعريفه بأنه التزام مكتوب من طرف شخص معين يتعهد بموجبة الالتزام بالتسديد. ومن هنا يتبين لنا أنه شكل من أشكال الكفالة ويختلف عنها في كونه يطبق في حالة الديون المرتبطة بالأوراق التجارية والمتمثلة في: السند لأمر، الشيكات، السفتجة، والهدف من هذا الضمان هو استرداد قيمة الورقة عند تاريخ استحقاقها.

✓ **الضمانات الحقيقية:** وتتمثل في ما يقدمه المقترض من أصول مادية أو مالية للحصول على الاقراض كالعقارات، المنقولات وغيرها من السلع والمنتجات المادية. وللضمانات الحقيقية شروط تتمثل في:

- وجود وثيقة قانونية تثبت حيازة الضمانات للمدين؛
- أن يكون للضمانات قيمة ثابتة أو متزايدة؛
- أن تكون الضمانات سهلة التقييم؛
- أن تكون الضمانات من السهل التنازل عنها؛

وتتمثل هذه الضمانات في:

- ✓ **الضمانات العقارية:** وتتم عن طرق الرهن العقاري؛
- ✓ **ضمانات المنقولات:** وتتم عن طرق رهن المنقولات؛
- ✓ **الضمانات المخولة حق الحيازة لصالح البنك:** بمعنى يصبح للبنك حق حيازة على الشيء المقدم كضمان ويبقى تحت حيازته حتى يسترد كامل حقوقه من المقترض ونميز هنا بين: (الرهن الواقع على السلعة، الرهن الواقع على السيولة النقدية، رهن الأصول المالية...؛
- ✓ **الضمانات والرهن غير المخولة لحق الحيازة للبنك:** كرهن المحل التجاري للمؤسسة يتحدد بدقة كموقع المحل وشهرته وحق الايجار والزائن، رهن العتاد والمعدات، رهن المشروع العام.

6- صندوق ضمان قروض الاستثمار في الجزائر

6-1- **نشأة صندوق ضمان الاستثمار:** أنشأ الصندوق الوطني لضمان قروض الاستثمار بمبادرة السلطات العمومية لدعم خلق وإنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك بتسهيل حصولها على القروض (المرسوم الرئاسي الصادر في 04-134 الصادر في 19 أفريل 2004 المحدد لهياكل الصندوق. تم تدعيم الصندوق برأس مال اجتماعي قيمته 30 مليار دينار جزائري وخاضع للاكتتاب بمبلغ 20 مليار دينار جزائري، ويسير 60 بالمائة منه من طرف الخزينة العمومية و 40 بالمائة من طرف البنك الوطني الجزائري، بنك الجزائر الخارجي، القرض الشعبي الجزائري، بنك التنمية المحلية وكناب بنك. من جهة أخرى، يسمح لكل البنوك ومؤسسات القرض للمساهمة في راس مال الصندوق (المادة 8 من المرسوم الرئاسي). ويساهم رسملتها العمومية وإدماج ضمانها المالي إلى ضمان الدولة بموجب قانون المالية 2009 في تعزيز ضماناتها وتجعل الصندوق من أهم الهيئات.

6-2- مهام صندوق ضمان الاستثمار: من أهداف الصندوق تقديم الضمانات للبنوك ومؤسسات القرض لتعويض القروض البنكية التي تقدمها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمويل كل تثبياتها للإنتاج والخدمات الرامية إلى خلق، توسيع أو تجديد أجهزة الشركة وهذا في حالة العجز عن تسديد الديون.

وتم تحديد القيمة القصوى للقرض الخاضع للضمان بـ 500 مليون دينار جزائري. وتحدد قيمة الضمان بـ 80 بالمائة من المبلغ المضمون.

بالنسبة للقروض الممنوحة لتمويل مشاريع الاستثمار فقد حددت بـ 60 بالمائة إذا ما تعلق الأمر بمؤسسة في حالة تطوير (توسيع أو تجديد أجهزتها) المادة 13 من المرسوم الرئاسي رقم 04-134 الصادر في 19 افريل 2004.

أما قيمة المنحة التي تصب في حساب الصندوق لتغطية الأخطار فقد حددت بـ 0.5 بالمائة من قيمة الخطر الذي سيحدثه ما تبقى من القرض غير المسدد تدفع أجزاء على مدار مدة القرض أو سنويا (المادة 14 و 15 و 16 من المرسوم الرئاسي المذكور أعلاه).

أما القروض الممنوحة من طرف البنوك التي لا تملك أسهما فيإمكانها أيضا أن تستفيد من الضمان من قبل الصندوق (المادة 10 المرسوم الرئاسي المذكور أعلاه).

الائتمانات الحقيقية و/أو الشخصية فهي تأخذ حسب حدود العناصر المؤسسة للمشروع. وانجاز الائتمانات والتكلفة المرتبطة المنصوص عليها في اتفاقية القرض يستفيد منها مؤسسة القرض والصندوق حسب الأخطار.

في 2011 دشّن الصندوق مرحلة جديدة في تنويع عروضها بموجب قرار السلطات العمومية منحها حرية تسيير صندوق ضمان لتغطية التمويل الفلاحي. يرتكز القرار على المادة 36 من قانون المالية التكميلي الذي منح للصندوق امكانية الاعتماد على اموال الدولة للوقاية من الاخطار.

تخول لصندوق ضمان الاستثمار للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تسيير لحساب الدولة ولكل هيئة مانحة كل الاموال الموجهة والمخصصة لضمان تمويل مختلف قطاعات النشاطات.

ويتم تسيير الاموال في اطار اتفاقية بين الصندوق والمانح (المادة 36 من القانون رقم 11-11 الصادر في 18 جويلية 2011 المتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2011).

6-3- شروط الاستفادة من الضمان: ان قروض الاستثمار التي تستوفي الشروط المحددة تستفيد من ضمان الصندوق.

✓ بالنسبة للمؤسسة: يخضع لضمان الصندوق القروض الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كما هو محدد في القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة رقم 01-18 الصادر في 12 ديسمبر 2001 والتي تستوفي الشروط التالية:

- المؤسسة الحديثة النشأة أو المؤسسة التي تتوفر على الأقل على تقييم حسابي و/ أو ضريبي يثبت أن المؤسسة في فترة تطوير أو توسيع نشاطاتها.
 - المؤسسة التابعة لكل قطاعات النشاطات باستثناء:
 - المشاريع التي تستفيد تميلها من اجراءات دعم من قبل الدولة مثل قطاع الفلاحة والصيد....؛
 - النشاطات التجارية؛
 - قروض الاستهلاك؛
 - المؤسسة التي يقل رقم أعمالها السنوي خارج الجباية عن 2 مليار دينار والتي لا يصل تقييمها السنوي 500 مليون دينار؛
 - المؤسسة المستقلة: هي المؤسسة التي لا يملك رأسمالها بـ 25 بالمائة وأكثر من طرف مؤسسة او أكثر والتي لا تتوفر على خصائص مؤسسة صغيرة او متوسطة.
- يأخذ بعين الاعتبار بهذه الشروط بداية من تاريخ ايداع الطلب لدى الصندوق اعتمادا على الوثائق والحسابات الأخيرة ، ولا يجب ان يكون التقييم الحسابي الأخير قد تم غلقه منذ 11 شهرا.

✓ بالنسبة للقرض: تستفيد من ضمان الصندوق:

- كل القروض الاستثمارية العقارية السكنية، التجهيزية والموجهة للتهيئة والتي تمتد مدة تسديده من 7 سنوات أو أقل بما فيما مدة التأخر؛
- القرض العقاري التي لا يمكن ان تتجاوز مدة التسديد 10 سنوات؛
- تصل حصة سقف القرض الخاضع للضمان 50 مليون دينار بالنسبة للقرض الذي يبلغ 200 مليون دينار .

✓ بالنسبة للأمانات: فقط عمليات الاستثمار المتعهددة بالائتمان هي التي تستفيد من ضمانات الصندوق.

✓ تجمع الائتمانات التي لها علاقة بهدف القرض الذي يستفيد من الضمان من طرف مؤسسة القرض وباسمها؛

✓ تستفيد من هذه الائتمانات مؤسسة القرض.

6-4- شروط الضمان : تتمثل في الاتي:

✓ لا يستفيد من ضمان الصندوق إلا مؤسسة القرض ولا يمكن في أي حال من الأحوال أن تطعن الشركة او الهيئة الضامنة او ترفض دفع كل أو جزء من ديونها؛

✓ يخضع ضمان الصندوق الى:

- شروط تحدد في اتفاقية القرض؛
- اجراءات اتفاقية الشراكة (الصندوق/ مؤسسة القرض)؛

- تفاديا لتراجع ضمان الصندوق لا تخضع شروط الاتفاقية الى أي تغيير دون اتفاق مسبق للصندوق.

كل تغيير للشروط المسبقة لغرض القرض دون موافقة صندوق الضمان يحق لهذا الاخير التراجع عن ضمان القرض. لا يستفيد من الضمان الا المؤسسة المانحة للقرض. ووفقا للإجراءات التي جاءت في المادة 5 من الشروط العامة للضمان وتفاديا لتراجع الصندوق عن ضمان القرض فكل تغيير في شروط تسديد القرض يجب اعلام الصندوق بها في أجل لا يتعدى شهر بداية من تاريخ التغيير.

5-6- **ملف طلب الضمان:** يقدم طلب ضمان القرض في استمارة متوفرة لدى الصندوق يتم تحميلها من الموقع الالكتروني لصندوق www.cgci.dz ومرفق بالوثائق التالية:

- ✓ نسخة من رخصة القرض الممنوح؛
- ✓ حسابات الأنشطة الثلاث الأخيرة المتعلقة بالتطوير أو توسيع نشاطات المؤسسة؛
- ✓ تقرير حول المؤسسة ومشروعها الاستثماري مع التركيز على:
- ✓ **المسير:** عمره، تكوينه، تجربته؛
- ✓ **الاطار التشريعي:** الشكل، توزيع راس المال، تسيير مؤسسات أخرى من قبل الشركاء؛
- ✓ **المشروع:** طبيعة الاستثمار، محتوى المشروع وتمويله، النظام والأهداف المسطرة؛
- ✓ **النشاط المجرى (السوق):** المنتجات، الزبائن، الممولين والمنافسين؛
- ✓ **ادوات الانتاج:** الخصائص الاساسية طرق التسيير (الادوات ملكية أو ايجار مالي)...؛
- ✓ **الديون:** جدول الالتزامات البنكية، طرق تسديد الديون؛
- ✓ **تعليقات خاصة بالتوقعات:** فرضيات، الصفقات الفائزة بها او المتوقع الفوز بها وطرق الاتجار.

ثانيا: التمويل التأجيري وكيفية حساب تكلفته ومقارنته مع الاقتراض: تعمل المؤسسات في معظم الحالات على تملك وسائل الانتاج وتجدر الاشارة هنا إلى أن تحقيق الانتاج ومن ورائه الأرباح يمر عبر استغلال واستخدام وسائل الانتاج وليس تملكها، ومن هنا يبرز مفهوم التمويل التأجيري الذي يتيح للمؤسسات استغلال وسائل الانتاج وتحقيق الأرباح دون تملكها.

1- **مفهوم التمويل التأجيري:** عمل القائمون على المشروعات والوحدات الاقتصادية على توفير وجلب الوسائل التي تخفف، تقلل من عبئ التمويل وذلك من خلال طرق مختلفة كالشراء والدفع بالتقسيط، أو تأجيل دفع الثمن كليا أو جزئيا... لكن هذه الاجراءات تتميز بمخاطر، ومع هذه المخاطر والصعوبات تم ابتكار طريقة جديدة للتمويل في جانبه المتخصص وهو تمويل بدون رأس مال والذي يعرف بالتمويل التأجيري أو التأجير التمويلي.

2- تعريف التمويل التأجيري: التأجير: من الاجارة وهي مشتقة من الأجر هذا لغة أما اصطلاحا فقد عرفتها المذاهب الأربعة كالآتي:

- ✓ الحنفية: هي عقد على المنافع بعوض؛
- ✓ المالكية: هي تملك منافع شئ مباحة لمدة معلومة بعوض؛
- ✓ الشافعية: هي عقد على منفعة معلومة مقصودة قابلة للبدل والاباحة بعوض معلوم؛
- ✓ الحنابلة: هي عقد على منفعة مباحة معلومة لمدة معلومة من عين معينة، أو موصوفة في الذمة، أو عمل معلوم بعوض معلوم.

أما التمويل فيرجع أصله إلى كلمة مول فهو مشتق من المال والمال هو ما يمتلك من كل شئ هذا لغة أما اصطلاحا: فهو يمثل الامداد بالأموال اللازمة في وقت حاجتها، أو هو تدبير الأموال أو الموارد اللازمة للنشاط الاقتصادي سواء كان من الموارد الذاتية للشخص أو من غيره.

أما التأجير التمويلي: فتوجد له مجموعة من التعريفات نذكر منها:

- ✓ هو اتفاق لتمويل واستخدام أصول رأسمالية CAPITAL ASSETS؛
- ✓ هو أسلوب من أساليب التمويل يقوم من خلاله الممول (المؤجر) بشراء أصل رأسمالي يتم تحديده ووضع مواصفاته بمعرفة المستأجر الذي يتسلم الأصل من المورد على أن يقوم بدفع قيمة ايجارية محددة للمؤجر كل فترة زمنية معينة مقابل استخدامه وتشغيله لهذا الأصل؛
- ✓ هو تمويل متوسط الأجل في شكل اتفاق بموجب عقد بين المؤجر والمستأجر يكون للأخير بموجب الحق في استخدام أصول المؤجر مقابل مبالغ مالية منتظمة لفترة محددة من الزمن وفي نهاية التأجير يكون للمستأجر الحق في شراء الأصل المؤجر.

3- أطراف، التزامات وخصائص التأجير التمويلي: يتميز التأجير التمويلي بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن باقي أنواع التمويل، وللتمويل التأجيري مجموعة من الأطراف الذين يؤثرون ويتأثرون به وفقا لمجموعة من الالتزامات التي تربط بعضهم ببعض.

3-1- أطراف التأجير التمويلي: يتمثل أطراف التأجير التمويلي في:

- ✓ المؤجر (شركة التأجير التمويلي): وهو الذي يشتري المنقولات أو العقارات حسب المواصفات المطلوبة من قبل المستأجر، ويمكن أن يكون المستأجر هو الممول وفي هذه الحالة يكون طرفين فقط للعقد، ويمكن أن يظهر أكثر من طرفين في العقد اذا كان المؤجر ليس الممول وكان مبلغ شراء الأصل كبير لا يمكن للمؤجر تأمينه وهنا يظهر طرف رابع هو المقرض؛
- ✓ المستأجر: وهو الذي يستفيد من الأصل الذي اختاره وحدد مواصفاته في نشاطه مقابل التزامه بدفع أقساط خلال فترة زمنية معينة؛

- ✓ **الممول أو المقاول أو المنتج:** وهو الذي يلتزم بتوفير الأصل محل الايجار (يصنعه، يشيده أو يبيعه) سواء كان منقولاً أو عقاراً حسب المواصفات المطلوبة من المستأجر وتربطه علاقة بين المؤجر (اتمام الصفقة) والمستأجر (خدمات ما بعد البيع، الصيانة، كيفية التشغيل...)
- ✓ **المقرض:** وهو البنك أو المؤسسة المالية الذي يتدخل كمولد في حالة ارتفاع سعر الأصل وعدم قدرة المؤجر على شرائه فيلجأ إلى الاقتراض.

3-2- خصائص التأجير التمويلي وصفاته: للتأجير التمويلي خصائص وصفات نلخصها في الآتي:

- ✓ **عقد رضائي:** الايجاب والقبول بين الطرفين؛
- ✓ **عقد تمويلي:** موجه لتمويل استثمار طويل أو متوسط الأجل؛
- ✓ **عقد ربحي:** يهدف من وراءه المؤجر استرداد قيمة الأصل وتحقيق هامش ربح؛
- ✓ **عقد الزامي:** الزاميته تكون للطرفين فإذا بطل التزام أحد الطرفين بطل التزام الطرف الآخر؛
- ✓ **عقد شخصي واحتمالي:** شخصي حيث يتم منح هذه الثقة في شخص ذي سمعة جيدة ومعروف ونفس الشيء بالنسبة للمستأجر الذي يعتمد على المؤجر الذي يوفر له الأصل حسب الشروط التي حددها، أما الاحتمال فيتمثل في نقل منافع ومخاطر ملكية العين المؤجرة إلى المستأجر.

3-3- التزامات التأجير التمويلي: نلخصها في التزامات خاصة بالمستأجر وأخرى بالمؤجر والتي تتمثل في:

- ✓ **الالتزامات الخاصة بالمستأجر:** تتمثل في:
 - الالتزام بدفع قسط الأجرة؛
 - الالتزام بالمحافظة على المأجور؛
 - رد المال المؤجر عند انتهاء العقد؛
 - الالتزام بدفع الضرائب المترتبة على المأجور والتأمين عليه؛
- ✓ **التزامات المؤجر:** تتمثل في ما يلي:
 - الامتناع عن رهن المأجور أو التنازل عنه، ما لم يتم الاتفاق مع المستأجر على غير ذلك خطياً؛
 - الامتناع عن نقل ملكية الأعيان المؤجرة أو التصرف فيها على أي وجه من الوجوه.

4- أنواع وأهمية التأجير التمويلي ومجالات تطبيقه

4-1- أنواع التأجير التمويلي: لقد تنوعت أشكال وأنواع التأجير التمويلي والتي نقسمها إلى:

- ✓ **حسب عدد الأطراف:** ونميز بين التمويل التأجيري بين طرفين ويكون بين المؤجر والذي يكون نفسه المنتج أو المقاول أو المورد والمستأجر والتمويل التأجيري المتعدد الأطراف ويكون فيه أكثر من طرفين كالمؤجر، المستأجر أو المورد أو المقاول، المقرض.

- ✓ **حسب الضمان:** ويتمثل في التأجير التمويلي بضمان الأصل لدى شركة التأمين مع تحمل أقساط التأمين لأحد الطرفين حسب الاتفاق والعقد وفي حالة هلاك العقد يتم استخدام التعويض في شراء أصل جديد وتأجيره للمستأجر؛
- ✓ **حسب موضوع الإيجار:** يميز بين التأجير التمويلي للعقارات كالأراضي وللمنقولات كالألات والمعدات؛
- ✓ **حسب مآل حق الملكية:** يميز بين نوعين: التأجير التملكي (الاجارة المنتهية بالتمليك) والتأجير التمويلي غير المنتهي بالتمليك؛
- ✓ **حسب إبرام العقد:** يميز بين تأجير تمويلي مباشر (يكون العقد مباشر بين الطرفين) وغير مباشر هو أن يكون موضوع الأصل غير متوفر لدى المؤجر فيشتره من طرف آخر ويؤجره إلى المستأجر؛
- ✓ **التأجير التمويلي اللاحق أو المرتبط (البيع مع اعادة الإيجار).**

4-2- الفرق بين التأجير التمويلي والتأجير التشغيلي: نلخص أهم الفروق بين التمويلين في الجدول رقم 04.

الجدول رقم 04: الفرق بين التأجير التمويلي والتأجير التشغيلي

عناصر المقارنة	التأجير التمويلي	التأجير التشغيلي
مدة العقد.	طويلة تصل إلى العمر الافتراضي للأصل.	مدة العقد قصيرة وعادة ما تجدد سنويا.
مسؤولية تقادم الأصل.	يتحمل المستأجر مسؤولية عدم صلاحية الأصل سواء بالهلاك أو التقادم.	يتحمل المؤجر مسؤولية عدم صلاحية الأصل سواء بالهلاك أو التقادم.
الصيانة والتأمين.	على عاتق المستأجر طوال فترة العقد.	على عاتق المؤجر طوال فترة العقد ما لم يتم خلاف ذلك في العقد.
العلاقة بين المؤجر والمستأجر.	متشابهة ومعقدة وهم بحاجة إلى قانون ينظم ذلك ويحافظ على حقوق كل طرف طوال فترة العقد الطويلة نسبيا.	سهلة ولا تثير مشاكل نظرا لقصر مدة العقد.
مآل الملكية.	للمستأجر ثلاث خيارات: - اعادة الأصل للمؤجر؛ - أن يعيد تأجير الأصل مرة أخرى؛ - شراء الأصل من المؤجر.	لا يجوز للمستأجر شراء الأصل أو تملكه في نهاية مدة العقد بل يعود للمؤجر ويمكن اعادة استئجاره.
نظام الغاء التعاقد.	لا يجوز الغاء عقد الإيجار خلال المدة المتفق عليها في العقد من طرف أحد طرفي العقد.	يجوز الغاء عقد الإيجار من طرف المستأجر خلال المدة المتفق عليها في العقد وفي هذه الحالة يلتزم المستأجر بسداد الإيجار عن فترة استغلال الأصل.
حقوق الملكية.	المؤجر.	المؤجر.

المستأجر .	المستأجر .	حقوق الاستخدام الاقتصادي .
المستأجر بخلاف ان كان الأصل حاضرا لدى المؤجر .	المستأجر .	اختيار ممول الأصل .

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على:

- هشام دباح، المفاضلة بين التمويل المباشر وغير المباشر في تمويل المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2012/2011، ص 104.

4-3- أهمية التأجير التمويلي ومزاياه: للتأجير التمويلي أهمية كبيرة سواء بالنسبة للمؤجر أو المستأجر أو الاقتصاد الوطني.

✓ **أهمية التأجير التمويلي بالنسبة للمستأجر:** يسمح التأجير التمويلي بالحصول على الأصل دون تملكه، يوفر له بديل للتمويل؛

✓ **أهمية التأجير التمويلي بالنسبة للمؤجر:** يوفر التأجير التمويلي ضمانا لمخاطر التمويل التي قد يتعرض لها المؤجر، الحصول على اعفاءات ضريبية وجمركية، الحصول على تدفقات نقدية مضمونة ومستمرة؛

✓ **أهمية التأجير التمويلي بالنسبة للاقتصاد الوطني:** يساهم التأجير التمويلي في تنشيط الاقتصاد الوطني من خلال تعجيل اقامة المشروعات نضرا لسرعة الحصول على الأصل، زيادة درجة المنافسة بين المشروعات نتيجة هيمنة بعض الشركات لامتلاكها الأصول الانتاجية الباهظة الثمن لكن التأجير التمويلي سهل للمؤسسات الراغبة في مزاوله نشاط معين الحصول على الأصل الانتاجي، انتشار ثقافة تحقيق الربح دون تملك الأصل، تخفيف العبئ على ميزان المدفوعات في حالة التأجير التمويلي خارج الحدود.

4-4- مجالات تطبيق التأجير التمويلي: يطبق التأجير التمويلي في جانبين العقاري (العقار المبني سابقا، أو المراد بناؤه) والمنقول (مجالات الزراعة، الصناعة، الخدمات... كالجارات، الآلات، السيارات المعدات...).

5- اجراءات ابرام عقد التأجير التمويلي وأسباب انتهائه: أي عقد تمويلي يمر عبر مجموعة من الخطوات والاجراءات حتى يستوفي شروطه القانونية، إلا أن هناك أسباب قد تؤدي إلى فسخ وانهاء هذا العقد مما يؤدي إلى بطلانه.

5-1- اجراءات ابرام عقد التأجير التمويلي: يمر اجراء عقد التأجير التمويلي بثلاث مراحل أساسية تتمثل في الآتي:

✓ **دراسة العملية:** من خلال تقدم المستأجر بطلب للمؤجر مع تحديده لجميع الخصائص الخاصة بالأصل المراد استئجاره، مع توضيحه لكل كبيرة وصغيرة تتعلق به أو نشاطه، وصولاً إلى دراسة المؤجر للملف وبيان موقفه منه؛

✓ **تنفيذ العملية:** وتكون من خلال موافقة المؤجر وتوفيره للأصل المطلوب وإبرام العقد وتسليم الأصل إلى المستأجر؛

✓ **انتهاء عملية التأجير التمويلي:** بنهاية مدة العقد تكون نهاية عملية التمويل التأجيري ويكون أمام المؤجر إما إعادة التأجير أو عدم التأجير أو تملك الأصل.

5-2- أسباب انتهاء عقد التأجير التمويلي: نلخصها في الآتي:

✓ **الانتهاء الاختياري** باتفاق الطرفين قبل انقضاء مدته؛

✓ **الانتهاء الاجباري** إما بالهلاك الكلي للأصل، أو إخلال أحد الطرفين ببند العقد.

6- **التأجير التمويلي عيوبه والمستفيدون منه:** تتوفر كل أنواع التمويل على خصائص ومزايا تستفيد منها مجموعة من الأطراف، إلا أنها لا تخلو من العيوب السلبية. وباعتبار التأجير التمويلي صنف من أصناف التمويل فهو يتوفر على مجموعة من العيوب سواء بالنسبة للمؤجر أو المستأجر، كما أنه يتميز بمجموعة من المزايا التي يستفيد منها جميع الأطراف.

6-1- **عيوب التأجير التمويلي:** نلخصها في الآتي:

✓ **فبالنسبة للمؤجر** خسارته في بعض الحالات المدة المتبقية من العمر الاقتصادي للأصل (العين المؤجرة) في حالة عدم شراء الأصل من قبل المؤجر وعدم إعادة تأجيره؛

✓ **بالنسبة للمستأجر** عدم التوازن بين التزامات وحقوق عقد التأجير التمويلي لصالح المؤجر، إذ يتحمل المستأجر كافة الالتزامات العقدية، في بعض الحالات قد يعتمد المؤجر على القرض من أجل اقتناء الأصل وهذا ما يؤدي إلى تحميل فوائد القرض بطريقة غير مباشرة على المستأجر، صعوبة اجراء تحسينات على الأصل المستأجر دون الرجوع إلى موافقة المؤجر، ارتفاع تكلفة الاستئجار في الأجل الطويل عن تكلفة الشراء والتملك؛

6-2- **المستفيدون من خدمات التأجير التمويلي:** يستفيد من خدمات التأجير التمويلي كل من:

✓ **المؤسسات والشركات والمصانع** على اختلاف أشكالها القانونية؛

✓ **الأفراد** من أصحاب المهن والصناعات الجديدة أو القائمة؛

✓ **الموظفين، الأطباء، المحامين والمهندسين؛**

✓ **أصحاب الشاحنات، الرافعات، الجرافات، ومؤسسات النقل والشحن؛**

✓ **كافة المشاريع والصناعات الإنتاجية** على مختلف مجالاتها.

7- **تكلفة التمويل:** تعتبر التكلفة من المفاهيم الأساسية في القرارات التمويلية سواء من الناحية النظرية أو الحسابية وهي تمثل تكلفة رأس المال الكلي للمؤسسة.

7-1 **تكاليف التأجير التمويلي:** وهو أدنى عائد يمكن تحقيقه على التثبيتات الممولة بواسطة التمويل التأجيري وهو المعدل r الذي تتساوى فيه القيمة الحالية التي تتحملها المؤسسة مع القيمة الحالية للدفعات (بعد خصم الضريبة) مضافا إليه ما تفقد المؤسسة من اقتصاد الضرائب على الاهتلاكات خلال مدة عقد التأجير التمويلي مضافا إليه قيمة إعادة الشراء الأصل في نهاية عمره الاقتصادي، وتحسب تكلفة التأجير التمويلي من خلال العلاقة:

$$V_0 = L_i(1-T) + A_i T / (1+r)^i + R_n / (1+r)^i$$

حيث أن:

V_0 : القيمة الحالية الصافية للاستثمار (قيمة التجهيزات و الآلات)؛

L_i : الدفعة (الإيجار أو التأجير) التي سوف تدفع في السنة i ؛

T : معدل الضريبة على أرباح المؤسسات؛

A_i : الاهتلاكات السنوية للأصل فيما لو كانت المنشأة مالكة له؛

R_n : القيمة المتبقية من الأصل في نهاية العقد؛

r : تكلفة الاستئجار (معدل العائد المساوي بين قيمة الأصل وقيمة التدفقات الحالية لعناصر الأصل المستأجر)

7-2 **تكلفة التمويل التأجيري المنتهي بالتمليك:** يمكن حسابها استنادا إلى الفرق بين مجموع ايجارات الأصل وبين قيمة شراء الأصل نقدا وفقا للعلاقة الآتية:

$$r_i = \frac{\sum_{i=1}^n L_i - A}{A * n} * 100$$

حيث أن:

L_i : قسط الإيجار؛

A : ثمن شراء الأصل نقدا؛

n : متوسط مدة الإيجار؛

r_i : معدل تكلفة التأجير المنتهي بالتمليك.

7-3 **مقارنة التأجير التمويلي المنتهي بالتمليك مع التمويل التقليدي عن طرق الاقتراض:** نلخصها في الجدول رقم 05.

الجدول رقم 05 المقارنة بين التمويل التأجيري والتمويل عن طريق الاقراض

وجه المقارنة.	التمويل التأجيري.	التمويل عن طرق الاقراض.
طبيعية التمويل.	تمويل عيني (تقديم أصول) متخصص.	تمويل نقدي في شكل قروض.
مدة التمويل.	متوسط إلى طويل الأجل.	قصير، متوسط أو طويل الأجل.
أطراف العقد.	طرفين (المؤجر والمستأجر) أو أكثر (المؤجر، المستأجر، المورد أو المنتج أو المقاول والمقرض).	البنك أو المؤسسة المالية المقرضة والمقرض.
مخاطر التمويل.	أقل خطورة.	أكثر خطورة.
العوائد والفوائد.	أقساط للمؤجر وأرباح للمستأجر.	فوائد للمقرض وأرباح للمستثمر.
العدالة.	أكثر عدالة.	أقل عدالة.
المستفيدون منه.	كافة الأفراد أصحاب المهن، كافة المؤسسات والشركات خاصة الصغيرة والمتوسطة، المصانع.	كافة التمويلات ذات الطابع الاستثماري أو الاستهلاكي أو التشغيلي.
الجهات المقدمة للتمويل.	البنوك، المؤسسات المتخصصة في التأجير التمويلي.	البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة.
الضمانات.	الأصل.	ضمانات مادية.
مصادر الأموال.	المؤجر أو المؤجر والمقرض.	البنك أو المؤسسة المالية.
حجم المؤسسات.	مختلف الأحجام.	المتوسطة والكبيرة.
الأطوار.	الأولى المبتدئة.	اللاحقة.
الكفاءات.	مالية فقط.	مالية وتقنية.

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على:

- هشام دباح، المفاضلة بين التمويل المباشر وغير المباشر في تمويل المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2012/2011، ص 104.

- هوارى معراج وعمر حاج سعيد، التمويل التأجيري، المفاهيم والأسس، الطبعة الأولى، كنوز المعرفة، عمان، الأردن، 2013.

ثالثا: بنوك الاصدار ودورها في تغطية الاصدارات: نميز بين نوعين من بنوك الاصدار: البنوك المركزية التي تصدر النقود وبنوك الاستثمار التي تصدر الأوراق المالية.

1- البنك المركزي: يعتبر البنك المركزي المؤسسة الأساسية في الجهاز المصرفي والتي يعتبر نشأتها من أحدث صور تطور النظام المصرفي

1-1- تعريف البنك المركزي: هو تلك المؤسسة التي تشغل مكانا رئيسا في سوق النقد حيث يمدّه بالدعم وينظم حركته ونشاطه وفقا لسياساته، ومن الناحية الوظيفية فهو بنك اصدار، بنك البنوك وبنك الدولة إلى جانب كونه أداة إشرافية ورقابية على الجهاز البنكي ككل.

1-2- خصائص ومزايا البنك المركزي: قدم البنك المركزي مجموعة من المزايا للمتعاملين ويتصف بمجموعة من الخصائص ويمكن تلخيص ذلك في:

- ✓ أصبح اصدار النقد يتم بطريقة منظمة ومضمونة؛
- ✓ أصبحت هناك ثقة لدى المتعاملين في النقود التي يتم اصدارها؛
- ✓ يمكن للبنك المركزي التأثير في حجم وكتلة النقود من خلال سياساته المختلفة (احتياطي اجباري، سوق ما بين البنوك وسعر اعادة الخصم)؛
- ✓ يصدر النقود القانونية أي تحويل الأصول الحقيقية إلى نقدية وهو السلطة الوحيدة المخول لها ذلك ويمكن أن تكون له فروع لتسهيل مهامه؛
- ✓ لا يتعامل البنك المركزي مع الأفراد لأنه بنك للبنوك ولا يمكنه منافستها؛
- ✓ هدفه خدمة السياسة الاقتصادية العامة حتى في الاقتصاديات الرأسمالية؛
- ✓ له القدرة على تحويل الأصول النقدية إلى أصول حقيقية والعكس؛
- ✓ كل الاصدارات لها مقابل تغطية.

2- وظائف البنك المركزي: للبنك المركزي 3 وظائف أساسية (بنك الاصدار ، بنك البنوك وبنك الحكومة).

1-2- وظيفة الاصدار وتطورها وتركزها في البنوك المركزية: تعد وظيفة الاصدار أولى الوظائف التي عرفها البنك المركزي والتي سايrote في تطوره وهي الوظيفة التي تميزه عن بقية البنوك لاحتكاره لها، وقد مر وارتبط تطور هذه الوظيفة بتطور الدول والبنوك، حيث كانت الدولة تحتكر اصدار النقود لها ولكن تدريجيا تم منحها للبنوك ولكن بطريقة منظمة ولم تكن محصورة في السابق في بنك واحد حيث كانت يشارك فيها أكثر من بنك، ولكن مع مرور الزمن زادت اجراءات التنظيم وتم استحداث بنوك خاصة بذلك وهي بنوك غير عادية تسمى بنوك مركزية للقيام بعملية الاصدار، كانت أولى الدول السباقة إلى الإجراء الأخير هولندا في 1814، بريطانيا 1844، فرنسا 1848 قبل أن تنتشر في باقي دول العالم.

2-2- أسس اصدار النقود: نميز بين:

- ✓ الأساس النظري: مرتبط بثلاث مدارس رئيسية:
- الأساس المصرفي: نادى أصحاب هذا الأساس بحرية الاصدار بحيث أن تغير حجم الاصدار يتغير وفقا لحجم الطلب عليه تلقائيا ومن عيوب هذا الأساس هو خلق زيادة غير مرغوب فيها في كمية النقود والائتمان في أوقات الرواج ونقص غير مرغوب فيه في أوقات الكساد؛
- الأساس النقدي: ويرى أصحاب هذه النظرة أن اصدار النقود لا بد أن يكون محدود بكمية من النقود التي في حوزة البنك وهذا ما يؤدي إلى زيادة كمية النقود المصدرة في حالة زيادة حجم

واحتياجات الدولة من الذهب والعكس بالعكس، وما يعاب على هذه النظرة هو عدم أخذها بعين الاعتبار فترات الرواج والكساد ومتطلبات التجارة الخارجية والقطاعات الاقتصادية؛

- **وضع قيود على عملية الإصدار:** ترى هذه النظرية أن يخضع حجم الإصدار لحجم الطلب اللازم لتمويل المعاملات، دون أن تكون المسايرة إلى نهاية المطاف صعوداً أو هبوطاً بمعنى على البنك المركزي التدخل من أجل أن تتماشى سياسة الإصدار مع السياسة النقدية المرغوب فيها وفقاً لأدواته، وتعتبر هذه السياسة المستخدمة حالياً كونها الأفعى والتي لم تتعرض إلى انتقادات.

2-3- مقابلات الإصدار النقدي: إن قواعد الإصدار في معظم دول العالم تدور حول إصدار البنك المركزي كمية من النقود كخصوم تقابلها أصول حصل عليها بقدر قيمتها وتتعدد وتتشكل من: الذهب، عملات أجنبية وأذون الخزينة.

3- تغطية الإصدارات وأنظمتها: تتمثل أنظمة الإصدار في:

✓ **نظام غطاء الذهب الكامل:** ومن خصائص هذا النظام: (يتكون الغطاء من الذهب فقط، يلعب النقد الورقي دور النقد النائب، يتحدد حجم النقد الذي يتم إصداره ومعدل تغيره بحجم الغطاء الذهبي ومعدل تغيره)؛

✓ **نظام الإصدار الجزئي الوثيق:** ومن خصائصه أنه أكثر مرونة من النظام الذهبي حيث يتضمن عنصرين من الغطاء هما السندات الحكومية والذهب، يسمح بتغطية مقدار ثابت من القبول التي يتم إصدارها بأوراق حكومية؛

✓ **نظام غطاء الذهب النسبي:** ومن مميزاته أنه استمر في وجود الذهب في التغطية ولكن بأهمية أقل مقارنة مع النظام السابق وبمرونة أكثر؛

✓ **نظام الحد الأقصى للإصدار:** أصبح نظام الإصدار وتغطيته تتكون من مجموعة من العناصر والتي من بينها الذهب مع تحديد الحد الأقصى من الإصدار بواسطة نوع معين من عناصر التغطية؛

✓ **نظام الإصدار الحر:** في هذا النظام أصبح قانون الإصدار لا يخضع لحجم محدد من النقد الذي يتم إصداره بل يخضع لإرادة السلطة النقدية وفقاً للأهداف التي تسعى لتحقيقها.

4- بنوك الاستثمار: وهي البنوك التي تتولى تقديم جملة من الخدمات المالية إلى الشركات والمؤسسات المالية وأحياناً إلى البلدان والحكومات. وهي مؤسسات مالية متخصصة في بيع الأوراق المالية الجديدة لعامة المستثمرين. وهي المتعامل الرئيسي في سوق رأس المال الأولي.

4-1- تعريف بنوك الاستثمار: تتنوع بنوك الاستثمار وتنوع أنشطتها والبنوك التي نقصدها هنا هي بنوك التثبيبات التي تعمل في مجال الأسواق المالية والتي تعرف على أنها: مؤسسات مالية تقوم بأنشطة

إصدار الأوراق المالية في الأسواق المالية. من خلال نيابتها عن الشركات بإصدار الأوراق المالية وطرحها في أسواق الإصدار وفق نشرة الاكتتاب وتقوم بالشراء والبيع في أسواق التداول إلى جانب قيامها بأعمال الاستحواذ والاستشارات المالية.

4-2- وظائف بنوك الاستثمار: تتمثل وظائف بنوك الاستثمار في الآتي:

- ✓ **بيع الأوراق المالية:** تقوم بنوك الاستثمار ببيع الأوراق المالية والتي تكون إما أسهم أو سندات ويتم ذلك عبر مرحلتين من خلال الطرح الأولي للأوراق المالية للاكتتاب العام أو الخاص والمرحلة الثانية من خلال ضخ كميات أخرى من نفس الورقة لاستكمال عملية الطرح الكامل للورقة وتعمل بنوك الاستثمار على اختيار التوقيت المناسب لعمليات الطرح؛
- ✓ **الاستحواذ على حصص ونسب من أسهم الشركات:** تستغل بنوك الاستثمار تواجدها في البورصة من خلال شراء أسهم مؤسسات عند انخفاض أسعارها لتكون بذلك عضواً في مجالس إدارتها إضافة إلى تحقيقها أرباح كبيرة جراء هذا الاستثمار باعتبارها تحمل أغلبية أسهم أو سندات هذه المؤسسات، كما يمكنها أن تقوم ببيع هذه الأسهم والسندات عند ارتفاع الأسعار لتحقيق أرباح كبيرة في حالة ارتفاع الأسعار؛
- ✓ **مركز للخدمات والتثبيبات المالية:** تقوم بنوك الاستثمار بتقديم خدمات واستشارات للشركات صاحبة الأوراق المالية من خلال تحليل الأوراق من حيث المكاسب والخسائر، كما تقوم نيابة عن العملاء بالاكتتاب سواء كان طرح أولي أو زيادة رأس مال الشركة.

4-3- خطوات إصدار الأوراق المالية ذات الاكتتاب العام: تتمثل أهم الخطوات في:

- ✓ حدوث اجتماع بين المؤسسة المصدرة وبنك الاستثمار من أجل المناقشة واتخاذ قرار الإصدار؛
- ✓ القيام بالدراسات والإستقصاءات بواسطة متخصصين في النواحي: القانونية، المحاسبية والهندسية ونواحي أخرى مرتبطة بالشركة؛
- ✓ تحديد شروط الإصدار ما عدا الأسعار؛
- ✓ قيد الإصدار في الأوراق المالية بالبورصة (موافقة البورصة)؛
- ✓ تحديد أسعار بيع الأوراق المالية ويتم ذلك كالتالي:
- إذا كانت الشركة تلجأ للحصول على الأموال عن طريق الاكتتاب العام في الأوراق المالية، تتم المفاوضات بين الشركة وبنك الإصدار هذا بالنسبة للشركة الجديدة التي لم يسبق لها إصدار أوراق مالية؛
- إذا كان للشركة أسهم متداولة في البورصة وكانت تحتاج إلى إصدار جديد فإن متعهد التغطية أو الإصدار (بنك الاستثمار) يوافق على شراء هذه الأوراق بسعر أقل بعدة نقاط عن سعر الإقفال لليوم الذي يسبق الإصدار؛

- يفضل بنك الاستثمار السعر المنخفض وتحقيق معدل عائد مرتفع بينما يرغب المصدر تحقيق عكس النتائج التي يسعى اليها البنك؛
- نظرا لوجود منافسة بين بنوك الاستثمار يضطر البنك المشتري قبول أسعار قريبة من مستويات الأسعار القريبة في السوق المتعلقة بالأوراق المالية لهذه الشركة؛
- تكوين اتحاد لمتهدي تغطية الاكتتاب: يكون هذا الاتحاد في حالات ارتفاع المخاطر وارتفاع حجم الاصدارات ويهدف هذا الاتحاد إلى تقاسم المخاطر وتغطية تكاليف التغطية الضخمة؛
- ✓ تكوين جماعة البيع (300 و 400 تاجر أو وسيط) ومدة البيع (ثلاثون يوما أو أطول) والسعر الذي تحدده ادارة الاكتتاب يوميا وبعد ذلك يتم عملية الافتتاح من خلال انزال الأوراق المالية، ويتحصل في مقابل ذلك أعضاء جماعة البيع على عمولات.

4-4- تغطية الاصدارات: تقوم بنوك الاستثمار بتغطية الاكتتابات حيث يتحمل مسؤولية كبيرة في حالة تفاوله بأكثر من اللزوم مما يفقده ثقة المستثمرين مستقبلا. وتتم عملية التغطية الضمانة من خلال شراء الاصدار الجديد ودفع القيمة للشركة المصدرة للأوراق المالية أو التعهد لها بدفع المبلغ ثم يقوم بتسويق هذا الاستثمار بالأسعار المتفق عليها وبالتالي فهو يتحمل المخاطر الناجمة عن تقلب أسعار الأوراق المالية التي قام بتغطيتها إلى غاية انتهائه من بيعها وبالتالي فتعتبر تغطيته لعملية الاصدار ضمان لجودة الإصدار وعدالة سعره، وفي مقابل التغطية يتحصل على عمولة هي الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع للمستثمرين. وفي بعض الحالات يشترك أكثر من بنك استثمار في شراء الاصدار من أجل تقاسم المخاطر في حالة انخفاض الأسعار ومن أجل سرعة بيع هذا الاصدار للمستثمرين النهائيين.

رابعا: التمويل عن طريق رأس المال المخاطر: يعبر التمويل عن آلية انتقال الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، إلا أن هذه الآلية في صيغها القديمة أصبحت لا تلبي رغبات جميع طالبي التمويل، الأمر الذي شجع وساهم في ظهور صيغ تمويلية حديثة أكثر تخصصا تطرح بدائل تمويلية جديدة للمستثمرين، ومن أهم هذه الصيغ نجد التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

1- مفهوم رأس المال المخاطر ونشأته: تعتبر بيئة التمويل صعبة على المؤسسات الناشئة أو المبتكرة أمام المؤسسات الكبيرة والقائمة والتي تمتلك مركز مالي جيد والتي تكون أكثر قدرة على الحصول على التمويل التقليدي خاصة التمويل عن طريق القروض نتيجة المخاطر التمويلية القليلة، أما المؤسسات الحديثة، الناشئة والتي تتميز بدرجة عالية من المخاطر فتعتمد إما على التمويل الذاتي والذي لا يكفي عادة من أجل تغطية المراحل التمويلية للمشروع خاصة المراحل الأولى منها أو عن طريق مساعدات الأقارب، الأصدقاء والمؤسسات الخيرية... والتي لا تكفي لتغطية احتياجات المشروع. ومن هنا ظهر

مفهوم التمويل عن طريق رأس المال المخاطر كتمويل متخصص موجه للمؤسسات المبتكرة والناشئة والتي تتميز بدرجة عالية من المخاطر.

ظهر رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية في السنوات التي تلت الحرب العالمية الثانية لدعم المواهب المقاولية وللاستجابة إلى الاحتياجات التمويلية للأفكار والمنتجات التكنولوجية كبديل للصيغ التمويلية التقليدية السائدة التي ترفض تمويل المشاريع المرتفعة المخاطر.

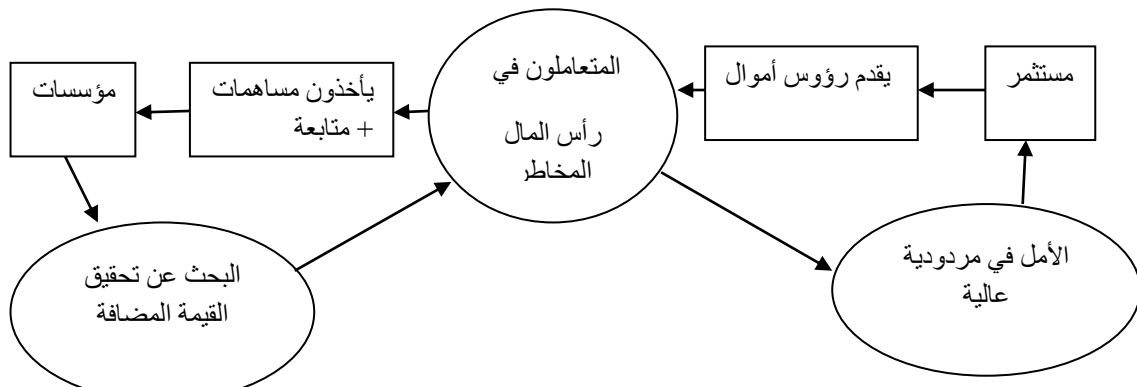
2- تعريف رأس المال المخاطر: رأس المال المخاطر هو نمط تمويلي متميز يقدم الأموال للمشاريع الناشئة ذات التكنولوجيات العالية التي تنسم عادة بسرعة نموها. كما يعرف على أنه:

- ✓ حسب الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر NVCA: استثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة الأجل في منشآت تملك استعدادات قوية منجز من طرف مستثمرين متخصصين؛
- ✓ حسب الجمعية الفرنسية للمستأجرين برأس المال AFIC هو استثمار محقق من طرف مستثمرين برأس المال بواسطة الأموال الخاصة وشبه الخاصة في منشآت ناشئة وفي طور الانجاز تتضمن محتوى تكنولوجي كبير.

3- مؤسسات رأس المال المخاطر: هي المؤسسات التي تستثمر رؤوس الأموال المخاطرة في كافة الأحجام والقطاعات، لكن معظم مؤسسات رأس المال المخاطر تستثمر ضمن مراحل وقطاعات خاصة. وتعد هذه المؤسسات في الاقتصاديات المعاصرة من أهم وسائل التدعيم المالي والفني للمشروعات الناشئة والجديدة، ذلك لقدرتها على التعامل مع المخاطر بأسلوب سليم وسريع يرجع أساسا إلى خبرتها وامكانياتها الواسعة على اعتبار أنها مؤسسات متخصصة في مجال التمويل.

4- مبدأ وأساس شركات رأس المال المخاطر: الشكل رقم 01 يوضح مبدأ وأساس رأس المال المخاطر

الشكل رقم 01: مبدأ وأساس شركات رأس المال المخاطر



المصدر: محمد أمين دنداني، فرص نجاح نظام المشاركة الاسلامي بالمقارنة مع نظام رأس المال المخاطر - دراسة مقارنة -، مذكرة ماجستير في علوم تسيير فرع مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2012/2011.

من الشكل يمكننا تلخيص إجراءات التمويل عن طريق شركات رأسمال المخاطر : في مرحلة أولى من نشاط هذا النوع من الشركات، تقوم هذه الأخيرة بتجميع الموارد المالية ومن هنا تظهر قدرة المساهمين في هذه الشركة ومهارتهم في تجميع الأموال وجذب المستثمرين. وبعدها تأتي مرحلة البحث التي يتمثل هدفها في إدارة ملفات الترشيح التي تقدم من طرف المشروعات الطالبة لهذا النوع من التمويل، ثم يتم تصنيف الملفات واختيار المشروعات الأنسب لهذا التمويل وتحديد مرحلة وكيفية تدخلها في المشروعات المستفيدة وفي مرحلة أخرى في إطار ممارسة هذا النشاط التمويلي تقوم شركات رأسمال المخاطر بإعادة بيع الاشتراكات للخروج من المشروعات الممولة، لتعيد طرح اشتراكاتها في السوق التمويلي.

5- أطراف التمويل برأس المال المخاطر: يتكون أطراف التمويل برأس المال المخاطر من:

- ✓ **الرائد أو المقاول:** وهو صاحب فكرة ذات توجه ربحي يتميز بمبادرته، تحمسه ومجازفته لتطوير أفكاره وتحويلها إلى حقيقة في الواقع؛
- ✓ **صندوق رأس المال المخاطر:** وهو وعاء استثماري مشترك يتكون من أموال المستثمرين أو المخاطرين الذين يمتلكون مدخرات على المدى الطويل (بنوك، شركات التأمين والتقاعد، صناديق الاستثمار، صناديق المعاشات...؛
- ✓ **مدير صندوق رأس المال المخاطر:** قد يكون فرد أو مؤسسة مالية ومن مميزاته أنه يمتلك قدر عال من الخبرة المالية، الفنية والإدارية.

6- خصائص رأس المال المخاطر: نلخصها في ما يلي:

- ✓ **تمويل شبه مباشر (وساطة مالية):** كونه يقدم عن طريق وسيط مالي متخصص والوساطة هنا هي وساطة مالية استثمارية تبحث عن الفرص الواعدة للاستثمار وليست وساطة مالية مصرفية تبحث عن السيولة وتحقيق عوائد من خلال الفوائد؛
- ✓ **تمويل خارجي:** حيث لا يوجد انفصال بين الإدارة والملكية في إدارة المشروع الممول؛
- ✓ **تمويل جماعي:** فصندوق رأس المال المخاطر وعاء جماعي (محفظة استثمارية جماعية)؛
- ✓ **تمويل خطر:** يتسم التمويل برأس المال المخاطر بدرجة عالية من المخاطر خاصة خلال المراحل الأولية للمشروع؛
- ✓ **تمويل في المشاريع الناشئة:** هو موجه للمشروعات المبتكرة الناشئة التي تكون في مراحلها التمهيدية؛
- ✓ **تمويل متوسط أو طويل الأجل:** هو استثمار طويل الأجل يبحث عن أقصى عائد قبل مرحلة التراجع للمشروع؛

7- أهمية رأس المال المخاطر وأهدافه: تتمثل أهمية رأس المال المخاطر في دعم المشروعات الجديدة والتقنية وتنمية الموارد البشرية مع الاستخدام الأمثل لقدراتهم وكفاءاتهم وتشجيع مبادراتهم وخلق فرص

العمل، تطوير أفكار مبتكرة خاصة في المجالات التكنولوجية الجديدة وتوليد النشاط والثروة على نطاق واسع، المساهمة في نقل التكنولوجيات وتسويق الاختراعات، تشجيع الابداع التكنولوجي ونشر ثقافة المخاطرة هذا من جهة ومن جهة ثانية ضمان الانطلاقة الحسنة للمشاريع وتقليل من فرص الفشل مع زيادة فرص النجاح. أما أهدافه فنلخصها في النقاط الآتية:

✓ مواجهة الاحتياجات التمويلية الخاصة بالمؤسسات الجديدة عالية المخاطر التي تتوفر لديها امكانيات نمو وعائد مرتفع؛

✓ تقديم كافة الخدمات والمساعدات الخاصة بمرحلة التأسيس؛

✓ تشجيع الأفكار المميزة وحل المشاكل الفنية، المالية، القانونية والادارية.

8- المراحل التمويلية لرأس المال المخاطر: تنقسم المراحل التمويلية برأس المال المخاطر إلى:

✓ **مرحلة رأس مال الانشاء أو البذري:** وهو يعتبر رأس مال المرحلة المبكرة وينقسم إلى رأس المال البذري ورأس المال الانطلاق:

• **رأس المال ما قبل الانطلاق:** ويخصص لتغطية البحث والتجارب وتطوير النماذج العملية

والنماذج التجارية للسلعة الجديدة وتجريب السلعة في السوق وتحديد مدى الطلب عليها، وهو

تمويل صعب نظرا لخطورة احتمال الفشل لمؤسسة ليس لها كيان قانوني في هذه المرحلة؛

• **رأس مال الانطلاق:** يمثل أهم مرحلة لتدخل رأس المال المخاطر وهو يخصص للمؤسسات

التي دخلت مرحلة الانشاء أو في بداية النشاط وهو من أصعب المراحل التمويلية حيث

تتهار العديد من المشروعات الواعدة لنقص التمويل وهو ضروري لتغطية الأصول الثابتة

للمشروع والنفقات الخاصة بالبداية التجارية (آلات، أراضي، مباني، نفقات أولية للتسويق...)

ومن ثم البدء في التصنيع وتحويل الابتكار إلى نشاط تجاري ومن ثم البدء في عملية التسويق.

✓ **رأس مال المرحلة اللاحقة:** أو كما يعرف برأس مال التنمية في هذه المرحلة يكون المشروع قد

بلغ مرحلة الانتاجية أي توليد الإيرادات، والمؤسسة تنمو بمعدل 5 و10% سنويا، ولكن المؤسسة

في هذه المرحلة تقابلها ضغوطات مالية تجعلها تلجأ إلى مصادر خارجية حتى تتمكن من تحقيق

النمو والتوسع من خلال زيادة قدراتها الانتاجية و/أو التسويقية وتضم هذه المرحلة:

• **مرحلة التوسع:** التوسع يكون في أنشطة المشروعات القائمة لأن المشروع لا يزال عاجزا عن

التمويل الذاتي رغم انخفاض المخاطر في هذه المرحلة مقارنة مع المراحل السابقة فالمشاريع

هنا بحاجة إلى أموال الاستثمار والتي تمكنها من الوصول إلى نقطة الاستغلال الكامل؛

• **مرحلة التطور والنضج:** تكتسب خلالها المشروعات القدرة على الاستدانة حيث تضمن

امكانياتها الذاتية القدرة على تسديد أعباء الديون مما يبدأ معه تقلص دور مؤسسات رأس

المال المخاطر في التمويل تاركا المجال لوسائل التمويل التقليدية.

9- الأشكال التنظيمية لرأس المال المخاطر: تتمثل الأشكال التنظيمية لرأس المال المخاطر في:

- ✓ رأس المال المخاطر غير الرسمي: يتمثل في المدخرات الشخصية، ملائكة الأعمال مساعدات الأقارب والأصدقاء، المؤسسات الوقفية ...؛
- ✓ رأس المال المخاطر الرسمي غير المالي: من خلال الدعم الفني والمالي الذي تقدمه المؤسسات الصناعية للمؤسسات المبتكرة نتيجة انتشار التطور والتحديث التكنولوجي والعلمي؛
- ✓ رأس المال المخاطر الرسمي المالي: وهو في هذه الحالة يقدم عن طريق صندوق رأس المال المخاطر المشترك فيه من قبل مجموعة مؤسسات مالية، بنوك...

10- عوامل نجاح رأس المال المخاطر ومزاياه: نلخصها في ما يلي:

- ✓ المشاركة: شركة رأس المال المخاطر تتكون من شركاء في رأس ماله ولا يمكن سحب حصة أي طرف إلا بعد أن تصبح الشركة قادرة على الانتاج والنمو؛
- ✓ الانتقاء: يقوم مدير الصندوق باختيار المشاريع الواعدة التي تتميز بمخاطر عالية ويتوقع منها أرباح عالية والتي تتماشى مع امكانية الصندوق التمويلية؛
- ✓ المرحلية: التمويل برأس المال المخاطر يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة فكل مرحلة يتم تمويلها على حدى؛
- ✓ التنوع: يعتمد مدير صندوق رأس المال المخاطر على سلة متنوعة في اختياره للمشروعات التي يتم تمويلها من أجل اعطاء أكبر فرصة للنجاح وتغطية خسائر المشاريع الفاشلة بأرباح المشاريع الناجحة؛
- ✓ زيادة الموارد المالية للمشروع؛
- ✓ توفير المعونة المالية والادارية للمشروعات.

11- معيقات وعيوب رأس المال المخاطر: نلخصها في الآتي:

- ✓ ارتفاع درجة المخاطرة؛
- ✓ المشاركة في قرارات المشروع والتدخل في توجيهه من قبل مؤسسات رأس المال المخاطر؛
- ✓ صعوبة اتخاذ القرار بسرعة نتيجة لتعدد الأطراف المشاركة فيه.

12- استراتيجيات رأس المال المخاطر وآليات التخارج منه: تتمثل استراتيجيات رأس المال المخاطر في

استراتيجيتين رئيسيتين هما:

- ✓ الاستراتيجية التمويلية: والتي تبنى على نظرة مستقبلية وليست آنية حيث تطلب خطة مفصلة عن المشروع تتضمن سياساته وأهدافه والتي يمكن تلخيصها في:
 - ما هو الهدف النهائي للمشروع؟ هل خلق منتج أو التصنيع أو البيع أو شغل حصص سوقية كافية للتمويل الذاتي في المستقبل...؟

• ما هي السياسة العامة للمشروع؟ هل هي التخصص في منتج معين، أم في إقليم معين أم تنويع المنتجات أو تنويع الأسواق...؟

• ما هي الأهداف الرقمية للمشروع؟ ما هو رقم الأعمال ومعدل الربحية المراد الوصول اليهما؟ وبعد الاطلاع على الخطة المستقبلية يتدخل خبراء ومتخصصون من مؤسسات رأس المال المخاطر ليقوموا طبيعة القطاع المراد الاستثمار فيه وكيف يمكن للمشروع أن يتبوأ مكانة في السوق، إضافة إلى تحديد نقاط ضعف المشروع وقوته.

✓ **الاستراتيجية الاستثمارية:** تتمثل في استراتيجيتان هما:

• **استراتيجية التنوع:** من خلال التنوع في المحفظة الاستثمارية من خلال تحقيق توازن بين الأصول السائلة المتمثلة في المشروعات المستقرة والأصول غير السائلة والمتمثلة في المشروعات الناشئة؛

• **تنويع الصناعات.**

✓ **استراتيجية التخصص:** للتخصص أهمية بالغة تتمثل في اكتساب خبرات واسعة وضمانا أكبر ويقوي الجانب المالي مما يرفع آفاق نمو المشروعات.

ان تدخل رأس المال المخاطر في المشاريع ليس من أجل البقاء وانما من أجل الوصول بالمشروع إلى أعلى مستوى ثم التخرج منه مع تحقيق أكبر عائد ممكن. **ومن آليات التخرج لرأس المال المخاطر نجد:**

✓ التنازل عن المشروع إلى مستثمر آخر؛

✓ اندماج المشروع في مؤسسة قائمة كبيرة تنشط في معظم الحالات في نفس اتجاه المشروع من خلال بيع جزء أو كل أسهم المخاطرين لهذه الشركة ويطلق على هذه الاستراتيجية البيع التجاري؛

✓ البيع للعامة من خلال اصدار المشروع أوراق مالية يتم طرحها للاكتتاب في السوق المالي (سوق الأوراق المالية) ويمكن أن تتم الاستراتيجيتين 02 و 03 معا؛

✓ بيع المستثمرين المخاطرين حصتهم للفريق الإداري للمؤسسة، وعادة يتم سداد الصفقة عن طريق قرض بنكي.

13- آثار رأس المال المخاطر: يؤثر رأس المال المخاطر على النمو الاقتصادي من خلال قناتين أساسيتين: ادخال منتجات وعمليات جديدة إلى السوق وتطوير القدرة على تحصيل المعرفة وتحسينها من خلال مؤسسات البحث. أما على مستوى الاقتصاد ككل فقد أثبتت الدراسات وجود علاقة قوية بين مؤسسات رأس المال المخاطر والإبداع من خلال ارتفاع معدلات براءات الاختراع، كما أثبتت الدراسات على تأثيره القوي على إتاحة فرص العمل والمبيعات. كما نجد آثار أخرى على المستوى الجزئي تتمثل في الآتي:

✓ الاستفادة من الخبرة التسييرية لصندوق رأس المال المخاطر في مجالات الادارة، التسويق، التمويل والتنظيم؛

✓ الاستفادة من شبكة اتصالات مدري صندوق رأس المال المخاطر؛

✓ التقليل من قيود حصول المشروع على قروض بنكية.

خامسا: تكلفة التمويل

1- **تكلفة التمويل عن طريق القروض:** تكلفة التمويل عن طريق الاقتراض هي عبارة عن العائد المطلوب من طرف المقرضين مقابل اقراضهم المؤسسة، ولتقدير هذه التكلفة يمكن الاستعانة بفكرة معدل العائد الداخلي الذي تتساوى عنده صاغي التدفقات الداخلة من الأموال المقترضة مع القيمة الحالية للأموال التي تدفعها المؤسسة للمقرضين بسبب تفاوت تواريخ التدفقات النقدية الخارجة ويمكن توضيح ذلك من خلال العلاقة:

$$E_0 = \sum_{t=1}^N \frac{F}{(1 + K_d)^t} + \frac{I_0}{(1 + K_D)^n}$$

حيث:

E_0 : صافي الأموال المقرضة التي تتحصل عليها المؤسسة وتساوي قيمة القرض مطروحا منها مصروفات التعاقد.

F : التدفقات النقدية الدورية المتمثلة في الفوائد السنوية

I_0 : قيمة القرض عند تاريخ استحقاقه

K_D : تكلفة الاقتراض

n : مدة حياة القرض

وتصبح تكلفة الاقتراض بعد خصم الضريبة كما يلي: $K_d = K_d(1 - t)$

2- **تكلفة التمويل عن طريق الأسهم:** وتقسم إلى قسمين:

1-2 **تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية:** تتمثل في الحد الأدنى لعائد التثبيبات الجديدة التي تم تمويلها من خلال اصدار أسهم جديدة ويمثل المعدل الذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم بدون تغيير، وتحدد قيمة السهم العادي من خلال نموذج CORDAN كالاتي:

$$R = (b_i / (f_i - s_i)) * 100\% + t$$

حيث: R : تكلفة السهم العادي

b_i : الأرباح المتوقع توزيعها سنويا على ملكية السهم الواحد

f_i : قيمة اصدار السهم العادي

s_i : مصاريف الاصدار للسهم الواحد

T : معدل نمو الأرباح (الأرباح الاضافية التي تخص المساهمين العاديين).

2-2- تكلفة التمويل عن طريق الأسهم الممتازة: تصاغ تكلفة تمويل الأسهم الممتازة بنفس طريقة الأسهم العادية وتستننى منها الأرباح الاضافية التي تخص المساهمين العاديين وتعطى بالعلاقة الآتية:

$$R' = (b_i / (f_i - s_i)) * 100\%$$

3- تكلفة التمويل الذاتي عن طريق الأرباح المحتجزة: تمثل الأرباح المحتجزة جزء من أموال الملكية التي تستخدمها المؤسسة لتمويل تنبئياتها فالأرباح المحتجزة هي من حقوق حملة الأسهم العادية ولا يتم احتجازها إلا بعد موافقتهم المرتبطة بعائد أكبر مما يتحصلون عليه، لذلك فعلى المؤسسة الالتزام بتحقيق عائد يفوق العائد المحقق حاليا في المستقبل، وتكلفة التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة أقل من تكلفة التمويل عن طريق الأسهم وتحتسب كما يلي:

تكلفة الأرباح المحتجزة = (التوزيع المتوقع للسهم / القيمة السوقية للسهم) + النمو المتوقع للتوزيعات

4- التكلفة الوسطية المرجحة للأموال CMPC: وتمثل حساب تكلفة الأموال للمؤسسة بحيث يكون كل مصدر من مصادر التمويل المعتمد في المؤسسة مرجحا تناسيبا بالنسبة لجميع مصادر التمويل في المؤسسة (الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة). وتحسب وفقا للعلاقة الآتية:

$$cmprc = K_D W_D + K_{PS} W_{PS} + K_S W_S$$

حيث:

$K_D W_D$ نسبة الدين في كلفة الدين بعد الضريبة.

$K_{PS} W_{PS}$ نسبة الأسهم في كلفة الأسهم.

$K_S W_S$ نسبة حقوق الملكية في كلفة حقوق الملكية.

المراجع المعتمدة في اعداد المطبوعة

المراجع العربية

- أحلام مخبي، تقييم المؤسسة من وجهة نظر البنك - دراسة حالة شركات الأشغال العامة والطرق، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2007/2006.
- أحمد السيد كردي، مفهوم وأهمية التخطيط المالي، نقلا عن الموقع: <http://kenanaonline.com/users/ahmedkordy/posts/411104>، تم الاطلاع على المقال في 2016/01/31.
- أحمد أمين سعد الله، سياسة التمويل داخل المؤسسة في ظل اقتصاد السوق، مع دراسة حالة شركات الاستثمار برأس المال المخاطر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2011/2010.
- أحمد شرحبيل، محاولة اختيار محددات الهيكل المالي وأثره على مؤشرات الأداء، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2014/2013.
- أفكار وأعمال، المخطط المالي والميزانيات التقديرية، نقلا عن الموقع الإلكتروني: http://esyria.sy/eafkar/index.php?inid=4&page_gallery_id=218&pid=36&tg=3، تم الاطلاع على المقال في 2017/03/15.
- الاستثمار، نقلا عن الموقع الإلكتروني: [https://www.google.dz/webhp?sourceid=chrome-instant&ion=1&espv=2&ie=UTF-8#q=%D9%87%D9%8A%D9%83%D9%84+%D8%AC%D8%AF%D9%88%D9%84+\(%D9%88%D9%85%D9%88%D9%8A%D8%B7%D8%B7\)+%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84](https://www.google.dz/webhp?sourceid=chrome-instant&ion=1&espv=2&ie=UTF-8#q=%D9%87%D9%8A%D9%83%D9%84+%D8%AC%D8%AF%D9%88%D9%84+(%D9%88%D9%85%D9%88%D9%8A%D8%B7%D8%B7)+%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84)، تم الاطلاع في 2016/12/27.
- الأسواق المالية، نقلا عن الموقع الإلكتروني: <http://www.kantakji.com/media/7414/b314.pdf>، تم الاطلاع في 2016/12/27.
- التخطيط المالي والميزانيات التقديرية، نقلا عن الموقع الإلكتروني: http://esyria.sy/eafkar/index.php?inid=4&page_gallery_id=218&pid=36&tg=3، تم الإطلاع على المقال في: 2016/10/29.
- التسجيل المحاسبي لعملية التنازل عن التثبيات العينية، نقلا عن الرابط الإلكتروني: <http://cte.univ-setif.dz/coursenligne/compt/chapitre3.html>، تم الاطلاع على المقال في 2018/06/26.
- التمويل الطويل الأجل، نقلا عن الموقع الإلكتروني: <http://thesis.univ-biskra.dz/1071/4/%D8%A7%D9%84%D9%81%D8%B5%D9%84%20%D8%A7%D9%84%D9%86%D9%8A.pdf>، تم الاطلاع على المقال في 2016/12/27.
- السعيد بريش، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE، مجلة الباحث، العدد 05، ورقلة، الجزائر، 2007.

- الصندوق الوطني لضمان قروض الاستثمار، نقلا عن الموقع الالكتروني:
<http://www.elmouwatin.dz/?%D8%A7%D9%84%D8%B5%D9%86%D8%AF%D9%88%D9%82-%D8%A7%D9%84%D9%88%D8%B7%D9%86%D9%8A,5052&lang=fr>
المقال في: 2017/04/11.

- العايش ربيع بوصبيح، التحليل المالي المتحرك، 2015/2014، جامعة حمة لخضر الوادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، 2015/2014، نقلا عن الموقع الالكتروني:
http://elearning.univ-eloued.dz/courses/GFB/document/1/_1580_1583_1575_1608_1604_1575_1604_1578_1605_1608_1610_1604.pdf?cidReq=GFB
تم الاطلاع على المقال في 2016/11/06.

- المعدل المرجح لتكلفة رأس المال، نقلا عن الموقع الالكتروني:
<https://trading-secrets.guru/%D9%85%D8%B5%D8%B7%D9%84%D8%AD%D8%A7%D8%AA/%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B9%D8%AF%D9%84-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B1%D8%AC%D8%AD-%C2%A0%D9%84%D8%AA%D9%83%D9%84%D9%81%D8%A9-%D8%B1%D8%A3%D8%B3-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84-weighted-average-cost-capital>
تم الاطلاع على المقال في 2018/06/26.

- الوظيفة المالية في المؤسسة، نقلا عن الموقع الالكتروني: <http://www.startimes.com/?t=15556725>
تم الاطلاع على المقال في: 2016/10/29.

- الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الادارة المالية) أجوبة تمارين وحلول، الجزء 02، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011.

- الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الادارة المالية) دروس وتطبيقات، الجزء 01، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011.

- ايناس صبودة، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم تسيير فرع مالية المؤسسة، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2009/2008.

- بشير بن جردى، ضمانات القروض البنكية، مذكرة ماجستير في الحقوق والعلوم الادارية، جامعة الجزائر، 2002.

- بنك الأردن، نقلا عن الموقع الالكتروني:
<http://www.bankofjordan.com/ar/page/%D8%B9%D9%86-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%A3%D8%AC%D9%8A%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84%D9%8A>
تم الاطلاع على المقال في 2017/03/15.

- تحليل الميزانية الوظيفية نقلا عن الموقع الالكتروني:
<http://elbassair.net/BAC/telechargement/doures%20mourasla/Gestion->

- زهراء صالح حمدي الخياط، الاستثمار في رأس المال المخاطر، دراسة حالة جمعية رأس المال المخاطر والملكية الخاصة البريطانية مع نموذج مقترح للتطبيق في العراق، مجلة الادارة والاقتصاد، عدد 99، العراق، 2014.
- ستار تايمز، التمويل، نقلا عن الموقع الالكتروني: <http://www.startimes.com/?t=21277069>، تم الاطلاع على المقال في 2017/01/07.
- ستار تايمز، مختلف مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، نقلا عن الموقع الالكتروني: <http://www.startimes.com/?t=29976395>، تم الاطلاع على المقال في 2017/01/07.
- سعيدة بورديمة، محاضرات في ادارة التدفقات المالية، جامعة 8 ماي 1945 قالمة.
- سليمان بلعور، التسيير المالي (محاضرات وتطبيقات)، الطبعة الأولى، مجد اللاوي للنشر والتوزيع، غرداية، الجزائر، 2016.
- سليمان شلاش، علي البقوم وسالم العون، العوامل المحددة للهيكال المالي في شركات الأعمال، مجلة المنارة، المجلد 14، العدد 01، الأردن، 2008.
- سمير محمود عبد العزيز، التأجير التمويلي، دون رقم طبعة، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفني، مصر، 1998.
- عبد الله بالعبدي، التمويل برأس المال المخاطر، دراسة مقارنة مع نظم التمويل بالمشاركة، جامعة الحاج لخضر باتنة، مذكرة ماجستير في الاقتصاد الاسلامي، باتنة، الجزائر، 2008/2007.
- عبد الله بلعدي وعاشور مقلاتي، المقارنة بين رأس المال المخاطر وحاضنات الأعمال في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع امكانية التكامل التنموي بينهما، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، العدد 06، الجزائر، ديسمبر 2016.
- عبد المجيد تيموي، معايير اختيار مصادر التمويل في المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم تسيير. جامعة عمار ثلجي الأغواط، الجزائر، 2004/2003.
- عبد الناصر روابحي، تحليل دورة الاستغلال، مذكرة ماجستير في علوم تسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 1994/1993.
- عصام عمر، البنوك الوضعية والشرعية، بدون رقم للطبعة، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2012.
- غنية الجوزي، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، مذكرة ماجستير في مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، 2012/2011.
- غنية بوريعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير في علوم تسيير تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، 2012/2011.
- فضيلة رمضان، المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات اختيار التمويل الأمثل، مذكرة ماجستير في مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، 2014/2013.
- فضيلة رمضان، المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات اختيار الهيكل الأمثل (دراسة حالة المؤسسة الوطنية لتسويق وتوزيع المواد البترولية نפטال)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2014/2013.

- كيفية اصدار الأوراق المالية، نقلا عن الموقع الالكتروني: <http://www.gulfbase.com/ar/InvestmentTutorial/SubSection?id=21&SectId=39>، تم الاطلاع على المقال في 2016/12/23.
- كيفية اصدار الأوراق المالية، نقلا عن الموقع الالكتروني: <http://www.gulfbase.com/ar/InvestmentTutorial/Section?id=38> تم الاطلاع على المقال في: 2016/12/21.
- لطيفة بوعلام، التوفيق بين السياسة الاستثمارية والسياسة التمويلية في المؤسسة الاقتصادية لتعظيم ربحيتها دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، مذكرة ماجستير في مالية المؤسسة، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2010/2009.
- مبارك لسوس، التسيير المالي (تحليل نظري مدعم بتمارين وأسئلة محلولة)، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون تاريخ.
- محمد الأمين دنداني، فرص نجاح نظام المشاركة الاسلامي بالمقارنة مع رأس المال المخاطر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2012/2011.
- محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، نقلا عن الموقع الالكتروني: <http://www.gulfbase.com/ar/InvestmentTutorial/SubSection?id=21&SectId=39>، تم الاطلاع على المقال في 2016/12/20.
- محمد براق ومحمد الشريف بن زاوي، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر في الجزائر، الملتقى الوطني حول استراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، يومي 18 و 19 أبريل 2012.
- محمد بوجلال وشوقي بورقبة، تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الاسلامية، دراسة مقارنة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 22 العدد 02، السعودية، 2010.
- محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009/2008.
- محمد للوشي، الأخطار المصرفية والقروض البنكية، تقييم خطورتها والتحكم فيها، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2002/2001.
- محمود فهمي، منير سالم وعبد الله سالم، التأجير التمويلي الجوانب القانونية والمحاسبية والتنظيمية، بدون رقم طبعة، الهيئة العامة للشؤون المطابع الأميرية، القاهرة، مصر، 1997.
- مروان أحمد طاهات، رأس المال العامل، نقلا عن الموقع الالكتروني: http://www-marwanmant.blogspot.com/2013/01/blog-post_876.html، تم الإطلاع على المقال في: 2016/12/16.

- مسعود دراوسي وعمر غزالي، دور البنوك في تمويل التثبيات، ملتقى المنظومة المصرفية والتحويلات الاقتصادية الواقع والتحديات، جامعة الشلف، الجزائر، بدون تاريخ.
- مفهوم وأهمية التخطيط المالي، نقلا عن الموقع الالكتروني: <http://kenanaonline.com/users/ahmedkordy/posts/411104>، تم الاطلاع على المقال في 2017/02/12.
- مليكة زغيب وميلود بين شنقير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، بدون رقم للطبعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011.
- منتديات الجلفة، احتياجات رأس المال العامل والخزينة، نقلا عن الموقع الالكتروني: <http://www.djelfa.info/vb/showthread.php?t=44434>، تم الإطلاع على المقال في 2016/12/20.
- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1998.
- نسيم بوسباطة، أثر سياسة تسيير الاحتياج في رأس المال العامل على بناء الهيكل المالي في المؤسسة، مذكرة ماجستير في مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، 2015/2014.
- نفيسة حيدرة، فعالية الخيارات الممنوحة للمقترض في التأجير التمويلي العقاري، مذكرة ماجستير في الحقوق، جامعة الجزائر 01، 2013/2012.
- نقلا عن الموقع الالكتروني: http://www.onefd.edu.dz/nouveau_3as/fichiersPDF/Gestion-Econ/eco-mana/ENVOI3/economie_management%20L_001.pdf، تم الاطلاع على المقال في 2017/04/22.
- نقلا عن الموقع الالكتروني: <http://cte.univ-setif.dz/coursenligne/athmaneBoudehouche/introd.html>، تم الاطلاع على المقال في 2017/04/22.
- نقلا عن الموقع: http://hasnaoui-family.blogspot.com/2011/04/blog-post_6090.html، تم الاطلاع على المقال في 2016/11/04.
- نوفل سمايلي، اشكالية استقلالية البنوك المركزية دراسة حالة بنك الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، المركز الجامعي العربي تبسي، تبسة، الجزائر، 2004/2003.
- هشام دباح، المفاضلة بين التمويل المباشر وغير المباشر في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2012/2011.
- هوارى معراج وعمر حاج سعيد، التمويل التأجيري، المفاهيم والأسس، الطبعة الأولى، كنوز المعرفة، عمان، الأردن، 2013.
- يوسف قرشي والياس بن ساسي، التسيير المالي (الادارة المالية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.

المراجع الأجنبية:

- Agence de Développement et d'Encadrement des Petites et Moyennes Entreprises (ADEPME) Programme Promotion de l'Emploi des Jeunes en Milieu Urbain (PEJU-GTZ), Guide d'Accès au Financement, 2009, disponible sur: <http://www.plaseprifenase.it/it/guide6-financement-version-finale.pdf>, consulté en: (05/06/2016).

- Le fonds de roulement (FR), 2010, disponible sur: http://www.uriopss-aquitaine.asso.fr/resources/trco/pdfs/2011/L_decembre_2011/fonds_de_roulement_maj_dec_2010.pdf, consulté en: (11/10/2016).

- Le besoin en fonds de roulement (BFR) et la trésorerie, 2010, disponible sur: http://www.uriopss-aquitaine.asso.fr/resources/trco/pdfs/2010/L_decembre_2010/Besoin_fonds_de_roulement_et_tresorerie_maj_dec2010.pdf, consulté en: (11/10/2016).

- Nathalie Gardès, Finance d'entreprise, le choix de financement, 2006, disponible sur: http://static.canalblog.com/storagev1/gestionfin.canalblog.com/docs/NG_chapitre_3_d_cision_n_de_financement.pdf, consulté en: (17/11/2016).

- INES ZEKRI, L'IMPACT DE LA DECISION DE FINANCEMENT 'SUR LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE MESUREE PAR LA VALEUR ' ECONOMIQUE ' AJOUTEE (EVA), 2011,

disponible sur: <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00581297/document>, consulté en: (06/01/2017).

- Jacques Villeneuve, c.a. Conseiller en g, ANALYSE D'ÉTATS FINANCIERS PAR RATIOS POUR LE P.-D.G. DE PME, 2003, disponible sur: http://www.clddm.com/uploads/Analyse_d-etats_financiers_par_ratios_pour_le_pdg_de_pme.pdf, consulté en: (13/11/2016).