

جامعة جيلالي لياس - سيدي بلعباس

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير



القسم: العلوم الاقتصادية

الرقم التسلسلي: .....

مطبوعة بيداغوجية بعنوان:

# تمويل المؤسسة

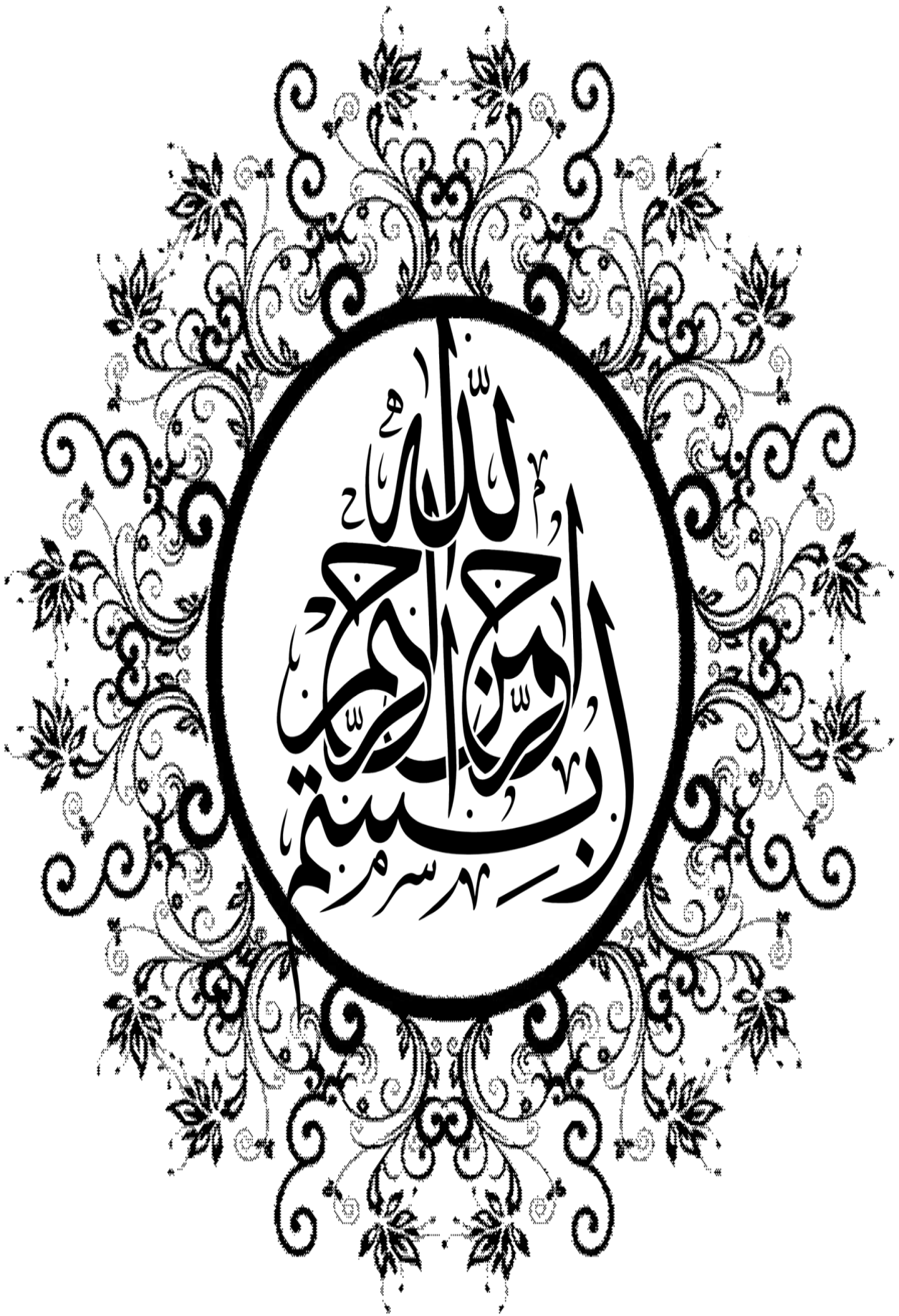
موجهة للطلبة سنة: أولى ماستر تخصص: اقتصاد وتسيير المؤسسات

السداسي: الاول

إعداد د: قلوش عبد الله

الرتبة: أستاذ محاضر قسم أ

السنة الجامعية: 2023-2024.



# مقدمة

سبحانك ربي موصوف بكل كمال ومره عن كل نقص الحمد لله رب العالمين، نحمده حمدا ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه، حمدا يوافي فضله ونعمه التي أنعم علي بها وعلى والدي، والشكر لله وحده لا شريك له واقتداء بسيدنا رسول الله صلى الله عليه وسلم القائل في حديثه الشريف:

يسعدني أن أضع بين أيدي طلاب السنة أولى ماستر علوم اقتصادية تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات هذه المحاضرات في مقياس "تمويل المؤسسة" الذي أمل أن يكون مرجعا مفيدا، يمكنهم من الاستيعاب الجيد للبرنامج المقرر وتحقيق النتائج المرجوة.

مقياس تمويل المؤسسة جاء بمثابة أداة لتصحيح الأوضاع المالية الغير مستقرة التي تعيش المؤسسات الاقتصادية في الآونة الاخيرة، فموضوع تمويل المؤسسة حاليا يحظى بأهمية بالغة لأنه أصبح يمثل الحجر الأساس في الإدارة المالية لأي منشأة اقتصادية وكذا لدى المجتمع ككل لما يلعبه من دور فعال في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، فإذا كانت هذه الأخيرة احتلت مركزا هاما في الفكر الاقتصادي المعاصر فإن التمويل قد استأثر بحصة الأسد من هذا الاهتمام، ذلك أن نقصه أو عدم توفره في الوقت المناسب، في كثير من الأحيان يمثل عقبة أمام تنفيذ بعض المقترحات الاستثمارية المربحة والمتاحة أمام المؤسسة و بالتالي تفويت الفرصة من أمامها و عدم بلوغ الأهداف و فشل الاستراتيجية المعتمدة.

## الفهرس

03	..... مقدمة:
04	..... الفهرس:
06	..... المحاضرة الأولى: أساسيات التمويل
06	..... أولاً: مفهوم تمويل المؤسسة
10	..... ثانياً: مبادئ التمويل
11	..... ثالثاً: السياسة التمويلية
15	..... المحاضرة الثانية: صيغ التمويل
15	..... أولاً: تمويل قصير الأجل
17	..... ثانياً: تمويل متوسط الأجل
19	..... ثالثاً: تمويل طويل الأجل
22	..... المحاضرة الثالثة: التمويل الذاتي
22	..... أولاً: الإطار العام للتمويل الذاتي
32	..... ثانياً: مراحل تكوين التمويل الذاتي ومكوناته
37	..... ثالثاً: آثار استخدام التمويل الذاتي
28	..... المحاضرة الرابعة: التمويل غير مباشر: طريق الاقتراض
29	..... أولاً: الإطار العام للاقتراض او القروض
31	..... ثانياً: مراحل تمويل القروض
33	..... ثالثاً: أنواع القروض
37	..... المحاضرة الخامسة: التمويل التأجيري
37	..... أولاً: الإطار المفاهيمي للتمويل التأجيري
39	..... ثانياً: أنواع ومراحل التمويل التأجيري
43	..... ثالثاً: مزايا وعيوب التمويل التأجيري
45	..... المحاضرة السادسة: التمويل الاسلامي
45	..... أولاً: ماهية التمويل الاسلامي
49	..... ثانياً: مصادر التمويل الإسلامي
52	..... ثالثاً: صيغ واساليب التمويل الاسلامي
56	..... المحاضرة السابعة: التمويل بتقنية رأسمال المخاطر
56	..... أولاً: الإطار العام للتمويل بتقنية رأسمال المخاطر
62	..... ثانياً: انعكاسات التمويل بتقنية رأسمال المخاطر

69	.....ثالثا: تمويل رأس المال المخاطر لمراحل حياة المؤسسة.....
77	.....المحاضرة الثامنة: مساهمة الدولة في التمويل.....
77	.....أولا: الإطار العام لمساهمة الدولة في التمويل.....
83	.....ثانيا: أجهزة التمويل المساعدة المقدمة من طرف الدولة.....
89	.....ثالثا: دور الدولة في تمويل المؤسسات الناشئة.....
92	.....المحاضرة التاسعة: التوريق.....
92	.....أولا: الإطار العام والمفاهيمي للتوريق.....
98	.....ثانيا: دوافع التوريق وأنواعه وأساليبه.....
101	.....ثالثا: مزايا التوريق ومخاطره.....
103	.....المحاضرة العاشرة: التمويل الغير رسمي.....
103	.....أولا: مدخل إلى التمويل غير الرسمي.....
105	.....ثانيا: مصادر وأهمية التمويل غير الرسمي.....
108	.....ثالثا: مزايا وعيوب التمويل غير الرسمي.....
111	.....المحاضرة الحادية عشر: المدخل الكمي للتمويل وفقا لنموذج GORDEN & SHAPIRO.....
111	.....أولا: الإطار العام للمدخل الكمي للتمويل.....
114	.....ثانيا: مفاهيم أساسية حول المدخل الكمي للتمويل لنموذج Gordon و Shapiro.....
116	.....ثالثا: العلاقة بين التمويل الكمي ونموذج Gordon & shapiro.....
117	.....المحاضرة الثانية عشر: هيكل التمويل الأمثل حسب MILLER & MODIGLIANI.....
118	.....أولا: افتراضات نظرية مودغلياني وميلر Modighiani et miller.....
119	.....ثانيا: نظرية مودغلياني وميلر Modighiani et miller في ظل غياب الضريبة 1958.....
125	.....ثالثا: نظرية مودغلياني وميلر Modighiani et miller في ظل وجود الضريبة 1963.....
128	.....المحاضرة الثالث عشر: التمويل البنكي للمؤسسات الجزائرية.....
128	.....أولا: الإطار العام للتمويل البنكي.....
132	.....ثانيا: التمويل البنكي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية.....
134	.....ثالثا: المصارف والمؤسسات المالية الناشطة في الجزائر 2023.....
140	.....المحاضرة الرابع عشر: تمويل المؤسسة -دراسة حالة-.....
140	.....أولا: . ماهية الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة CNAC.....
144	.....ثانيا: . طريقة التمويل من الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة CNAC.....
146	.....ثالثا: مراحل التمويل من قبل الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة CNAC.....
151	.....قائمة المراجع.....

## المحاضرة الأولى: أساسيات التمويل

قد أصبح واضحاً أن بقاء المؤسسة اليوم في ميدان الأعمال واستمرارها يتوقفان إلى حد كبير على قدرة الإدارة المالية على أداء وظائفها بالكفاءة المطلوبة خاصة الحصول على الأموال وكيفية تسييرها، كما أن دراسات التمويل تهتم بتوفير الأموال اللازمة لمواجهة المتطلبات المالية للمؤسسة من جهة وتمويل استثماراتها بشروط مناسبة من جهة أخرى وذلك من أجل تحقيق الأهداف المسطرة، ولكن هناك مشكل آخر يطرح وهو ندرة مصادر التمويل وكذلك العقلانية في تسيير الأموال المتاحة للمنشأة.

يعد التمويل من أساسيات انشاء وتشغيل وتوسيع المؤسسات بمختلف أنواعها واحجامها اذ تحتاج المؤسسات الى ادوات التمويل بأشكالها المختلفة وهذا من أجل تغطية مختلف احتياجاتها المالية للقيام بأنشطتها ووظائفها المعتادة لهذا تؤثر مشاكل التمويل المؤسسات الكبيرة بصفة عامة وعلى المؤسسات الصغيرة بصفة خاصة نظراً للخصائص التي تتميز بهذه المؤسسات.

### أولاً: مفهوم تمويل المؤسسة:

تعتبر وظيفة التمويل من أهم الوظائف داخل أي مؤسسة مهما كان حجمها أو طبيعة نشاطها، فيعد قرار التمويل من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتني بها المؤسسة فالتمويل عنصر محدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والملائمة لطبيعة المشروع الاستثماري.

### 1.1. المؤسسة من المنظور المالي:

يمكن القول ان أي مؤسسة اقتصادية مهما كان حجمها أو نشاطها تسعى لتحقيق الربح، ولتحقيق هذا الهدف الأساسي وجب حيازة الاستثمارات المنتجة، ومن أجل الحصول على وسائل النشاط لا بد من توفر عنصر ضروري والمتمثل في عنصر التمويل، ومن هنا تظهر أهمية نشاط التمويل في المؤسسة فهو يسعى إلى تغطية احتياجات المؤسسة الضرورية لاستمرارها في النشاط دون أي مشاكل، فحدوث أي مشكل في نشاط التمويل سيؤدي حتماً في حدوث مشاكل وعوائق على نشاط المؤسسة، فنشاط المؤسسة الاقتصادية من المنظور المالي يمكن تلخيصه في ثالث مراحل كما يلي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بلقلة براهيم، محاضرات في مقياس تمويل المؤسسة مقدمة لطلبة السنة الأولى ماستر تخصص: اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2021-2022، ص.02.

- **الاستثمار:** أي أن المؤسسة تحاول استثمار الموارد المالية المتاحة في حيازة الاستثمارات التي تكون مردوديتها أكبر من تكلفة الحصول على هذه الاستثمارات وذلك من خلال تحديد المعدل الأدنى الواجب تحقيقه على هذا الاستثمار وبالتالي يجب التحديد وبدقة تكلفة مصدر التمويل الذي سوف يوظف من أجل حيازة الاستثمار المعني.
- **التمويل:** بعد اختيار الاستثمار الملائم الذي سوف تقوم المؤسسة بحيازته، يجب تحديد المزيج التمويلي المناسب الذي سوف يقوم بتغطية احتياجات الاستثمار في المؤسسة ويجب أن تكون عملية اختيار مصادر التمويل دقيقة وقائمة على معايير واضحة بما يسمح للمؤسسة تعظيم الاستفادة من الاستثمار المعني حيث يجب أن يفوق معدل مردودية الاستثماري معدل تكلفة الحصول على مصادر التمويل .
- **التصرف في العائد:** إن الهدف الأساسي من استثمار الموارد المالية هو تحقيق النتائج الإيجابية، وإلا ما هي الفائدة من استثمار هذه الأموال، وفي هذه المرحلة فإن مقدمي الأموال يجب أن يحصلوا على مقابل توظيفهم أموالهم في المؤسسة، حيث وبعد تسديد مستحقات الدائنين (القروض) يبقى أمام المؤسسة سياستين من أجل التصرف في العائد: سياسة توزيع الأرباح أو سياسة احتجاز الأرباح من أجل إعادة تدويل نشاطها والرفع منه وتتحكم العديد من العوامل الداخلية والخارجية في سياسات توزيع الأرباح.

## 2.1. تعريف تمويل المؤسسة:

إن الهدف من دراسة التمويل هو كيفية البحث عن مصادر مالية أخرى لتسيير المشاريع الاستثمارية، فالتمويل يتمثل أساسا في تقديم موارد مالية أخرى دائمة أو مؤقتة لتدعيم المشاريع المراد إنجازها وفقا لشروط وطرق مناسبة فالمؤسسة تستطيع أن تواجه مشاكل في سيولتها سواء بسبب تأخير في عملية الإنتاج أو بيع المنتجات ولحل هذه الصعوبات تتوجه المؤسسة نحو البنك ليمنحها قرضا وهذا لتغطية احتياجاتها، ولهذا فإن التمويل هو توفير الموارد الحقيقية والنقدية وتحصيلها لغرض تكوين رؤوس الأموال<sup>2</sup>. وللتمويل معنيان:

✓ **المعنى الحقيقي:** ونقصد به الموارد الحقيقية المتمثلة في السلع والخدمات والموارد اللازمة لتوسيع المشاريع والاستثمارات ولبناء الطاقة الإنتاجية وتكوين رؤوس أموال جديدة لأغراض التنمية، وبعبارة أخرى هو مجموعة الوسائل المالية الضرورية لخلق وتشغيل وتنمية المؤسسة، وجوهر هذا المعنى الحقيقي هو الامتناع عن استهلاك الموارد واستخدامها في مجال إنتاج مختلف السلع والخدمات الانتمائية.

<sup>2</sup> شوقي حسن عبد الله، التمويل والإدارة المالية، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، 1984، ص 419.

✓ **المعنى النقدي:** ونعني به توفير الموارد النقدية التي تتم عن طريقها توفير الموارد الحقيقية، وذلك لهدف تكوين رؤوس أموال جديدة، كما تعتبر وظيفة التمويل من الوظائف البالغة الأهمية في مختلف المنشآت خاصة الكبيرة، وذلك لما يترتب على عمليات التمويل من اتخاذ مجموعة من القرارات المتعلقة بالتمويل واختيار مصادر التمويل تعتبر من القرارات المعقدة التي ينبغي على المدير المالي قبل أن يتخذ قراره بهذا الخصوص ومن أهمها<sup>3</sup>:

❖ تحديد المركز المالي للمنشآت.

❖ تحديد المركز الائتماني للمنشآت.

❖ تحديد التزامات المنشآت.

❖ تحديد إنفاقها الاستثماري أو إنفاقها الرأس مالي.

بعد أن تكون قد انتهت من مهمة تحديد كمية ونوعية احتياجاتها من أموال تأخذ بعين الاعتبار ما يلي<sup>4</sup>:

▪ تأثير المديونية من ربحية المؤسسة وقيمتها حيث أن هدف الإدارة المالية في أي مؤسسة وهو زيادة القيمة المالية للمؤسسة.

▪ مستوى الدين الذي يتناسب ووضع المؤسسة.

▪ المزيج المقبول والمناسب للمؤسسة من مصادر التمويل القصير وطويل الأجل.

ومما سبق يمكن إعطاء تعريف شامل للتمويل:

التمويل هو عملية التجميع لمبالغ مالية ووضعها تحت تصرف المؤسسة وهذا بصفة دائمة ومستمرة عن طريق المساهمين أو المالكين لهده المؤسسة وهذا ما يعرف بتكوين رأس المال الجماعي وتجسيد هذا الأخير في الميزانية التي تحتوي على جانبين: - جانب الخصوم: يظهر في الموارد.

- جانب الأصول: يظهر في الاستخدامات.

### 3.1. تعريف بعض المفكرين لتمويل المؤسسة:

إن النظرة التقليدية للتمويل هي الحصول على الأموال واستخدامها لتشغيل وتطوير المشاريع والتي تركز على تحديد أفضل مصدر للحصول على الأموال من عدة مصادر متاحة، ففي اقتصادنا المعاصر أصبح التمويل يشكل أحد

<sup>3</sup> حسن علي خربوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، 2012، ص 120.

<sup>4</sup> دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 99.



المقومات الأساسية لتطوير القوى المنتجة وتوسيعها وتدعيم رأس المال خاصة لحظة تمويل رأس المال المنتج ولما للتمويل من أهمية بالغة وجدنا له عدة تعاريف نذكر منها:<sup>5</sup>

- تعريف موريس دوب: " التمويل في الواقع ليس إلا وسيلة لتعبئة الموارد الحقيقية القائمة".
  - تعريف الكاتب بيش: " التمويل هو الإمداد بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها".
  - تعريف قرويل: " التمويل هو أحد مجالات المعرفة تختص به الإدارة المالية".
  - تعريف شارل: " التمويل هو مجموع العمليات التي تصل من خلالها المؤسسة إلى تلبية كل احتياجاتها من رؤوس الأموال، سواء تعلق الأمر بالتخصيص الأولي من الأموال والزيادات اللاحقة للقروض المتوفرة في الأوساط العامة والهياكل المالية، أو المساهمات الممنوحة من طرف الدولة والخزينة العامة، أو الجماعات المحلية أو الخواص وغيرها".<sup>6</sup>
  - وهناك من يرى بأنه مجموعة من الوظائف الإدارية المتعلقة بإدارة مجرى النقد والزاميته لتمكين المؤسسة من تنفيذ أهدافها ومواجهة ما يستحق عليها من التزامات في الوقت المحدد.
- وإذا تطرقنا إلى التمويل من خلال نظرتنا الضيقة نجد أنه مجموع وسائل الاقتراض التي تضمن للمؤسسة استمرار نشاطها، وأما عن نظرتنا الواسعة فهو مجمل العمليات التي من خلالها تقوم المؤسسة بتلبية كل متطلباتها من أموال وزيادات لاحقة لعقود القروض بصفة عامة أو المؤسسات المالية أو المساهمات الممنوحة بسندات باهظة أو تطوعية من طرف الدولة، الخزينة العمومية والجماعات المحلية.<sup>7</sup>
- وكتعريف عام للتمويل " إنه يتمثل في الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها الحصول على الأموال واستثمارها في عمليات مختلفة تساعد على تعظيم القيمة النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا في ضوء الأموال المتاحة حاليا للاستثمار والعائد المتوقع تحقيقه والمخاطر المحيطة به واتجاهات السوق المالية".
- مما سبق يمكننا استخلاص أن التمويل هو توفير الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع الاقتصادية وتطويرها وذلك في أوقات الحاجة إليها إذ أنه يخص المبالغ النقدية وليس السلع أو الخدمات وأن يكون بالقيمة المطلوبة في الوقت المطلوب باعتبار أن الهدف منه هو تطوير المشاريع في الوقت المناسب.

<sup>5</sup> عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2008، ص 50.

<sup>6</sup> Charles gardien, financement, autofinancement et administration des grades entreprise, paris, dallas, 1941, p2.

<sup>7</sup> محمد أحسن الخضيرى، التمويل، مجمعة لنيل العربية، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2000.

## ثانياً: مبادئ تمويل المؤسسة:

يقوم نشاط التمويل في المؤسسة على مجموعة من المبادئ التي يأخذها بعين الاعتبار عند القيام بهذا النشاط،

ومن أهم هذه المبادئ نجد:<sup>8</sup>

1.2. الاستحقاق: يعني أن الأموال المتحصل عليها لذا تاريخ استحقاق معين يجب تسديدها فهو عند بلوغ تاريخ

الاستحقاق، وحتى بالنسبة للأموال الخاصة في المؤسسات الفردية التي لا يكون فيها عدد المساهمة كبيرة.

2.2. الحق في الدخل: يعني أن مصادر التمويل لذا الأولوية في الحصول على جزء من النتائج التي تحققها المؤسسة، حيث

الأولوية لأصحاب الديون ثم أصحاب الأموال الخاصة.

3.2. الحق في الأصول: ففي حالة عجز المؤسسة عن تسديد التزاماتها اتجاه مصادر التمويل فإن لهذه المصادر الحق في

الحصول على مقابل التنازل عن هذه الأصول حسب الأولوية.

4.2. الملاءمة: إن تنوع مصادر التمويل وتعددتها يعطي للمؤسسة فرصة من أجل اختيار مصدر التمويل الملائم الذي

يناسب المؤسسة من حيث التوقيت والشروط والحجم.

5.2. ضرورة الموازنة بين المخاطرة والعائد: حيث لا يجب السعي إلى المبادرة بمخاطر مالية جديدة ما لم يكن هناك عائد

إضافي متوقع من هذه العملية.<sup>9</sup>

6.2. الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود: من المبادئ الأساسية للتمويل أن النقود لها قيمة زمنية مصاحبة لها،

فالدينار الذي يمكن الحصول عليه الآن أعلى قيمة من نفس الدينار الذي يمكن الحصول عليه العام القادم، لذلك

القاعدة تنص على أنه من الأفضل السعي للحصول على الأموال مبكراً كلما كان ذلك ممكناً.

7.2. كفاءة سوق رأس المال: بما أن هدف التمويل هو تعظيم ثروة الملاك أو حملة الأسهم حيث لا يمكن قياس هذه

الثروة إلا من خلال كفاءة الأسواق الدالية والسوق الكفاء هو ذلك السوق الذي تعكس فهو قيم الأصول والسندات في

أي لحظة مقدار المعلومات المتاحة لدى الجمهور.

8.2. الأخذ بعين الاعتبار التأثيرات الضريبية: عند اتخاذ أي قرار تمويلي يجب على المسير المالي أخذ بعين الاعتبار

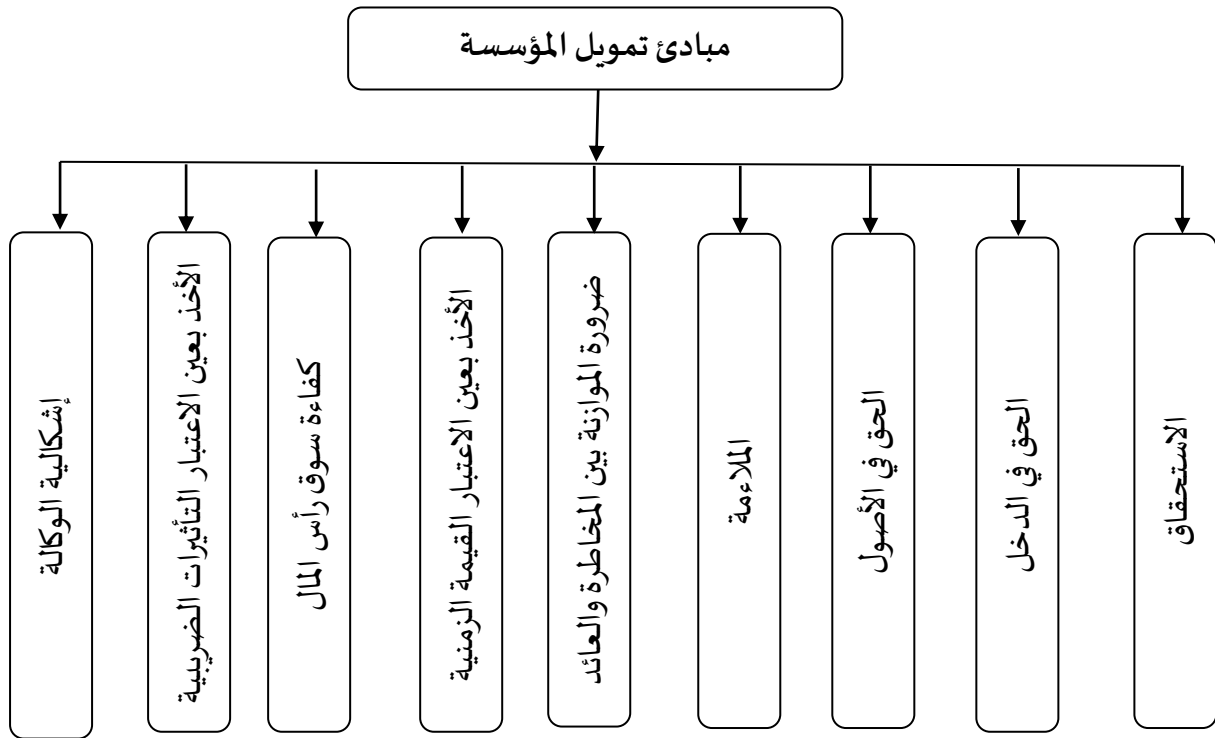
تأثيرات الضريبة على هذا القرار ومعنى ذلك أن جميع التدفقات النقدية يجب أن تحسب بعد خصم الضرائب<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> هندي منير إبراهيم، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، مصر، 2008، ص 10.

<sup>9</sup> فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسيوط، مصر، 2017، ص 25.

**9.2. إشكالية الوكالة:** تنشأ إشكالية الوكالة من مبدأ فصل الملكية عن التسيير، ونظرا لهذا الفصل فإن المسيرين قد يتخذون قرارات لا تتفق مع أهداف الملاك في تعظيم قيمة الأسهم على الأقل في الأجل القصير، كذلك فإنهم يحاولون تعظيم منافعهم الخاصة من حيث المرتبات والحوافز، وذلك على حساب الملاك، كما قد يتجنبون الدخول في مشروعات ذات مخاطر مرتفعة رغم ارتفاع العائد لأنها قد تكلفهم فقدان مناصبهم، ويمكن تلخيص كل المبادئ في الشكل الموالي:

الشكل رقم 01: مبادئ تمويل المؤسسة.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على المراجع السابقة.

### ثالثا: السياسة التمويلية:

يعد إن السياسات التمويلية تسعى إلى تغطية لمختلف احتياجات المؤسسة المختلفة، بما يضمن الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة بأقل التكاليف الممكنة وبأعظم مردودية ممكنة متأتية من سياسات التمويل.

**1.3. تعريف السياسة التمويلية للمؤسسة:** تعرف سياسة التمويل على أنها: هي عملية مرتبطة باختيار نوع الهيكل المالي الذي ترغب المؤسسة في تحقيقه، من خلال عملية المفاضلة بين العديد من مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة، وذلك من أجل تعظيم قيمة المؤسسة، باختيار الهيكل الذي يشكل أدنى تكلفة مالية ممكنة وأعظم مردودية.

<sup>10</sup> طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2019، ص10.

تعرف سياسة التمويل بأنها الخطوات التي يتم إتباعها من طرف متخذ قرار التمويل في المؤسسة، وذلك من أجل الاختيار الأمثل لطريقة محددة من أجل تدويل نشاطات المؤسسة، حيث يجب أن تكون هذه الطريقة متناسبة مع وضعية المؤسسة الدالية وذلك من أجل تحقيق أهداف المؤسسة المحددة بواسطة استراتيجيتها المالية.

سياسة التمويل هي اختيار طريقة للتمويل تتميز بتقليل المخاطر وتعظيم المردودية المرتبطة بنشاط تمويل المؤسسة، فقرار التمويل يصاحبه العديد من المخاطر المرتبطة بكل نوع من مصادر التمويل المتاحة ولذلك تعمل سياسة التمويل على اختيار مصدر التمويل الذي يقلل المخاطر المتوقعة لأقل درجة ممكنة، وفي نفس الوقت زيادة مردودية مصادر التمويل لأقصى درجة ممكنة تفوق تكلفة ومخاطر هذه المصادر.

من التعاريف السابقة يمكننا تعريف سياسة التمويل بأنها القرار المتعلق بنوع التمويل الذي سوف تعتمد عليه المؤسسة، من أجل تدويل نشاطها الاستثماري والاستغلالي المحددان في استراتيجية المؤسسة، وذلك بعد تحديد متخلف أنواع التمويل المتاحة والممكنة، والعمل على المفاضلة بين هذه المصادر وذلك باستعمال العديد من المعايير أخذا بعين الاعتبار الشروط التي يفرضها محيط المؤسسة ووضع المؤسسة الداخلي، حيث يجب أن يحقق قرار التمويل هدف المؤسسة المتمثل في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة بالتخفيض من التكلفة وتعظيم المردودية والتقليل من المخاطر. إن السياسة التمويلية تتحدد بناء على توجهات السياسة العامة التي تتركز على مخطط استراتيجي بعيد المدى حيث تعتبر السياسة التمويلية إحدى الخطط الأساسية لتنفيذ الاستراتيجية المالية، فكلما كانت قرارات السياسة التمويلية ملائمة وجيدة ومتماشية مع متطلبات المحيط المالي ووضعية المؤسسة الداخلية كلما مكن ذلك من تحقيق أهداف المؤسسة بشكل جيد والتقليل من درجة المخاطر التي يمكن أن تؤثر على الأداء المالي للمؤسسة.

### 2.3. أهداف السياسة التمويلية للمؤسسة: تعرف سياسة التمويل على أنها:

إن أهداف السياسة التمويلية تكون مندمجة في أهداف الاستراتيجية المالية والتي تعمل بالتنسيق مع بقية الأهداف الاستراتيجية لبقية الوظائف والتي تتكامل فيما بينها لتحقيق أهداف الاستراتيجية العامة للمؤسسة ككل، ومن أهم أهداف السياسة التمويلية ما يلي:<sup>11</sup>

\* تمويل الاستثمارات ودورة الاستغلال: تولد كل من دورتي الاستغلال والاستثمار تسديدات (مشتريات مواد، دفع أجور، شراء آلات...الخ) ومداخيل (مبيعات منتجات)، ولكن تلك المداخيل لا تكفي لتمويل كل احتياجات دورتي الاستغلال

<sup>11</sup> ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، مطبعة دار البعث، الجزء الأول، الجزائر، 1990.

والاستثمار، مما يؤدي إلى البحث عن مصادر للتمويل سواء من طرف الخواص (المساهمين)، البنوك (في شكل قروض)، الدولة أو المصالح العمومية (في شكل إعانات)، وهذا هو الدور الأساسي لسياسة التمويل، إضافة إلى البحث عن كيفية تسديد تلك المصادر.

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

\* **تعظيم المردودية:** تسعى السياسة التمويلية إلى الحصول على مصادر التمويل والتي يتم المنح فيها بينما، بحيث يوجه هذا المزيج للحصول على استثمارات ذات مردودية كبيرة، وفي نفس الوقت تخفيض تكلفة التمويل التي يجب أن تقل عن المردودية المحققة من الاستثمارات التي تم حيازتها بواسطة سياسة التمويل، لأنه حتى تتمكن المؤسسة من تحقيق الأمان والحد من المخاطر المالية يجب تحقيق معدل عائد على الأموال المستثمرة في الاستثمارات يفوق التكلفة التي تدفع للممولين والإ وقعت المؤسسة في دائرة العجز المالي.<sup>12</sup>

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

\* **التأقلم مع المحيط المالي:** يفرض المحيط المالي على المؤسسة مجموعة من القيود والتهديدات، كما يمكن أن يتيح مجموعة من الفرص، ولذلك لا بد على سياسة التمويل أن تأخذ بعين الاعتبار مكونات المحيط المالي وهو ما يسمح للمؤسسة بالتأقلم مع مكونات هذا المحيط، وذلك من خلال التشخيص الجيد لمحيط المؤسسة المالي ومكوناته المختلفة، وهو ما يتيح للمؤسسة استغلال الفرص المتاحة وتجاوز التهديدات الممكنة.<sup>13</sup>

<sup>12</sup> مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.

<sup>13</sup> Chiha .K, finance D'entreprise approche stratégique, édition houma, Alger, 2009.

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

\* **التكلفة:** تؤثر تكلفة الأموال على السياسة التمويلية وذلك على اعتبار أنها من أهم العناصر التي تركز عليها القرارات المالية، وذلك على اعتبار أن تكلفة التمويل هي العائد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي لا يولد عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه، إذ أن قبوله من شأنه أن يؤثر سلباً على ثروة المساهمين وهو ما يؤدي انخفاض القيمة السوقية للسهم، هذا بالإضافة إلى أن تكلفة الأموال تتوقف على نوع الميزج الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه، فكلما انخفضت تكلفة الأموال كلما كان ذلك إيجابياً على قيمة المؤسسة، ومن هنا فإن تأثير تكلفة الأموال على مصادر التمويل يعتبر من ضروريات السياسة التمويلية<sup>14</sup>.

\* **المخاطرة المالية:** المخاطرة تنتج من الاستدانة وبالتالي فالخطر المالي مرتبط بالهيكل المالي للمؤسسة، وهو يعبر عن خطر تناقص أرباح أصحاب الأموال الخاصة نتيجة لاستعمال القروض في هيكل خصوم المؤسسة، فقرار الاستثمار يحدد الخطر الأساسي للنشاط الاقتصادي للمؤسسة بينما قرار التمويل يحدد الخطر المالي. إن علاقات التفضيل ما بين الخطر والمردود للأفراد تختلف من فرد لآخر، إن علاقة التفضيل هذه تؤثر في تحديد سياسات التمويل في المؤسسة فإذا كانت إدارة الشركة تتجنب الخطر بدرجات عالية فإنها تلجأ للتمويل بالاقتراض إلا ضمن حدود ضيقة، أما إذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات أقل فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالدين بنسب أعلى سعياً وراء تعظيم الأرباح، كذلك موقف المؤسسات التمويلية تجاه تزايد الخطر المالي للمؤسسة يعد من أهم العوامل المحددة لسياسة التمويل فقدرة المؤسسة على الاقتراض بشروط مناسبة تعتمد في الأساس على نسبة الدين في الهيكل المالي للمؤسسة.

\* **المردودية:** وهي تمثل النتيجة المتحصل عليها من استخدام أموال المساهمين، تمثل ما تقدمه الوحدة الواحدة المستثمرة من أموال المساهمين من نتيجة صافية، وهي تمثل نسبة هامة في التسيير المالي، لأن الهدف هو تعظيم حقوق المساهمين وبالتالي كلما ارتفعت هذه النسبة زادت أهمية وجاذبية أسهم المؤسسة. تعتبر المردودية من أهم العوامل المحددة لسياسة التمويل في المؤسسة، وذلك لأنها تعتبر من أهم العوامل المحددة لقبول الاستثمار وقبول مصدر التمويل، بحيث يجب أن تفوق المردودية تكلفة الأموال ويجب أن تغطي المخاطرة المالية وكذلك من أجل قبول الاستثمار واقتراح سياسة تمويلية مناسبة لتمويل هذا الاستثمار.

<sup>14</sup> Laurent Batsch, Finance Et Stratégie, Gestion Economica, Paris, Janvier 1999.

## المحاضرة الثانية: صيغ التمويل

يعد التمويل من أساسيات إنشاء وتشغيل المؤسسات بمختلف أنواعها وأحجامها، إذ تحتاج المؤسسات إلى إيجاد وتخصيص الموارد المالية اللازمة ومن مختلف مصادرها، من أجل تغطية مختلف احتياجاتها المالية وتوظيفها في مشاريع استثمارية أو تمويل عمليات الاستغلال بهدف ضمان استمرار نشاط المؤسسة، ولكن هناك مشكل آخر يطرح وهو على أي أساس يتم تصنيفها والتفريق بين مختلف أنواعها، إلا أن جمهور العلماء اتفق على أن يتم تصنيفها على أساس مدتها باعتبار أن عامل الوقت هو الأساس في تحديد أصناف التمويل.

### أولاً: تمويل قصير الأجل:

يتعلق التمويل قصير الأجل بالفترة القصيرة التي يتم فيها تمويل المشروع أو تمويل المؤسسة والذي يتيح لها السيولة اللازمة للقيام بنشاطاتها المحددة خلال هذه الفترة المعينة.

### 1.1. تعريف التمويل قصير الأجل:

يقصد به تلك الأموال التي لا تزيد فترة استعمالها عن سنة واحدة كالمبالغ النقدية التي تخصص لدفع أجور العمال وشراء المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من إيرادات نفس الدورة الإنتاجية. هو تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد على العام عادة وتكون تلك الأموال موجهة للعمليات التي تقوم بها المؤسسة في الفترة القصيرة والتي لا تتعدى في الغالب 12 شهراً، مثل: تمويل التخزين أو تمويل البيع.<sup>15</sup>

هي قروض متعلقة بدورة الاستغلال والتي تشمل الالتزامات البسيطة، لذلك تكون فترة سدادها أقل من سنة مالية واحدة، وبما أن التمويل قصير الأجل ينطوي على فترة سداد أقصر، فإن سعر الفائدة الواجب دفعه على التمويل قصير الأجل أقل. وعلاوة على ذلك أن المخاطر التي ينطوي عليها هذا التمويل القصير الأجل أقل، فإن أي شركة، ولا سيما الشركات الأصغر حجماً، سيكون من السهل الحصول على التمويل القصير الأجل. يمكن أن تشمل أنواع التمويل قصير الأجل الحسابات الدائنة، والسحب على المكشوف من البنوك، والقروض قصيرة الأجل، والإيجارات قصيرة الأجل.

### 2.1. مصادر التمويل قصير الأجل:

<sup>15</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1998، ص 05.

\* الائتمان التجاري: يمكن تعريف الائتمان التجاري على الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد للمشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع بغرض إعادة بيعها وحسب هذا التعريف نستبعد من الائتمان التجاري كل من:

- الائتمان التجاري الطويل والمتوسط الأمد الذي يمنحه بائعو الأصول الثابتة للمنشآت المشترية.
- الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط أي الائتمان الذي يمنحه تجار التجزئة للمستهلكين.

والائتمان التجاري كمصدر للأموال الجارية يلعب دورا عظيم الأهمية في تمويل كثير من المشروعات وخاصة تلك التي لا تستطيع استخدام المصادر الأخرى بسهولة، وبعبارة أخرى يمكن الائتمان التجاري الشركة من شراء وتدبير احتياجاتها من المواد الأولية والمستلزمات السلعية والألات والمعدات... الخ من الشركة الأخرى، على أن يتم سداد القيمة الشراء في الفترة لاحقة وتظهر قيمة هذه المشتريات وتعامل في دفاتر الشركة.

\* التسهيلات الائتمانية المصرفية: التسهيلات الائتمانية هي اتفاقيات مصرفية ائتمانية تلتزم البنوك بموجبها بتقديم قروض قصيرة الأجل بحد أقصى لا تتعده ويحدد هذا الحد الأقصى للقروض على ضوء المركز المالي للشركة وقدرتها الاقتراضية واحتياجاتها التمويلية والتدفقات النقدية المتوقعة للشركة وظروف أسواق النقد، وفي حالة عدم ملائمة إحدى عوامل السالفة الذكر يمكن للبنك رفض تقديم القروض المطلوبة للشركة.<sup>16</sup>

\* الأوراق التجارية: الأوراق التجارية عبارة عن أوراق وعد بالدفع غير مضمونة تصدرها الشركات الكبيرة المعروفة ذات المراكز المالية الكبيرة، وتباع عن طريق وكلاء متخصصين في تداولها وتسويقها إلى المستثمرين.

\* السحب على المكشوف: يستخدم السحب على المكشوف لفترة زمنية أطول من تسهيلات الصندوق قد تصل إلى سنة كاملة وهو أكثر نظامية منه، حيث أن ابنك يخصص حسابا مدينا للمؤسسة التي تتعامل ضمن حساباته الجارية، ونظرا لطبيعة مخاطر هذه القروض الغير مغطاة بأرصدة فالبنك يخصص لكل زبون سقفا للسحب لا يتعداه ويتغير هذا السقف حسب طبيعة الزبون وطبيعة الظروف، ولهذا فالمؤسسة التي ترغب في القرض تتقدم بطلب كتابي للبنك تطلب منه لفترة زمنية محددة سحبا على المكشوف مقابل دفع عمولة السحب، ويتوقف احتساب الفائدة بمجرد عودة الرصيد من مدين إلى دائن وتحسب الفائدة على أساس أيام السحب، ولكون هذا القرض يستخدم في تمويل بعض العمليات التجارية الطارئة لذلك نجد أن السقف المحدد نادرا ما يحترم خاصة بالنسبة للمؤسسات الدائمة التعامل مع البنك.

**ثانيا: تمويل متوسط الأجل:**

<sup>16</sup> طاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديون المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص 57.



يتعلق التمويل متوسط الاجل بالفترة المتوسطة التي يتم فيها تمويل المشروع او تمويل المؤسسة والذي يتيح لها السيولة اللازمة للقيام بنشاطاتها المحددة خلال هذه الفترة المعينة.

## 1.2. تعريف التمويل متوسط الاجل:

يستخدم التمويل المتوسط الأجل لتمويل حاجة دائمة للمشروع كغطوية تمويل أصول ثابتة أو لتمويل مشروعات تحت التنفيذ والتي تستغرق عددا من السنين، وتكون مدته ما بين سنة وخمسة سنوات.

يقصد بالتمويل متوسط الأجل تمويل أصل ثابت لمشروع ما أو شراء السيارة، شراء أثاث المنزلي، تجهيز المكاتب الشخصية، وغيرها من الأشياء الأخرى التي تتراوح الفترة سدادها بين سنة وخمس سنوات.

هو ذلك التمويل الموجه لتمويل الجزء الدائم من استثمارات المؤسسة في راس المال المتداول والاضافات على موجوداتها الثابتة او تمويل مشروعات تحت التنفيذ، والتي تمتد الى عدد من السنوات حيث تتراوح مدته من سنة الى 7 سنوات. مثل استثمارات التجهيز.<sup>17</sup>

## 2.2. مصادر التمويل متوسط الاجل:

\* التمويل بالقروض متوسط الأجل: عادة يتم تسديد هذه القروض بصورة منظمة على مدار عدة سنوات تمثل عمر القرض ويطلق على إسقاط السداد في هذه الحالة مدفوعات الإهلاك، وبالإضافة إلى ذلك عادة ما يكون القرض مضمون بأصل معين أو بأي نوع الضمانات الأخرى، ولا شك أن هناك الاستثناءات لهذه القواعد في بعض الأحيان.<sup>18</sup>

وتمثل البنوك وشركات التأمين المصدر الرئيسي لهذه القروض وإن كانت القروض البنوك عادة تتراوح بين سنة واحدة أو خمس سنوات فقط، في حين قروض شركات التأمين تتراوح بين خمس سنوات أو عشرة سنوات وهذا معناه أن الجزء من القروض شركات التأمين يمكن اعتباره قروض طويلة الأجل، وعلى كل فكتيرا ما يتعاون أحد البنوك مع شركة التأمين لتقديم قرض كبير يعجز عن تقديمه أي منها منفردا لحدي الشركات أن يتم السداد للبنك أو ثم بعد ذلك لشركة التأمين، وتطلب هذه الهيئات المقرضة إضافة إلى ضمان القرض بأصل معين بعض الضمانات الإضافية يضمها عقد القرض لضمان أموالها نظرا لطول مدى القرض، ومن هذه الشروط أو الضمانات الإضافية نجد مثلا:

■ تحديد حد أدنى معين لنسبة التداول.

<sup>17</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 411.

<sup>18</sup> حمزة محمود الزبيدي، ادارة الامان المصرفي والتحليل الائتماني، دار الوراق، عمان، 2001، ص 80.

■ تحديد حد أقصى للقروض الطويلة الأجل التي يمكن للمنشأة المقترضة أن تحصل عليها من خلال فترة القرض المتوسط الأجل.

■ وأحيانا يطلب المقرض أن يكون له حق الموافقة على أي تغيير يحدث في إدارة المنشأة المقترضة خلال فترة القرض المتوسط الأجل.

■ أخيرا عادة ما يطلب المقرض أن تعرض عليه القوائم المالية للمنشأة المقترضة على فترات دورية.<sup>19</sup>

\* التمويل التأجيلي: يعتبر التمويل التأجيلي أحد الأساليب التي يعتمد عليها لتمويل المؤسسات الاستثمارية لتفادي اللجوء المكثف إلى القروض البنكية والسندات وما يتبعه من آثار سلبية على الوضعية المالية المستقبلية. ويعرف التمويل التأجيلي " بأنه التزام تعاقدى بتأجير أجهزة وأدوات إنتاجية من مؤسسة مالكة إلى مؤسسة إنتاجية مستخدمة لفترة معينة مقابل أقساط كراء محددة ". إن ظهور هذا النوع من التمويل استطاع إن يعوض عجز طرق التمويل الداخلي والخارجي. وبما يتميز به التمويل التأجيلي من ايجابيات أصبح ينافس الطرق التقليدية في التمويل كالقروض المتوسطة والطويلة الأجل. مما ساعد على اتساع هذا النوع من التمويل هو المزايا التي يستفيد منها كل من المؤجر والمستأجر من مزايا ضريبية وغيرها، وهو شكل من أشكال التغلب على محدودية مصادر التمويل، ويعتبر ضروريا في الدول التي تعاني الندرة في الأموال. ومن أسباب ظهور هذا النوع من التمويل نذكر:<sup>20</sup>

- الرغبة في الاستفادة من التطور التكنولوجي لوسائل الإنتاج.
- ضرورة التجديد المستمر.
- ارتفاع أسعار شراء التجهيزات والمعدات المتطورة.
- ارتفاع أسعار الفائدة على الديون طويلة الأجل وما يرافقها من شروط صعبة تعجز بعض المؤسسات على استقائها.

### ثالثا: تمويل طويل الأجل:

يتعلق التمويل طويل الاجل بالفترة الطويلة التي يتم فيها تمويل المشروع او تمويل المؤسسة والذي يتيح لها السيولة اللازمة للقيام بنشاطاتها المحددة خلال هذه الفترة المعينة.

### 1.3. تعريف التمويل طويل الاجل:

<sup>19</sup> محمد مفلح عمد، مقدمة الإدارة المالية والتحليل المالي مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، 2006، ص 1.

<sup>20</sup> عدنان هاشم السمراني، الإدارة المالية منهج التحليل الشامل، الجامعة المفتوحة، الطبعة 1997، 2، ص 262.

ينشأ من الطلب على الأموال اللازمة لحيازة التجهيزات الإنتاجية ذات المردودية على المدى الطويل وتوجه أيضا إلى مشاريع إنتاجية تفوق مدتها خمس سنوات.

هو التمويل الذي يمنح للمؤسسات ويمتد أكثر من سبعة سنوات، حيث يكون موجها لتمويل العمليات الاستثمارية طويلة الأجل، وذلك نظرا لكون نشاطات الاستثمار هي تلك العمليات التي تقوم بها المؤسسات لفترات طويلة بهدف الحصول على وسائل الإنتاج أو عقارات أو أراضي والمباني وغيرها.<sup>21</sup>

هو التمويل الذي يمنح للمؤسسات ويمتد أكثر من سبع سنوات حيث يكون موجه لتمويل العمليات الاستثمارية طويلة الاجل وذلك نظرا لكون نشاطات الاستثمار هي تلك العمليات التي تقوم بها المؤسسات لفترات طويلة.

### 2.3. مصادر التمويل طويل الاجل:

\* التمويل عن طريق حقوق الملكية: وينقسم إلى:

\* الأسهم العادية: يعد هذا النوع من الأسهم من أكثر الأنواع شيوعاً، وهو عبارة عن حصة في ملكية المنشأة تخول لصاحبها الحصول على الأرباح بعد سداد الالتزامات للآخرين، كما أن لحامل السهم العادي حق المشاركة في إدارة المنشأة. وتعتبر هذه الأسهم مصدراً أساسياً للتمويل وتكوين رأس المال خاصة في مرحلة التأسيس، حيث يتم تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية في شكل أسهم يتم طرحها للجمهور مرة واحدة، كما قد تتغير قيمة السهم العادي تبعاً لتغير ظروف المنشأة المالية والظروف الاقتصادية عامة.

\* التمويل من الأسهم الممتازة: يعتبر هذا النوع من الأسهم وسطاً بين الأسهم العادية والسندات، وتتسم ببعض خصائص كل منهما، فهي تشبه الأسهم العادية لكونها حصة في ملكية المنشأة، كما يحق لحاملها المطالبة بحصته، وتشبه السندات لكونها تمثل أرباحاً محددة في الغالب، حيث تضمن المنشأة حداً أدنى أو أعلى من الأرباح لحملة الأسهم الممتازة، كما أن حملة هذه الأسهم لا يشتركون في التصويت كحملة السندات، ولهم الأولوية بعد حملة السندات في استرداد حقوقهم عند التصفية للمنشأة. وتجمع هذه الأسهم بعض الشروط التي تصدر على أساسها السندات، كقابلية إلى التحويل لأسهم عادية، أو القابلية للاستدعاء في الوقت الذي تحدده المنشأة المصدرة لهذه الأسهم.

\* التمويل بالأرباح المحتجزة: تتميز الأرباح المحتجزة عن غيرها من مصادر التمويل طويلة الأجل، من حيث كونها مصدراً داخلياً للتمويل. فالمنشآت التي تحقق أرباح لديها الخيار بين توزيعها كاملة في نهاية العام أو توزيع جزء منها، والاحتفاظ

<sup>21</sup> هيثم صاحب عجام، نظرية التمويل، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2001، ص 31.

بالفرق بين الأرباح الصافية وتلك الموزعة، هذا إضافة إلى وجود تشريعات قانونية تلزم المنشآت بالاحتفاظ باحتياطات اللازمة كنسبة مئوية من الأرباح السنوية المحققة، أما ملكية هذه الأرباح المحتجزة تعود للمساهمين، وتعد جزءاً من حقوق الملكية، وتتأثر كمية هذه الأرباح بسياسة توزيع الأرباح في المنشأة، ونشير هنا، إلى أن الأرباح المحتجزة تؤدي إلى زيادة القيمة الدفترية للسهم ناجمة عن زيادة حقوق الملكية، وذلك يترجم من خلال وجود علاقة إيجابية بين حجم هذه الأرباح المحتجزة والقيمة الدفترية للسهم.

#### \* الاقتراض طويل الأجل:

تتكون القروض محدودة الأجل التي تحصل عليها المنشآت بشكل مباشر من القروض ذات الفترة المحددة التي يكون استحقاقها لأكثر من سنة واحدة ولكن أقل من خمسة عشر سنة، والتي يتم تسديدها على دفعات متساوية ومنظمة (أي يتم استنفادها) خلال فترة هذه القروض أما الإصدار الخاص فيمثل قروضا مباشرة من مصادر خاصة باستحقاقات أكثر من 15 سنة، ويتكون جزء كبير منها من سندات أذنية طويلة الأجل، والجدير بالذكر إن التمييز بين هذين النوعين من القروض هو تمييز حكمي، إذ أن الإصدار الخاص يختلف عن القروض محدودة الأجل فقط في طول فترة الاستحقاق الذي تم تحديده بشكل حكمي.<sup>22</sup>

#### \* التمويل عن طريق السندات:

السند هو مستند مديونية طويلة الأجل تصدره المؤسسات، يعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق أيضا في معدل فائدة دوري يتمثل في نسبة من القيمة الاسمية، وللسند أرباحا رأسمالية، كما قد يتحمل خسائر رأسمالية، وتتحدد القيمة السوقية حسب درجة المخاطرة التي يواجهها حامله، والتي تعتمد هي أيضا على الوضعية المالية للمؤسسة وعلى الظروف الاقتصادية المحيطة وذلك مستوى الأسعار فائدة في السوق.

عند إصدار سندات قد تشترط المؤسسة المصدرة أحقية استدعاء السندات أي إعادة شرائها، ويحصل حامل السند في العادة مقابل إعادة الشراء على قيمة تفوق القيمة الاسمية، فالفرق يسمى علاوة الاستدعاء (والعكس خصم

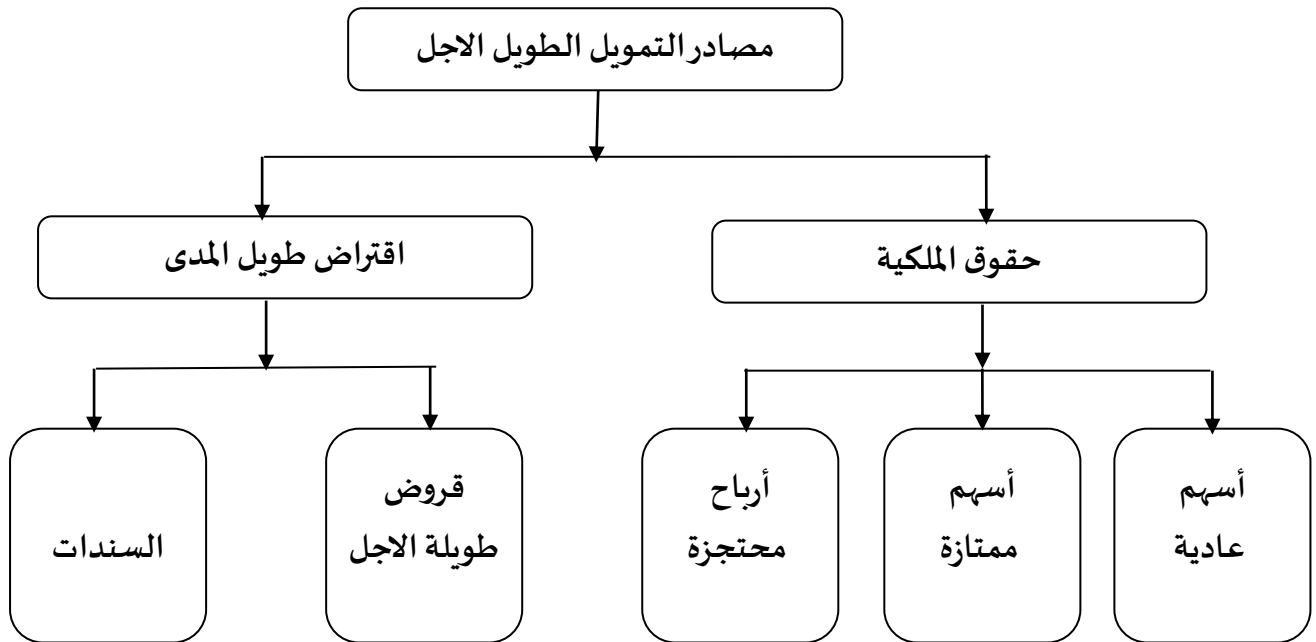
<sup>22</sup> لسلوم مبارك، مرجع سابق، ص 190.

الاستدعاء)، وتلجأ المؤسسات إلى ذلك حتى تستفيد من فرصة انخفاض أسعار الفائدة في السوق فتصدر سندات جديدة بمعدل فائدة أق تعويضاً للسندات السابقة ذات معدل الفائدة المرتفع.<sup>23</sup>

يعد التمويل من أساسيات انشاء وتشغيل وتوسيع المؤسسات بمختلف انواعها واحجامها اذ تحتاج المؤسسات الى ادوات التمويل بأشكالها المختلفة وهذا من اجل تغطية مختلف احتياجاتها المالية للقيام بأنشطتها ووظائفها المعتادة لهذا تؤثر مشاكل التمويل المؤسسات الكبيرة بصفة عامة وعلى المؤسسات الصغيرة بصفة خاصة نظرا للخصائص التي تتميز بهذه المؤسسات.

ويمكن تلخيص مصادر التمويل الطويل الاجل في الشكل الموالي:

الشكل رقم 02: مصادر التمويل الطويل الاجل.



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المراجع السابقة.

## المحاضرة الثالثة: التمويل الذاتي

تعد المؤسسة الاقتصادية المحرك الأساسي للاقتصاد في أي دولة، كونها الركيزة الأساسية التي يقوم عليها البناء الاجتماعي. ولضمان استمراريتها وتحقيق ازدهارها لا بد عليها أن توفر مصادر التمويل التي تعد عصب الحياة الاقتصادية

<sup>23</sup> نور الدين خبايا، الإدارة المالية دار النشر، بيروت، لبنان، 1997، ص 49.

لها، وعلى هذا الأساس تعمل المنشأة جاهدة على تغطية احتياجاتها المالية وذلك عن طريق آليات تمويل داخلية والمتمثلة في التمويل الذاتي أو الداخلي، فان عدم كفاية هذه الموارد يحتم على المنشأة الاقتصادية اللجوء إلى البحث عن آليات تمويل خارجية تكون هذه الأخيرة إما عن طريق حقوق ملكية أو الاستدانة من القروض والتي بدورها تتطلب ضمانات وشروط محددة مسبقا لتفادي مختلف المخاطر.

### أولاً: الإطار العام للتمويل الذاتي:

يعد التمويل الذاتي من أبرز مصادر التمويل الداخلي الذي بدوره يساهم في زيادة الأصول الاقتصادية دون الحاجة في ذلك إلى مصادر خارجية لاستكمال المنشأة الاقتصادية لتجارتها، حيث تعد الأموال المملوكة المصدر الأول لتمويل المؤسسات الجديدة، كما تمثل حجر الأساس الذي يستند إليه الاقتراض بالنسبة للمؤسسات.

#### 1.1. تعريف التمويل الذاتي:

يقصد به تلك المتولدة والناجمة عن قيام المؤسسة بنشاطها خلال دورة الاستغلال أي القدرة الذاتية للمؤسسة بتمويل نفسها دون اللجوء إلى الغير.

يعرف ايضا التمويل الذاتي على انه الأموال المتولدة من العمليات الجارية للشركة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، وهو يمكن المنشأة من تغطية الاحتياجات المالية اللازمة لسداد الديون وتنفيذ الاستثمارات وزيادة رأس المال العامل.<sup>24</sup>

يعرف بأنه المتبقي من قدرة التمويل الذاتي بعد دفع العوائد للمساهمين في المؤسسة، والتخصيصات الأخرى فهو طريقة لتمويل نشاط المؤسسة باستعمال الموارد المالية الخاصة بالمؤسسة الناتجة عن الأرباح والادخارات السابقة المتراكمة ودون اللجوء إلى أطراف خارجية.<sup>25</sup>

كما يعرف التمويل الذاتي على أنه إمكانية المؤسسة لتمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة، هذه النتيجة يضاف إليها عنصرين هامين يعتبران موردا داخليا للمؤسسة وهما الإهلاكات والمؤونات.

التمويل الذاتي هو عبارة عن القدرات الذاتية للمؤسسة على تمويل الاستثمارات التي تقوم بها.

<sup>24</sup> أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008، ص 27.

<sup>25</sup> Fabienne Guerra, Comptabilité managériale : l'utilisation du système d'information comptable, De Boeck, Bruxelles, 2004, P 154.

كما يعرف أيضا على أنه وسيلة تمويلية جد هامة وتعد الأكثر استعمالا حيث تسمح للمؤسسة تمويل نشاطها دون اللجوء الى أطراف خارجية. وهو قدرة المؤسسة على تمويل نفسها من مصادرها الداخلية ويعتبر دليلا على قدرة المؤسسة ماليا في حالة شح المصادر الخارجية خلال نشاطها.

التمويل الذاتي هو الفائض النقدي الذي تحتفظ به المؤسسة بعد توزيع الأرباح على المساهمين.<sup>26</sup>

ويعبر عنه بالعلاقة التالية: التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة.

نستنتج من التعاريف السابقة أن التمويل الذاتي هو نتيجة نشاط جاري للمؤسسة الاقتصادية، ولها حرية التصرف في استخدامه دون قيود وذلك بتوجيهه لتمويل الاستثمارات، ويعتبر الضمان الوحيد للاستمرارية وتوسع المؤسسة.

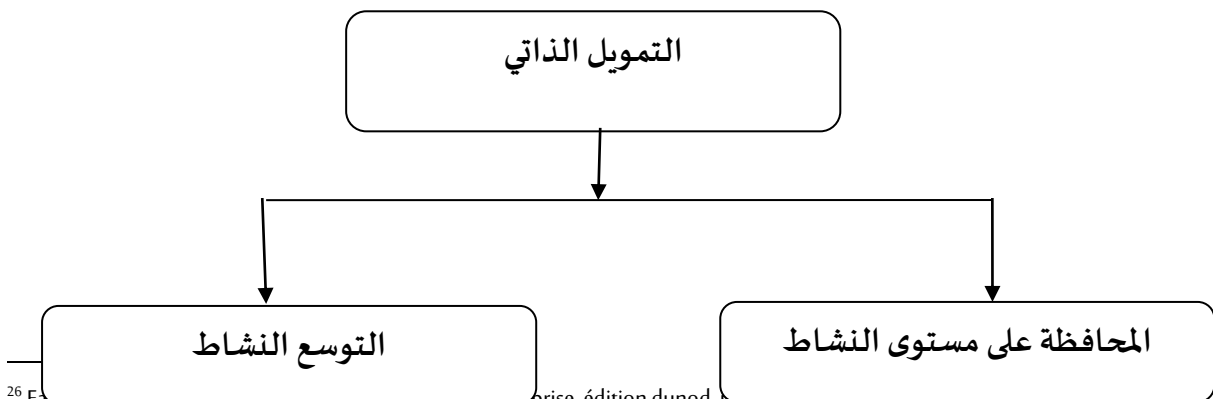
## 2.1. أنواع التمويل الذاتي:

يمكن ان نميز بين نوعين من التمويل الذاتي هما كالتالي:<sup>27</sup>

\* تمويل ذاتي خاص بالمحافظة على مستوى النشاط: وهو عبارة عن التمويل الذاتي الذي هدفه المحافظة على الطاقة الإنتاجية للمؤسسة حيث أن المؤسسة تخصص أموالها لتحقيق الأهداف المسيطرة لا أكثر، ويتكون عموما من الإهلاك.

\* التمويل الخاص بالتوسع: في بعض الأحيان نجد أن التمويل الذاتي يفوق الانخفاض الذي يحدث في عناصر الأصول، وفي هذه الحالة تلجأ المؤسسة إلى استعمال ذلك الفائض في شراء استثمارات جديدة أو زيادة مخزونها أو حتى زيادة راس مالها، ومنه فإن هذا النوع من التمويل الذاتي يسمى بالتمويل الذاتي الخاص بالتوسع، والذي يتشكل من الأرباح بعد اقتطاع الضريبة والتوزيع.

الشكل رقم 03: أنواع التمويل الذاتي.



<sup>26</sup> Fa... prise, édition dunod, Paris, 1997, p. 55.

<sup>27</sup> سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل هياكل المالية، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، 1997، ص 55.

المصدر: سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل هياكل المالية، مكتبة الاشعاع الفنية، 1997، ص55.

### ثانيا: مراحل تكوين التمويل الذاتي ومكوناته:

إن التمويل الذاتي هي إمكانية المؤسسة لتمويل نشاطها انطلاقا من مواردها الذاتية (الداخلية) دون اللجوء إلى مصادر خارجية، إلا أن هذا النوع من التمويل لديه مكونات عديدة ويمر بعدة مراحل حتى يتم تكوينه.

#### 1.2. مكونات التمويل الذاتي:

تتمثل مكونات التمويل الذاتي في الإهلاكات، المؤونات، الأرباح المحتجزة، وسوف نتطرق إليها فيما يلي:<sup>28</sup>

- الإهلاكات: الإهلاك هو الإثبات المحاسبي للتدني الذي يحدث في قيمة الاستثمارات بفعل الاستعمال أو التقادم سواء تعلق الأمر بالتجهيزات الإنتاجية أو الاجتماعية، وهذا التدني الذي يحدث في قيمة الاستثمارات يعود لنقص طاقتها حيث أنها بعد فترة تصبح غير صالحة وتضطر المؤسسة لتغييرها، فبفضل أفساط الإهلاك المتراكم تتمكن المؤسسة في نهاية حياة الأصل المهتمك من استبداله دون الوقوع في مشكلة البحث عن مصادر التمويل للقيام بذلك.
- المؤونات: تعتبر المؤونات إحدى المكونات الأساسية للتمويل الذاتي في المؤسسة الاقتصادية، وذلك لاعتبارها مصاريف وهمية، لا ينتج عنها تدفق نقدي خارجي حقيقي.
- الأرباح المحتجزة: قبل الحديث عن الأرباح المحتجزة يجدر بنا أن نشير إلى النتيجة الصافية وكيفية تشكيلها، فالنتيجة الصافية هي ثمرة النشاط الكلي للمؤسسة الاقتصادية، حيث تمثل رصيد نشاط المؤسسة الاقتصادية، وكل وحدة اقتصادية تسعى لتعظيم نتيجتها الصافية كونها من بين أهم المؤشرات الدالة على حالة المؤسسة وفضلها تتمكن المؤسسة من ضمان استمراريتها.

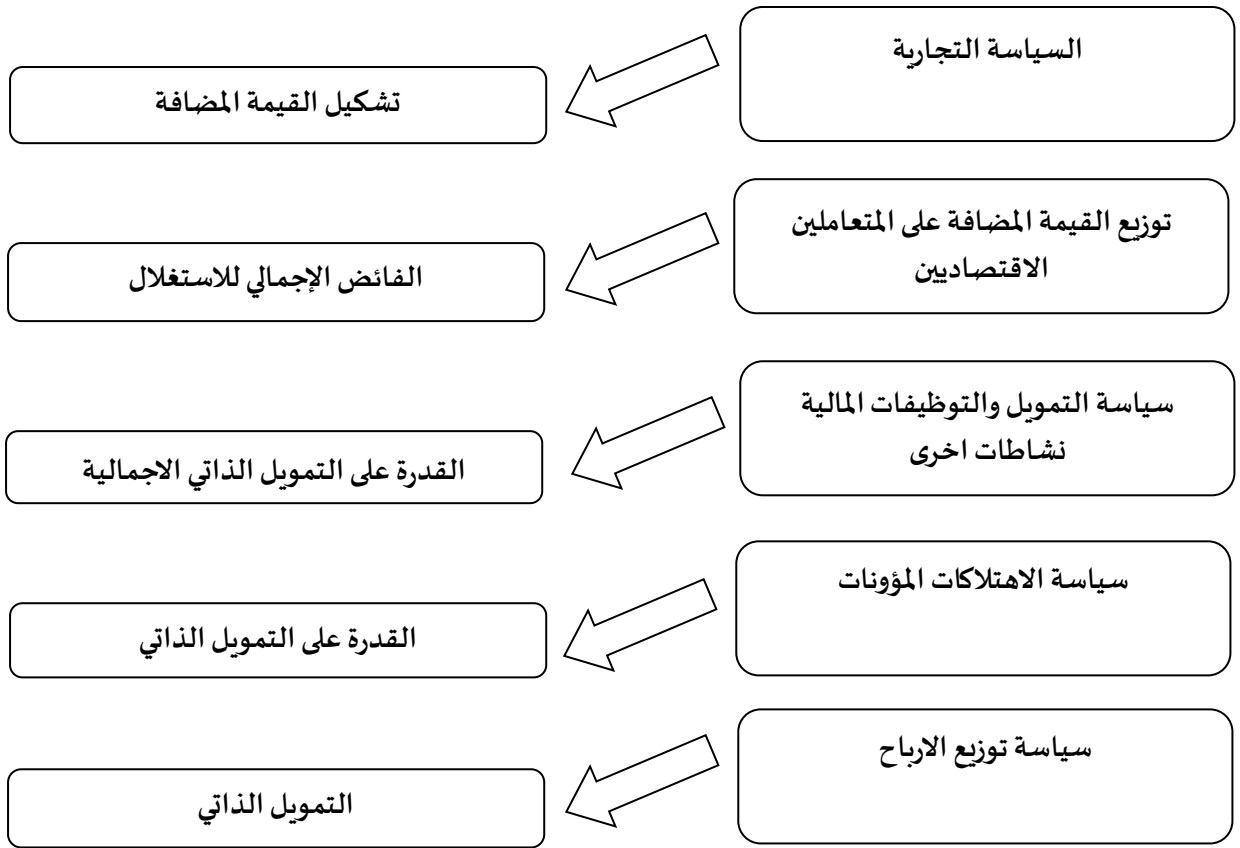
#### 2.2. مراحل تكوين التمويل الذاتي:

يمكن تمثيل مختلف مراحل تكوين التمويل الذاتي في الشكل التالي:

الشكل رقم 04: مراحل تشكل التمويل الذاتي.

<sup>28</sup> محمد شعبان، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة المؤسسة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة احمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009-2010، ص12.





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

يتبين من خلال الشكل السابق أن التمويل الذاتي يتشكل من خلال المراحل التالية:<sup>29</sup>

ينطلق من الإيرادات التجارية المحققة حيث يغطي رقم الأعمال الاستهلاكات الوسيطة ليتشكل ما يسمى بالقيمة المضافة، حيث يسمح مؤشر القيمة المضافة في تحديد سياسة التمويل وعلاقة المؤسسة بمقدمي الخدمات الخارجية والمقاولة بالباطن وقدرتها على التحكم في استهلاكاتها المباشرة.

رصيد القيمة المضافة المحقق في المرحلة السابقة يوجه لتغطية مصاريف المستخدمين ومصاريف الضرائب والرسوم ليشكل الفائض الإجمالي للاستغلال.

القدرة على التمويل الذاتي هو النتيجة الإجمالية المحققة حسب المراحل السابقة وهو بمثابة المحصلة النهائية للتدفقات المالية الحقيقية قبل توزيع الأرباح.

<sup>29</sup> محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة الجزائر، 2016، ص 115.

بعد توزيع الأرباح على المساهمين يتشكل للمؤسسة التمويل الذاتي الذي يسمح للمؤسسة بتوجيهه نحو الاستثمارات المختلفة، وهنا تبرز للمؤسسة أهمية تحقيق قدرة على التمويل الذاتي مهمة وهو الأمر الذي يمكنها من تسديد مستحقاتها اتجاه المساهمين والرصيد المتبقي يشكل التمويل الذاتي.

### ثالثاً: آثار استخدام التمويل الذاتي:

للممول الذاتي مزايا وعيوب، حيث تتمثل ميزته الأساسية في اعتباره المصدر الأول لتكوين رأس المال الطبيعي بأقل تكلفة ممكنة، كما يمكن أن توجه إليه انتقادات متعددة وخاصة على المستوى الكلي.

#### 1.3. مزايا التمويل الذاتي:

تتمثل مزايا التمويل الذاتي في العديد من الامتيازات الفوائد، والتي سوف نتطرق إليها فيما يلي:<sup>30</sup>

- استقلالية المؤسسات عن البنوك والمؤسسات المالية.
- إعطاء المؤسسة الحرية في اختيار نوعية الاستثمار دون التقييد بشروط القروض أو أسعار الفائدة أو بمختلف الضمانات التي قد تطلب منها الحصول على الأموال من المصادر الخارجية.
- المصدر الأول لتكوين رأس المال بأقل تكلفة ممكنة.
- تجنب الاقتراض بسعر فائدة مرتفع.
- الاحتفاظ بالأرباح يعفي المؤسسة والمساهمين فيها من خصوم أرباحهم الموزعة للضريبة على الأرباح التجارية وضرائب أخرى.
- انخفاض تكاليف المؤسسة نتيجة احتفاظها بالأرباح ومن ثم تجنب الاقتراض الذي يكلف المؤسسة أعباء كبيرة.
- ضيق السوق النقدية ونقص الادخارات وعدم الرغبة في التوظيف الاستثماري طويل الأجل بالنسبة لسوق رأس المال.

#### 2.3. عيوب التمويل الذاتي:

للممول الذاتي في نفس الوقت العديد من السلبيات والعراقيل، والتي سوف نتطرق إليها فيما يلي:<sup>31</sup>

<sup>30</sup> محمد شعبان، مرجع سابق، ص 13.

<sup>31</sup> عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة، إدارة الائتمان، دار وائل للطباعة والنشر، 1999، عمان، الأردن، ص 13.

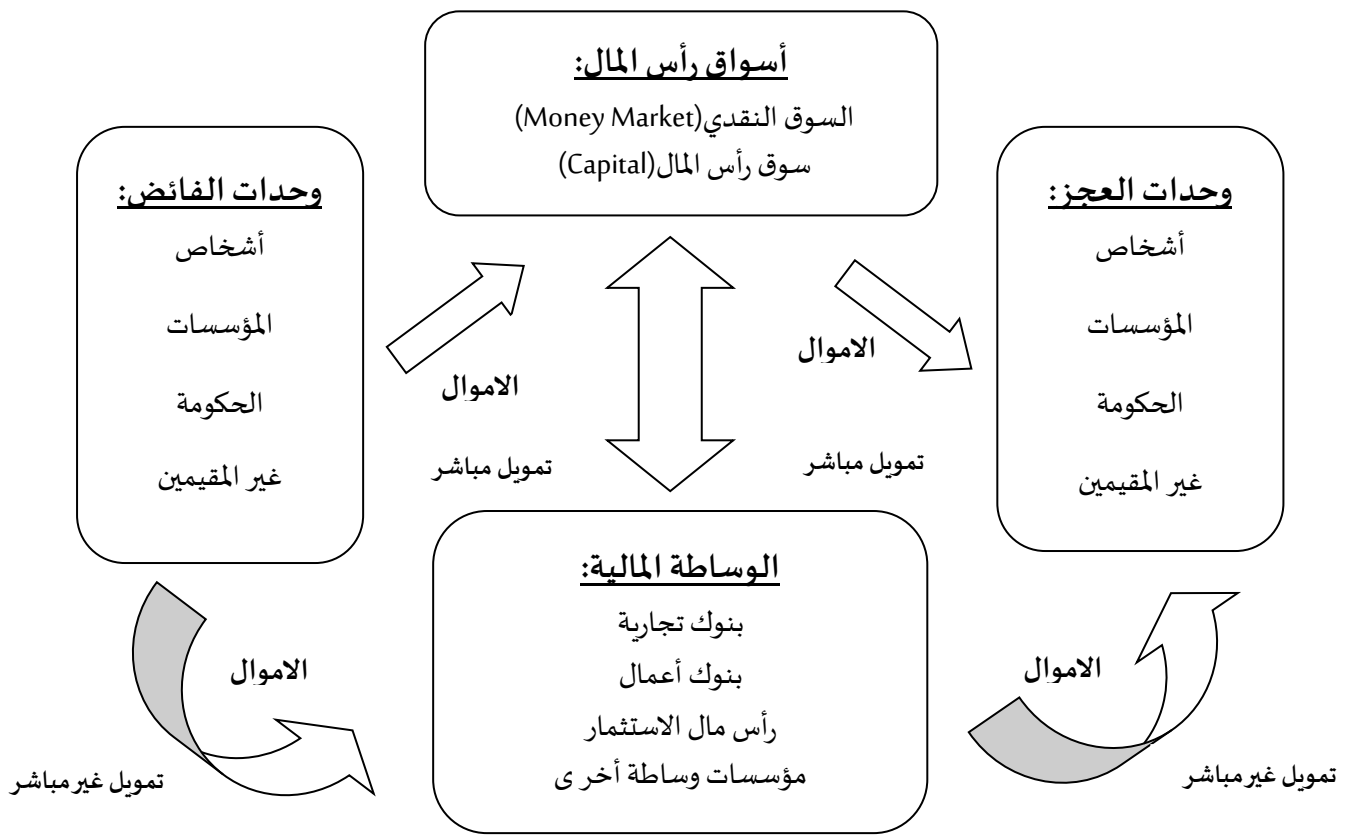
- الامتناع أو تخفيف حجم الأرباح الموزعة سوف يؤدي إلى زيادة التمويل الذاتي مما قد ينعكس على الطلب على أسهم المؤسسة مما يخفض قيمته في السوق.
- قد يؤدي إلى فقدان اهتمام المساهمين بالمؤسسة نتيجة لتراجع الأرباح الموزعة.
- حجم التمويل الداخلي عادة لا يكفي لسد مختلف الاحتياجات التمويلية.
- محدودية الأرباح الموزعة في حالة المؤسسات ذات الأسهم.
- يمنع من تجميع المدخرات وبالتالي توزيعها على مختلف القطاعات والأنشطة طبقاً لأولويات استثمارية معينة تتفق مع أهداف السياسة الاقتصادية، أي انحصار المدخرات في التوظيف في القطاعات ذات العائد المرتفع.
- عادة ما يكون حجم التمويل الذاتي غير كاف لتمويل الاستثمارات المقررة، وتلبية احتياجات التمويل، وبذلك فإن الاعتماد الكلي عليه يسمح بعملية الزيادة في رأس المال بشكل بطيء. مما قد يؤدي إلى عدم الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة والمربحة، بسبب هذا النوع من التمويل، لتوفير الاحتياجات المالية اللازمة للمؤسسة،
- قد يؤدي عدم توزيع الأرباح على المساهمين والمستخدمين، وضمها إلى التمويل الذاتي إلى فقدان اهتمامهم بالمؤسسة،
- إن التمويل الذاتي يحجز الادخار المجمع في نفس القطاع، ومن ثم فإن عدم الاستغلال الأمثل لهذه الأموال، قد يؤدي إلى إضعاف العائد بسبب تقصير الإدارة في دراسة مجالات استخدام هذه الأموال، وذلك بخلاف الأموال الأجنبية، وقد يكون من الأمثل توزيعها على الشركاء لاستثمارها في مشاريع أكثر مردودية،
- لعل عدم خضوع التمويل الذاتي للرقابة، قد يؤدي إلى تبديد الأرباح المتراكمة، وذلك باستثمارها في مشاريع غير ذات أهمية، أو تجميدها وعدم الاستفادة منها.

## المحاضرة الرابعة: التمويل غير مباشر: طريق الاقراض

يعد التمويل غير مباشر أحد أهم المنتجات التمويلية التي تقوم البنوك بتوفيرها لعملائها الاقتصاديين، ويكون ذلك وفق ضوابط محددة مسبقاً من طرف البنك، وعلى هذا الأساس تتاح فرصة للمنشأة الاقتصادية للحصول على تمويل جديد لبدأ نشاطاتها وفي المقابل تلتزم هذه الأخيرة بسداد الدين وفق الالتزامات المتفق عليها.

ان التمويل غير المباشر هو جميع الطرق والأساليب غير المباشرة للحصول على التمويل خارج الشركة من خلالها لغاية ما، والمتمثلة في الأسواق المالية، والبنوك... إلخ، أو يمكن القول بأنه: كل المصادر المالية التي تتم عن طريق وسطاء. فتلبي مؤسسات التمويل غير المباشر احتياجات المقترضين الذين يحتاجون إلى رؤوس الأموال وأصحاب الصناديق الذين يريدون الاستثمار. ولا تجمع مؤسسات التمويل بين المقترضين وأصحاب الأموال بشكل مباشر، ولكنها تلبي احتياجاتهم المالية من خلال مساعدة مؤسسات الوساطة المالية كالبنك. لأن هناك عديد من وسائل الراحة والمزايا الأخرى التي تقدمها البنوك والمؤسسات كالوساطة المالية.

الشكل رقم 05: مفهوم التمويل غير مباشر.



Source: Ghifary D. Rohman, Abdulmajid O. H. Saleh, Anas A. Kassim: Financial Intermediation in Direct and Indirect Financing and Its Role in The Financial System, AL-HIKMAH RESEARCH & PUBLICATION CENTER, 2021, p79.

#### أولاً: الإطار العام للاقتراض أو القروض:

يقصد بالتمويل عن طريق الاقتراض اللجوء إلى الغير لاقتراض مبلغ التمويل المطلوب، وعادة ما يتم اللجوء إليه في مرحلة ما بعد البدء والعمل في المشروع، وكذلك يتم اللجوء إليه غالباً لتمويل احتياجات مشروعات فترة تنفيذها طويلة، وقد تكون القروض قصيرة الأجل (مدتها أقل من عام) أو طويلة الأجل، وأهم صفتين للقروض أنهما أولاً: واجبة

السداد على أقساط منتظمة وثانياً: أن هناك فائدة تضاف على القرض يتم الاتفاق عليها مع جهة التمويل، وربما تكون هناك تفاصيل أخرى مثل وجود فترة سماح.

### **1.1. تعريف القروض:**

يعبر القرض عن منح الثقة باعتبارها أساس كل قرض الذي هو عبارة عن مبادلة قيمة حاضرة بقيمة آجلة، حيث يعرف القرض على أنه: تلك الخدمات المقدمة للعملاء والتي يتم بمقتضاها تزويد الأفراد والمؤسسات والمنشآت في المجتمع بالأموال اللازمة على أن يتعهد المدين بسداد تلك الأموال وفوائدها، والعمولات المستحقة عليها والمصاريف دفعة واحدة أو على أقساط في تواريخ محددة وتدعم تلك العملية بتقديم مجموعة من الضمانات التي تتضمن للبنك استرداد أمواله في حالة توقف العميل عن السداد دون أية خسائر.<sup>32</sup>

القرض هو اتفاق تعاقدى بين البنك والذبون. يقوم البنك بموجبه بتوفير التمويل اللازم للذبون مقابل للتعهد هذا الأخير بسداد المبالغ المقرض بالإضافة إلى فوائدها والعملات والرسوم المستحقة عليها إما على دفعة واحدة أو على أقساط في فترة زمنية معين.

اما في التشريع الجزائري، نجد أن القانون رقم 86-12 المتعلق بنظام البنوك والقرض، قد عرف عملات القرض بأنها: كل عمل تقوم به مؤسسة مؤهلة لهذا الغرض وكان قصد بها خلال تلك الفترة مؤسسات القرض ذات الصبغة العامة اي البنوك ومؤسسات القرض المتخصصة، بحث تضع مؤقتا وبمقابل أموال تحت تصرف شخص معنى أو طبع أو تعد بذلك أو تتعاقد بالتزام موقع لحساب هذا الأخير.

### **2.1. أهمية القروض:**

تعتبر القروض المصرفية المورد الأساسي الذي يعتمد عليه البنك من الحصول على إيراداته إذ تمثل الجانب الأكبر من استخداماته وتتمثل أهميتها فيما يلي:

- تسهيل المعاملات التي أصبحت تقوم على أساس الدفع الآجل والوعد بالوفاء، وكيف إن هذا الأسلوب قد رافق النهوض الاقتصادي الذي لم يسبق لها مثيل في تاريخ الإنساني.
- يعتبر وسيلة مناسبة لتحويل رأس مال من شخص لآخر، فهو بذلك واسطة للتبادل وواسطة لاستغلال الأموال في الإنتاج والتوزيع، أي واسطة لزيادة إنتاجية رأس المال.

<sup>32</sup> عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة عملياتها وادارتها، دار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2000، ص 403.

- من وجهة نظر البنك، فإن القرض يشكل النشاط الذي يرتبط بالاستثمار، الأكثر جاذبية له ومن خلاله يستطيع البنك التجاري أن يضمن الاستمرارية والنمو ويضمن القدرة على تحقيق مجموعة الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها ويتحقق ذلك لأن الائتمان بمفهومه العام يرتبط كشكل من أشكال الاستثمار المصرفي بأهم أصول البنك التجاري.
  - تلعب القروض دور هام في تمويل حاجة الصناعة والتجارة والزراعة والخدمات فتستخدم في عمليات الإنتاج والتوزيع والاستهلاك.
  - تمكن البنوك من الإسهام في تنمية النشاط الاقتصادي، فتعمل القروض على خلق فرص العمالة وزيادة القوة الشرائية التي تساعد على التوسع في استغلال الموارد الاقتصادية وتحسين مستوى المعيشة.
  - الفرض يسمح باستعمال أفضل لرؤوس الأموال.<sup>33</sup>
- وبشكل عام فإن أهمية القروض تظهر في مرحلة النمو والتطور الاقتصادي، حيث أن الطلب عليها تحددها حاجة القطاعات الاقتصادية، إلى التمويل اللازم. وعليه فإن القروض تلعب دور هام في الحياة الاقتصادية، ومن خلاله يتمكن الاقتصاد من ضمان مستويات النمو والاستقرار.
- وباختصار من القول إن أهمية البنوك تكمن فيما يلي
- ✓ تسهيل المعاملات التي أصبحت تقوم على أساس العقود والوفاء بالوعد.
  - ✓ المساهمة في النمو والازدهار الاقتصادي للبلاد.
  - ✓ يعتبر أهم مصادر التمويل المشاريع الصناعية والزراعية.
  - ✓ وسيلة مناسبة لتحويل رأس المال من شخص لآخر أي وساطة لزيادة إنتاجية أرس المال.
  - ✓ المحافظة على قيمة رأس المال المقرض بالنسبة للبنك.
  - ✓ يساهم في تحقيق الاستقرار وثبات الأسعار وبالتالي على قيمة النقود.
  - ✓ يمكن أيضا من الحصول على فوائد للبنك إثر تحويل سيولة الأفراد الذين يطلبون القرض مقابل إيداع ضمانات في ميعاد استحقاق معين.

### 3.1. أهداف القروض:

<sup>33</sup> رفقة المحجوب، المالية العامة، دار النهضة العربية للنشر، ط1، 1997، ص 487.

إن إقبال المؤيدة على البنوك عامل حضاري من عوامل التنمية، لكن في الواقع ما هو الا إقبال الدفاتر التجارية للمؤسسة وتسريح عمالها وإعلان إفلاسها، وبذلك لما لا تلجأ هذه المؤسسة إلى الإقراض للقضاء على اللازمة كيفما كان مصدرها، ومن ثم يمكن تقييم أهداف العملية الإقراضية إلى:

#### \* أهداف اقتصادية:

- ✓ تزويد السوق الوطنية بالمنتجات عوض الاقتصاد.
- ✓ تغطية العجز المالي للمؤسسة.
- ✓ تحقيق معدل معين من الربح.
- ✓ التصنع بعناية المصرف.

#### \* أهداف اجتماعية:

- ✓ القضاء على البطالة.
- ✓ رفع مستوى العمال اجتماعيا ومعاشيا ودمجهم في الحياة الاجتماعية.
- ✓ العناية بالمجتمع وتلبية حاجياته الحياتية ثقافيا وسياسيا.

#### ثانيا: مراحل تمويل القروض:

يتم تقييم وتنفيذ طلبات التمويل الاستثماري التي تقدم للبنوك المساهمة في تمويل المشروعات بعدة مراحل يمكن إجمالها في 4 مراحل أساسية وفقا لما يلي:<sup>34</sup>

#### 1.2. الدراسة المبدئية:

يقصد عندما يتلقى البنك طلب التمويل يقوم بدراسته للتعرف على المشروع المقترح تنفيذه والسلع والخدمات التي يقدمها وخصائصها وخبرات ومؤهلات القائمين على المشروع ومدى توافر سوق مناسبة للمشروع في ضوء نوعية الإنتاج والسعر المقدر لبيعه وأخذا في الاعتبار ظروف العرض والطلب والمنافسة في الحاضر والمستقبل، والتعرف على الجهة التي أصدرت الترخيص للمشروع والقانون الذي يخضع له والأخطاء المختلفة المحيطة به، والربحية المتوقعة منه، وفي ضوء نتائج الدراسة المبدئية التي يعدها البنك بالاستعانة بالبيانات التي يحصل عليها من المشروع والواردة بدراسة الجدوى إذا كانت مرفقة بطلب التمويل يصل البنك إلى قرار بشأن السير في مراحل الدراسة التالية أو استبعاد الطلب

<sup>34</sup> إبراهيم مختار، التمويل المصرفي منهاج اتخاذ القرارات، دار الطباعة الحديثة المصرية، القاهرة، الطبعة 3، 1993، ص183.

لعدم توافر فرص نجاحه كما لو كان يتعارض مع الأهداف القومية أو مع ظروف البيئة، أو لوجود مصاعب تحد من التسويق الفعال للسلعة أو لعدم إمكان توافر بعض عناصر الإنتاج بصورة منتظمة مقبولة.

## 2.2. دراسة جدوى المشروع:

يقوم البنك بإعادة دراسة لجدوى المشروع بجوانبها المختلفة إذا لم تكن هناك أصلا دراسة جدوى للمشروع وطلب إليه ذلك أو بتقييم دراسة الجدوى المقدمة إليه من مروجيه للاطمئنان على سلامة النتائج التي توصل إليها تمهيدا لاتخاذ قرار التمويل المناسب. وتغطي دراسة الجدوى تحليل سوق السلعة تحليل سوق السلعة أو الخدمة التي سينتجها المشروع وكذا الدراسة الفنية للمشروع والتكنولوجيا. و الآلات والمعدات والإستنادات والخامات والعمالة اللازمة له، وتمتد الدراسة إلى الجانب المالي للمشروع ومن خلاله يمكن التنبؤ بالاحتياجات التمويلية وبربحية المشروع، كما تتناول دراسة الجدوى أيضا تقييم الجانب الإداري والهيكل التنظيمي للمشروع... الخ، وقد يتطلب الأمر أن يقوم البنك بتعديل بعض الافتراضات التي قامت عليها دراسة الجداول المقدمة من المشروع وتصويبها من وجهة النظر المصرفية.

## 3.2. اتخاذ قرار التمويل:

في ضوء النتائج التي تعكسها دراسة الجدوى أو التحليل الذي يجريه البنك بشأنها إذا كانت مقدمة إليه يتم اتخاذ القرار المتعلق بشكل وحجم التمويل الذي يساهم به البنك آخذا في الاعتبار الأولويات التي يضعها لنفسه في اختيار المشروعات والموارد المتاحة لديه وتوزيع مخاطر الاستثمار... الخ من المعايير التي تراعى عند التمويل<sup>35</sup>.

## 4.2. صرف التمويل:

بعد الوصول إلى القرار بشأن مساهمة البنك في رأس مال المشروع أو إقراضه يتم توقيع عقد تأسيس الشركة في حالة المساهمة في رأسمالها أو توقيع اتفاقية القرض التي تنظم العلاقة بين البنك والمقترض ويراعى عند صرف حصة البنك في التمويل سواء في شكل مساهمة أو قرض استيفاء الشروط المرتبطة بهذا التمويل.

## ثالثا: أنواع القروض:

يمكن ان نميز بين ثلاثة أنواع من القروض وذلك لاختلاف الحاجات التمويلية وحجم التمويل المطلوب وطبيعة النشاط المراد تمويله، الا وهي: القروض قصيرة الأجل، القروض متوسطة الأجل والقروض طويلة الأجل، والتي سوف نتطرق إليها فيما يلي:

<sup>35</sup> إبراهيم مختار، مرجع سابق، ص 184.



### 1.3. القروض قصيرة الأجل:

يقصد بها تلك القروض التي تقل مدتها على سنة واحدة، وتلجأ المؤسسة إلى القروض قصيرة الأجل لتمويل أنشطة الاستغلال، وتمثل هذه القروض معظم قروض البنوك التجارية، وتعد من أفضل أنواع التوظيفات. لديها.<sup>36</sup>

#### \* القروض العامة:

- تسهيلات الصندوق: وهي إحدى أنواع القروض قصيرة الأجل حيث غالبا ما تكون مدتها أقل من شهر، وتوجه أساسا بهدف تغطية الصعوبات العابرة في الخزينة وإعطاء مرونة لها، حيث تسمح للمؤسسة لمواجهة الاختلالات القصيرة جدا من حيث المدة والتي تتعرض لها خزنتها في بعض الأحيان كحلول أجل الاستحقاقات الجبائية واستحقاق المودعين وغيرها من الأزمات التي تواجه الخزينة.<sup>37</sup>
- السحب على المكشوف: هو عبارة عن وسيلة تمويلية تقدمها البنوك للمؤسسات، ويتمثل في إمكانية سحب المؤسسة من البنك مبالغ مالية محدودة تزيد عن رصيد حسابها الجاري الدائن ليكون بذلك مدينا في حدود مبلغ معين وفترة محددة.
- قروض الموسم: هذا النوع من القروض هو نوع خاص من القروض البنكية ينشئ عندما يقوم البنك بتمويل نشاط موسمي لأحد زبائنه، للإشارة فإن البنك لا يقوم بتمويل كل التكاليف الناجمة عن النشاط الموسمي، وإنما يقوم فقط بتمويل جزء من هذه التكاليف، وبما أن النشاط الموسمي لا يمكن أن يتجاوز دورة استغلال، واحدة أي السنة فإن هذا النوع من القروض مدته تمتد عادة إلى غاية 09 أشهر.
- قروض الربط: وهي عبارة عن قرض يمنح إلى المؤسسة لمواجهة الحاجة إلى السيولة المطلوبة لتمويل عملية مالية في الغالب تحققها شبه مؤكد ولكنه مؤجل فقط لأسباب خارجية، ويتم منح مثل هذه القروض من طرف البنك عندما يكون هناك تأكيد شبه تام من تحقق العملية محل التمويل، ولكن هناك أسباب معينة أخرت تحققها، والهدف من قروض الربط هو تحقيق الفرص المتاحة أمام المؤسسة في انتظار تحقق العملية المالية.<sup>38</sup>

#### \* القروض الخاصة:

<sup>36</sup> عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة، مرجع سابق، ص: 102

<sup>37</sup> Christian Marmuse, Gestion De Trésorerie, Librairie Vuibert, Paris 1988, P. 110.

<sup>38</sup> Farouk Bouyacoub, l'entreprise et le financement bancaire, Casbah éditions, Alger 2000, P 234

■ التسبيقات على البضائع: التسبيقات على البضائع هي عبارة عن قرض يقدم إلى المؤسسة لتمويل مخزون معين ويحصل البنك، مقابل ذلك على بضاعة كضمان للقرض.<sup>39</sup>

■ التسبيقات على الصفقات العمومية: الصفقات العمومية هي عبارة عن اتفاقات للشراء أو تنفيذ أشغال لفائدة السلطات العمومية، تقام بين هذه الأخيرة ممثلة في الإدارة المركزية للوزارات أو الجماعات المحلية أو المؤسسات العمومية ذات الطابع الإداري من جهة والمقاولين أو الموردين من جهة أخرى، أما التسبيقات على الصفقات العمومية فهي عبارة عن تمويل لديون المؤسسة على إدارة أو جماعات محلية، هذه الديون متعلقة بتحقيق صفقة عمومية، ولتمويل إنجاز هذه الأخيرة تلجأ المؤسسة إلى البنك نظرا لطبيعة هذه الصفقات من حيث الحجم فهي مكلفة وتتطلب أموالا ضخمة لإنجازها، وفي هذا الإطار تعرض البنوك صيغتين لتمويل، إعطاء كفالة لصالح المقاولين والتي تم التطرق إليها سابقا أو منح قروض فعلية.

#### ■ القروض بتعبئة الديون الخارجية:

✓ خصم الأوراق التجارية: الورقة التجارية هي محرر قابل لتداول بالطرق التجارية بحيث يقوم مقام النقود، ويثبت لحامل الورقة التجارية حقا يستحق الأداء بعد أجل معين ويغول للحامل المطالبة بالوفاء بهذا الحق. ويعتبر خصم الأوراق التجارية أحد أنواع القروض التي يمنحها البنك لزبائنه، حيث يمكن للمؤسسة الحصول على الأموال اللازمة لها لتمويل أنشطتها المختلفة، وهذا من خلال بيعها للأوراق التجارية للبنك قبل تاريخ استحقاقها ويحل بذلك البنك محل المؤسسة في الدائنية إلى غاية تاريخ استحقاق الأوراق.

✓ الاقتراض بضمان الأوراق التجارية: تلجأ المؤسسة إلى رهن الأوراق التجارية عندما تكون في حاجة إلى سيولة عاجلة وتكون الورقة التجارية التي لديها مستحقة بعد مدة قصيرة، فتقوم باقتراض المبلغ الذي تحتاجه من البنك وترهن الورقة التجارية لديه ضمانا للقرض. ويحدث هذا عادة عندما تحتاج المؤسسة إلى مبلغ بسيط بالنسبة إلى قيمة الكمبيالة ولمدة أقصر من أجلها فتفضل رهنها والاحتفاظ بملكيته.

#### \* القروض بالالتزام أو بالتوقيع:

ما يميز هذا النوع من القروض أنه لا ينتج عنه أي تدفق للأموال من البنك إلى المؤسسة وإنما يتمثل في الضمان الذي يقدمه لها لتمكينها من الحصول على التمويل من جهة أخرى، أي أن البنك لا يعطي نقودا ولكن يعطي ثقته فقط،

<sup>39</sup> منيرة نوري، البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة والمفاضلة بينها في ظل الإصلاح البنكي دراسة حالة مركب تكرير الملح الوطاية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص: تخصص: نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2004-2005، ص 84.

ويكون مضطرا إلى إعطاء النقود إذا عجزت المؤسسة عن الوفاء بالتزاماتها. وفي مثل هذا النوع من القروض يمكن أن نميز بين ثلاث أشكال رئيسية هي الضمان الاحتياطي، الكفالة والقبول.<sup>40</sup>

- **الضمان الاحتياطي:** وهو عبارة عن التزام يمنحه البنك، يضمن بموجبه تنفيذ الالتزام التي قبل بها أحد مديني الأوراق التجارية، وعليه فإن الضمان الاحتياطي هو عبارة عن تعهد لضمان القروض الناجمة عن خصم الأوراق التجارية. وقد يكون الضمان شرطيا عندما يحدد مانح الضمان أي البنك شروطا معينة لتنفيذ الالتزام، وقد يكون لا شرطيا إذا لم يحدد أي شروط لتنفيذ الالتزام.
- **الكفالة:** الكفالة هي عبارة عن التزام مكتوب من طرف البنك يتعهد بموجبه بتسديد الدين الموجود على عاتق المدين في حالة عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته، وتحدد في هذا الالتزام مدة الكفالة ومبلغها، وتستفيد المؤسسة من الكفالة في علاقتها مع الجمارك وإدارة الضرائب وفي حالة النشاطات الخاصة بالصفقات العمومية.
- **القبول:** في هذا النوع من القروض، يلتزم البنك بتسديد الدائن وليس زبونه) المؤسسة (ويمكن التمييز بين عدة أشكال لهذا النوع من القروض، سواء القبول الممنوح لضمان ملاءة الزبون الأمر الذي يعفيها من تقديم ضمانات، أو القبول الممنوح للزبون من أجل مساعدته لاقتناء مساعدة الخزينة والقبول المقدم في التجارة الخارجية.

### 2.3. القروض متوسطة الأجل:

وتتراوح مدتها من سنتين إلى خمس سنوات وأحيانا سبعة وتمنح بغرض تمويل بعض العمليات الرأسمالية للمؤسسات مثل، شراء آلات جديدة بهدف التوسع بوحدة جديدة أو إجراء تعديلات تطور من الإنتاج، وتقسم القروض المتوسطة الأجل إلى قروض المدة وقروض التجهيزات.

### \* قروض المدة:

تتميز قروض المدة بأجلها المتوسطة التي تتراوح بين 03 و 07 سنوات مما يعطي المؤسسة نوع من الراحة بتوفير التمويل وانخفاض مخاطر إعادة التمويل أو تجديد القروض قصيرة الأجل، ذلك لأنه مخاطر الاقتراض قصيرة الأجل عادة تكون عالية بالنسبة للجهة المقترضة، ويرجع ذلك إلى أنه إذا استحق القرض قصير الأجل وكانت المؤسسة مستمرة في حاجتها للأموال ستواجه احتمالات عدم موافقة البنك على تجديد القرض أو يكون التجديد بتكلفة أعلى وشروط غير مناسبة بسبب تغيرات سوق النقد أو المركز المالي للمؤسسة. وتسدد قروض المدة عادة على أقساط دورية متساوية تدفع

<sup>40</sup> صلاح الدين حسين السيسي، التسهيلات المصرفية للمؤسسات والأفراد، دار الوسام للطباعة والنشر، لبنان، 1998، ص: 200

كل ربع أو نصف سنة سنويا وقد تكون هذه الأقساط متساوية أو غير متساوية ويكون التسديد وفقا لجدول تسديد يتم الموافقة عليه بحيث يتناسب مع التدفقات النقدية للمؤسسة.<sup>41</sup>

### **\* قروض التجهيزات:**

وتعرف قروض تمويل التجهيزات بأنها تلك القروض المباشرة التي تراوح مدتها بين سنتين إلى 07 سنوات حيث تكون موجهة لحيازة السلع الرأسمالية، والتي تهلك خلال مدة تتراوح من 08 إلى 10 سنوات وتمول الجهة المقرضة ما بين 70 % إلى 80 % من قيمة التجهيزات مثل سيارات أو شاحنات.

- عقود البيع المشروط: هذه الحالة يكون البيع بالتقسيط ويحتفظ وكيل التجهيزات بملكية الآلة إلى أن يقوم المشتري بتسديد كافة الأقساط ويقدم المشتري دفعة أولية عند الشراء، وبقيّة الأقساط يصدر عنها أوراق وعد بالدفع اي كمبيلات وبعد التسديد الكامل تنتقل ملكية الأصل إلى المؤسسة.
- القروض المضمونة: تستطيع المؤسسة استخدام التجهيزات كضمان للحصول على قرض بنكي وذلك من خلال رهن هذه التجهيزات للبنك التجاري الممول الذي يضمن حقه في الاستيلاء على التجهيزات إذا ما تخلفت المؤسسة عن التسديد دفعات القرض.

### **3.3. القروض طويلة الأجل:**

هي القروض التي تزيد آجالها عن 07 سنوات وقد تصل إلى 20 سنة، وهي توجه لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل للمؤسسة، مثل الحصول على عقارات " أراضي مباني لمختلف استعمالاتها المهنية". وتلجأ المؤسسات التي تقوم باستثمارات طويلة إلى البنوك لتمويل هذه العمليات نظرا للمبالغ الكبيرة التي لا يمكن الحصول عليها لوحدها، وكذلك نظرا لمدة الاستثمار وفترات الانتظار الطويلة قبل البدء في الحصول على عوائد.

ونظرا لطبيعة هذه القروض أي المبلغ الكبير والمدة الطويلة، تقوم بمنح مثل هذه القروض مؤسسات متخصصة لاعتمادها في تعبئة الأموال اللازمة لذلك على مصادر ادخارية طويلة، لا تقوى البنوك التجارية عادة على جمعها.

## **المحاضرة الخامسة: التمويل التاجيري**

<sup>41</sup> محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، الطبعة الثانية، 1999، ص 506.

يعتبر التمويل التأجيري تقنية تمويلية حديثة، جاءت لحل إشكالية تمويل المستثمرين لمشاريعهم التي تعاني قلة الأموال الذاتية وصعوبات في الحصول على القروض التقليدية، وهو بمثابة فن مالي متميز يمكن من خلاله تجاوز الصعوبات التمويلية، وذلك بإحداث نوع من التكامل والتنوع في البدائل التمويلية حيث أن ما يميزه عن القروض التقليدية أنه فعال وشامل، ذو عائد مرتفع بصفته طريقة لتمويل الاستثمارات الإنتاجية، في إطار قانوني ومحاسبي وضريبي معين، ولقد عرفت هذه التقنية توسعا سريعا في الاستعمال منذ ظهورها، وذلك بالنظر الى المزايا العديدة التي تقدمها للمستثمرين.

لهذا كان لا بد من الضروري التعرف على بعض التعاريف والمفاهيم الأساسية المرتبطة بالتمويل التأجيري ثم التعرض إلى نشأته كذا خصائصه، أنواع هذه العملية ومراحلها، مزايا وعيوب التمويل التأجيري.

### أولا: الإطار المفاهيمي للتمويل التأجيري:

يعتبر التمويل التأجيري فكرة حديثة في طرق التمويل بحيث أدخلت تغيير جوهري ومعتبر في طبيعة العلاقة التمويلية بين المؤسسة المقرضة والمؤسسة المقترضة، ولقد تعددت وتنوعت المفاهيم التي أعطيت مثل التمويل، لهذه التقنية، ويجب الإشارة أولا قبل تعريف التمويل التأجيري أنه يعرف بتسميات متعددة بالاستئجار، والتمويل الإستجاري، والتمويل بالتأجير، وتأجير الأصول والتمويل الإيجاري، وقرض الاستئجار.<sup>42</sup>

#### 1.1. تعريف التمويل التأجيري:

هو عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنكا، أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا لذلك بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية أخرى، بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار.

الائتمان الإيجاري هو تقنية تمويلية التي بها يقوم البنك أو المؤسسة المالية بشراء أصل منقول أو غير منقول من أجل تأجيره إلى مؤسسة ما، ويمكن لهذه الأخيرة شراء الأصل المؤجر لها بئمن يكون عموما منخفضا بعد انتهاء العقد. إن الائتمان الإيجاري يسمح للمؤسسات باقتناء معدات وتجهيزات الإنتاج دون اللجوء إلى القروض البنكية.

---

<sup>42</sup>خوني رابح، حساني رقية، واقع وأفاق التمويل التأجيري في الجزائر وأهميته كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي حول "متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية"، جامعة الشلف، 17-18 أبريل 2006.

الائتمان الإيجاري هو عملية تمويلية كاملة هدفها الحصول على الأصول من أجل الاستعمال المهني، في هذه العملية المؤجر يحتفظ بملكية الأصل الذي يعتبر كضمان في حالة إخلال المستأجر بشرط العقد.

إن الائتمان الإيجاري يسمح للمؤسسات باقتناء معدات وتجهيزات الإنتاج دون اللجوء إلى القروض البنكية، الائتمان الإيجاري هو عملية تمويلية كاملة هدفها الحصول على الأصول من أجل الاستعمال المهني، في هذه العملية المؤجر يحتفظ بملكية الأصل الذي يعتبر كضمان في حالة إخلال المستأجر بشرط العقد.<sup>43</sup>

على ضوء هذه التعاريف نستنتج أن عقد الائتمان الإيجاري المتوسط والطويل الأجل، ما هو الا عملية تمويلية للاستثمارات.

## 2.1. أطراف التمويل التأجيري:

**\* المستأجر:** وهو شخص طبيعي (متعامل اقتصادي) أو معنوي (مؤسسة اقتصادية) وهو يريد الحصول على الأصل وحياته، أي الطرف الذي سيشغل الأصل، ويحق له استخدامه مقابل دفعة أقساط إيجاريه يتفق عليها دون التزامه بشرائه في نهاية مدة العقد أو خلاله والمستأجر هو الذي يحدد ما يريد استجاره وهو الذي يتصل بالمؤجر لكي يتفق معه على المواصفات الشيء المؤجر وشروط التسديد والصيانة والتأمين، وكذلك يتفاوض مع المورد حول السعر، الصيانة، شروط العقد ... إلخ لتحقيق استثمار معين بما يتفق وطبيعة نشاطه.

**\* المؤجر:** وهو مؤسسة الائتمان الإيجاري أو البنك أو غيره من المؤسسات المالية أو رجال الأعمال، والتي تقوم بتمويل العملية (شراء التجهيزات، بناء مصنع ...) بعد الموافقة عليها، وذلك حسب المواصفات التي يحددها المستأجر، يعطي هذا الأصل للمستأجر مع تحمله كل الالتزامات المتعلقة بالأصل، مقابل حصول المؤجر على أقساط الإيجارية، ويعتبر المؤجر المالك القانوني للأصل المراد تمويله، كما يعتبر كوسيط بين المستأجر والمورد وبالتالي فهو مرتبط بنوعين من العقود أولهما عقد الشراء مع المورد وعقد الائتمان الإيجاري مع المستأجر.

**\* المورد:** وهو الذي يسلم الأصل للمستأجر تحت إشراف المؤجر طبعا، للشروط والمواصفات المتفق عليها بينه وبين المستأجر، ويكون المورد إما منتجا أو بائعا للأصل بحيث يتلقى طلبا من المؤجر والمتعلق بالأصول موضوع العقد، ويقوم المورد بتسليمهما للمستأجر، ومعنى ذلك أن المؤجر هو الذي يقوم بإمضاء عقد التصنيع أو الشراء من المنتج بعقد يعرف بعقود الاشتراط لصالح الغير (المستأجر).

<sup>43</sup> صخر أحمد الخصاونة، عقد التأجير التمويلي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2005.

### 3.1. التمويل التاجيري حسب طبيعة موضوع التمويل:

يمكننا حسب هذا التصنيف التفريق بين نوعين من التمويل التاجيري: التمويل التاجيري للأصول المنقولة والتمويل التاجيري للأصول غير المنقولة.

\* التمويل التاجيري للأصول المنقولة: يستعمل هذا النوع من التمويل التاجيري من طرف المؤسسة المالية لتمويل الحصول على أصول منقولة تشكل من تجهيزات وأدوات استعمال ضرورية لنشاط المؤسسة المستعملة، وهي كأنواع التمويل التاجيري الأخرى تعطى على سبيل الإيجار لفترة محددة لصالح المستعمل سواء كان شخصا طبيعيا أو شخصا معنويا لاستعماله في نشاطه المهني مقابل ثمن الإيجار. فبذلك التمويل التاجيري هو عملية تأجير المعدات والتجهيزات، تقوم مؤسسة بشراء هذه الأصول قصد تأجيرها وتبقى هذه المؤسسة (المؤجر) مالك لها.<sup>44</sup>

\* التمويل التاجيري للأصول غير المنقولة: في الواقع لا يختلف هذا النوع من التمويل التاجيري من ناحية تقنيات استعماله عن النوع السابق، ويتمثل الفرق الأساسي في موضوع التمويل، حيث أن هذا النوع يهدف إلى تمويل أصول غير منقولة تشكل غالبا من بيانات شيدت أو هي في طريق التشييد، حصلت عليها المؤسسة المؤجرة أو قامت هي ببنائها، وتسليمها على سبيل الإيجار إلى المؤسسة المستأجرة لاستعمالها في نشاطاتها مقابل ثمن الإيجار. كما تناول المشرع الجزائري التمويل التاجيري الغير المنقول في المادة الرابعة من الأمر 96-09 أن التمويل التاجيري الغير المنقول يقوم على أساس استئجار مباني أو أراضي ذات الاستعمال المهني بحيث يمكن للمستأجرين شراء الأصل الثابت عند نهاية مدة الإيجار وتكون مدة الإيجار طويلة المدى تتراوح ما بين 15 و25 سنة.

### ثانيا: أنواع ومراحل التمويل التاجيري:

يتطلب تمويل نشاطات التمويل التاجيري إلى الكثير من رؤوس الأموال مما يستوجب توفير مصدر لتمويل هذه العمليات بغية تطوير وتنمية التعامل بهذه التقنية، وذلك حسب النوع الذي يطلبه التمويل التاجيري، كما تمر عملية التمويل التاجيري بعدة مراحل مختلفة وذلك حسب طبيعة كل نشاط المراد إنجازه.

### 1.2. أنواع التمويل التاجيري:

إن التمويل التاجيري يتفرع لعدة أنواع يمكن تلخيص أهمها في أربعة أنواع:

\* التأجير التشغيلي \* التأجير التمويلي \* البيع وإعادة التأجير \* التأجير الرفعي.

<sup>44</sup> عادل طه قايد، التأجير التمويلي، البنك المركزي، مصر، 2002.

\* **التأجير التشغيلي:** ويطلق عليه كذلك بالتأجير الخدمي حيث يتم تأجير الأصل لفترة زمنية محددة نوعا ما ولعدد من المستأجرين، الأمر الذي يسمح للمؤجر بأن يقوم باسترداد الأصل لتأجيره مرة أخرى وبقيمة إيجاربه تختلف باختلاف ظروف الإيجار، ومرونة الطلب على المنفعة التي يحققها الأصل وقت الإيجار مع الأخذ في الاعتبار تغطية الخسائر الناجمة عن القيمة المفقودة للأصل سواء نتيجة الإهلاك أو تقادم التكنولوجيا، وعلى ذلك فالتأجير التشغيلي عملية تجارية أكثر منها تمويلية، ويلاحظ أن المستأجر يلجأ إلى التأجير، التشغيلي في حالة احتياج المؤسسة لألات أو معدات لوقت قصير. ومن مميزات هذا النوع من التأجير أن دفعات الإيجار لا تكفي لتغطية التكلفة الكلية للأصل وسبب ذلك أن عقد الإيجار لا يمتد لنهاية العمر الافتراضي للأصل، ولذلك تتم تغطية التكلفة الكلية للأصل عن طريق بيعه أو إعادة تأجيره.<sup>45</sup>

\* **التأجير التمويلي:** ويطلق عليه كذلك بالائتمان الإيجاري المالي وهذا النوع من التمويل الإيجاري يمثل مصدرا تمويليا للمؤسسة المستأجرة حيث يمنح للمستأجر إمكانية شراء الآلات في نهاية فترة العقد.

ويتميز هذا النوع من التمويل التأجيري أن مدة العقد لا تنتهي إلى بنهاية العمر الافتراضي للأصل، لذلك فإن أقساط الإيجار تكون كافية لتغطية التكلفة الكلية للأصل المؤجر، كما أنه لا يحتوي على بنود للإلغاء، كما أن المؤجر لا يقدم خدمات للصيانة، ويختص هذا النوع من العقود عادة بالأصول الجديدة.

\* **البيع ثم الاستئجار:** يمكن اعتبار البيع ثم الاستئجار على أنه عقد بين مؤسسة وطرف آخر قد تكون شركة تأمين أو مؤسسة مالية أخرى أو شركة تأجير مستقلة وبمقتضى هذا الاتفاق تقوم المؤسسة التي تملك أرضا أو مباني أو معدات، ببيع إحدى هذه الأصول إلى المؤسسة المالية وفي نفس الوقت تقوم باستئجار الأصل المباع لمدة محددة وبشروط خاصة يتفق عليها. ويلاحظ في هذا النوع أن المؤسسة المستأجرة تتلقى فورا قيمة الأصل من المؤجر، وفي نفس الوقت تستمر المؤسسة البائعة أي المستأجرة في استخدام والانتفاع بالأصل، ويتم تحرير عقد بين البائع والمشتري يحدد فيه كل الشروط، وتتم عملية دفع الإيجار في صورة دفعات متساوية، حيث تساوي في مجموعها قيمة شراء الأصل بكامله، بالإضافة إلى عائد للمؤجر.<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup> زغيب مليكة، استخدام قرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد 07، فيفري 2005، ص 212.

<sup>46</sup> عبد الجليل بوداح، بدائل التمويل الخارجي في المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الدورة التدريبية الدولية حول "تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطور دورها في الاقتصاديات المغربية"، جامعة سطيف، 25-28 ماي 2003.



\* التآجير الرفعي: ويخصص هذا النوع لتمويل الأصول الثابتة المرتفعة القيمة حيث يتضمن تدخل ثلاث أطراف أساسية لإتمام عملية التمويل: المؤجر والمستأجر من جهة والمقرض الذي يمثل رافعة التمويل من جهة أخرى، والملاحظ أن دور المستأجر هنا لا يختلف عن دوره في أي من الأنواع السالفة الذكر، لكن يبقى الاختلاف في دور المؤجر الذي يقوم بشراء الأصل المطلوب من قبل المستأجر بحيث يموله جزئيا من أمواله الخاصة على أن يتم تمويل الجزء المتبقي عن طريق قرض مضمون طويل الأجل من مؤسسة تمويلية، وغالبا ما يتم رهن الأصل كضمان للمقرض إضافة إلى عقد الإيجار ذاته والقيمة الإيجارية الدورية له.

## 2.2. مراحل عملية التمويل التآجيري:

تمر عملية التمويل التآجيري بعدة مراحل مختلفة إلا أنها تتميز بثلاثة مراحل أساسية نذكرها كما يلي:<sup>47</sup>

\* المرحلة الأولى: يجرى الشراء ليس بهدف الشراء فقط ولكن شراء الأصل من أجل تآجيره فيما بعد وهذا بتدخل ثلاثة أشخاص، حيث تشتري مؤسسة التمويل التآجيري الأصل من المورد لتؤجره إلى المستأجر.

\* المرحلة الثانية: تآجير الأصل تطبيق الأحكام المرتبطة بالتمويل التآجيري يسلم المؤجر للمستأجر الأصل الذي يريد تآجيره فيمكنه من حيازته بسهولة خلال مدة التآجير ويمنحه ضمنا ضد المشاكل الناجمة عن حيازة الأصل المؤجر، وبالمقابل لا يوجد أي ضمان من طرف المستأجر لتأمين استعمال الأصل فيما بعد.

\* المرحلة الثالثة: انقضاء عملية التمويل التآجيري وتدعى بمرحلة الخيار بحيث في نهاية مدة التآجير المقدر في العقد يجد المستأجر نفسه أمام ثلاثة خيارات:

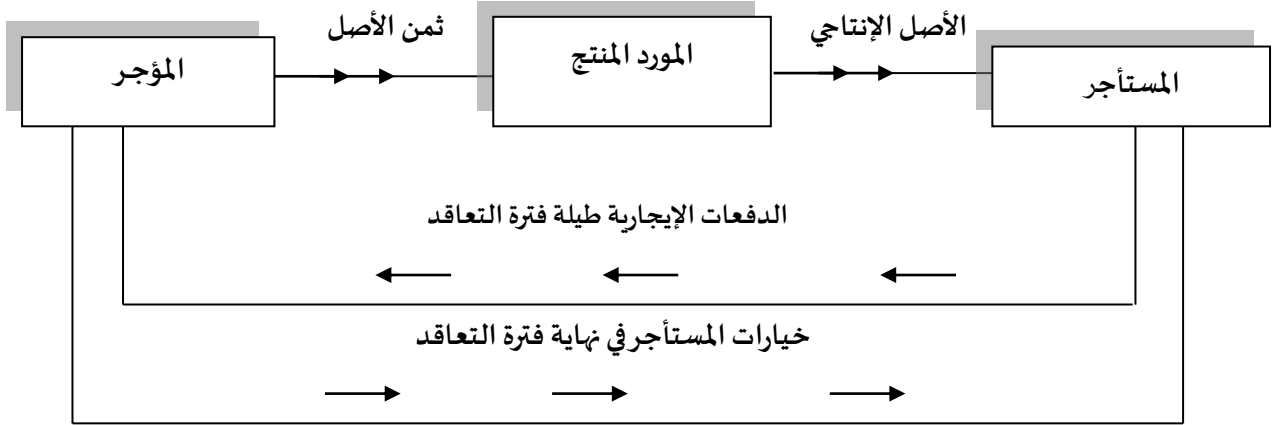
- رفع خيار الشراء المنصوص عليه في العقد مقابل دفع القيمة المتبقية المالية للمؤجر وتمثل عادة 1% إلى 6% من سعر الشراء، وبالتالي اكتساب الأصل والتمتع بالملكية التامة.
- طلب تجديد العقد والتفاوض مع المؤجر لتسديد أقساط أقل من الأقساط المدفوعة سابقا بالنظر إلى القيمة المتبقية للأصل.
- إعادة الأصل إلى المؤجر الذي بدوره يبحث عن مستأجر آخر أو يبيع الأصل في سوق التجهيزات المستعملة أو حتى إعادته إلى المورد بعد موافقة هذا الأخير .

---

<sup>47</sup> عاشور كتوش، عبد الغني حريري، التمويل بالانتماء الإيجاري، الاكتتاب في عقود وتقييمه-دراسة حالة الجزائر-، الملتقى الدولي حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية"، جامعة بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006.

ويمكن إظهار سير عملية التمويل التأجيري حسب الأطراف المشاركة في العملية من خلال الشكلين التاليين:<sup>48</sup>

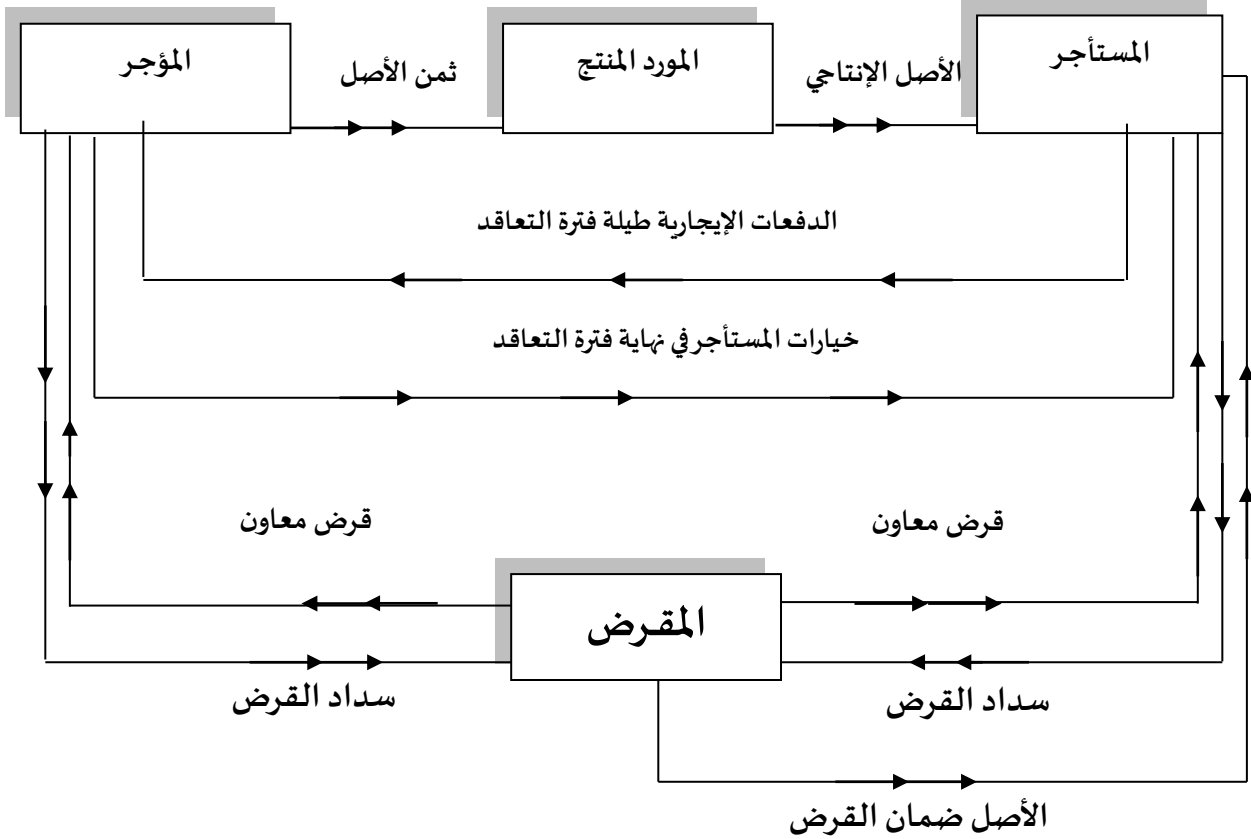
الشكل رقم 06: عملية التمويل التأجيري بين ثلاثة أطراف المستأجر، المؤجر، المورد.



المصدر: محمد كمال خليل: اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000، ص 433.

وبإدخال المقرض كطرف رابع في عملية التمويل التأجيري نحصل على الشكل التالي:

الشكل رقم 07: إدخال المقرض كطرف في عملية التمويل التأجيري.



المصدر: محمد كمال خليل: اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000، ص 433.

<sup>48</sup> محمد كمال خليل: اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000، ص 433.

### ثالثاً: مزايا وعيوب التمويل التأجيري:

يتميز التمويل التأجيري بالعديد من الإيجابيات والمزايا التي تتميز بها عملية التمويل التأجيري نظراً لخصائصه وأساليب التمويل التي يوفرها، إلا أنه لا يخلو من العيوب التي نلاحظها أثناء العملية التمويلية.

#### 1.3. مزايا التمويل التأجيري:

يمكن اختصار مزايا التمويل التأجيري في النقاط التالية:<sup>49</sup>

\* مصدر لتمويل: يعتبر التأجير مصدر تمويل مقدم من المؤجر إلى المستأجر، فالمستأجر يستفيد من استخدام الأصول الثابتة لفترة زمنية وهذا مقابل دفع أقساط الإيجار المتفق عليها، وهذا الالتزام المالي هو الذي يجعلنا نقول إن التأجير مصدر تمويلي، لأن البديل الآخر للحصول على خدمات هذا الأصل هو الشراء سواء باستعمال الأصول المملوكة أو القروض.

\* تجنب مخاطر الملكية: إن عقد التأجير خاصة التشغيلي منه يحوي ضمن بنوده شرط إلغاء العقد من طرف المستأجر في أي وقت وهذا ما يجعل مخاطر الملكية تنتقل إلى المؤسسة المؤجرة، وتكون هذه الميزة مهمة في حالة عدم التأكد من استغلال الأصل خلال عمره الإنتاجي، وكذلك بالنسبة لآلات التي تتقدم مع الزمن مثل الحاسبات الإلكترونية وغيرها. لذلك فالمؤجر يأخذ بعين الاعتبار هذه الخاصية، وبوجود عدد من المستأجرين يجعل تكلفة التأجير بالنسبة للمستأجر الواحد قليلة.

\* تحقيق مزايا ضريبية: يمكن أن تحقق المؤسسة المستأجرة هذه الميزة إذا كانت مدة الإيجار تقل عن العمر الافتراضي للأصل الذي تقبله مصالح الضرائب، الذي على أساسه يتم حساب قسط الإهلاك، هنا يمكن تحقيق ميزة ضريبية نتيجة قرار الاستئجار تفوق ما يمكن تحقيقه في حالة القيام بالشراء، إضافة إلى أن المؤجر يخصم تكاليف الإيجار من الوعاء الضريبي وهذا ما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قسط الإيجار الذي يدفعه المستأجر، وبطبيعة الحال هذه الوفورات تكون حسب القانون الضريبي الذي يحدده طريقة قسط الإهلاك المستعمل هل هو القسط المتناقص أو الثابت.

\* المرونة: إن من مزايا الإستئجار أنه يحقق قدراً من المرونة مقابل شراء الأصل لأن هذا العقد يعفيهما من تحمل تكاليف الأصل في فترات تكون المؤسسة ليست بحاجة إليه فعقد الإستئجار في المدى القصير يكون حسب احتياجات المؤسسة

<sup>49</sup> بلوج بولعيد، تأجير الأصول الثابتة كمصدر تمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المنتقى الوطني الأول حول: "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية"، جامعة الأغواط، 08-09 أفريل 2002.

الفعلية وعند انتهاء فترة التعاقد يعاد الأصل إلى المؤجر وفي المستقبل عندما تكون المؤسسة في حاجة إلى أي أصل بإمكانها إعادة تأجيره أو تأجير غيره.

توفير السيولة المالية لأغراض أخرى: إن استئجار الأصول الثابتة يساعد المؤسسة التي تعاني من نقص الموارد المالية على الحصول على الأصول الضرورية دون اللجوء إلى البنوك أو البحث عن شركاء أو زيادة حصص عدد المساهمين وفي نفس الوقت بإمكانها استعمال الموارد القليلة المتوفرة لديها لأغراض أخرى.

### 2.3. عيوب التمويل التأجيري:

رغم المزايا التي تتميز بها عملية التمويل التأجيري المذكورة سابقا، إلا أنه لا يخلو من العيوب نذكرها كالتالي<sup>50</sup>:

- ✓ ارتفاع تكلفته وهو أحد أهم عيب يؤخذ على هذه الطريقة التمويلية.
- ✓ كذلك يعاب عليه أنه يقيد من حرية اختيار المستفيد للألات والأجهزة في حالة ارتباط الممول بمجموعة صناعية معينة.
- ✓ إذا قرر المستأجر فسخ العقد قبل نهايته بسبب عدم توافق تجهيزاته المؤجرة مع عملياته الإنتاجية، فإنه مجبر في كثير من الأحيان على مواصلة دفع أقساط الإيجار إلى غاية نهاية العقد حتى ولو لم يستعمل التجهيزات.
- ✓ يربط عقد التمويل التأجيري المتعاقدين بصفة ضيقة مما يفتح مجال النزاع بينهما.
- ✓ يكون التمويل التأجيري وسيلة جد مكلفة عندما تكون المؤسسة غير قادرة على تحقيق أرباح من خلال اقتصاديات الضرائب.
- ✓ تقييد حرية المستفيد في اختيار الآلات والتجهيزات الإنتاجية، وهذا نظرا لارتباط المؤسسة المالية المتخصصة في منح التمويل التأجيري بمجموعة صناعية معينة.

<sup>50</sup> Benamar Zohra : « le crédit –bail (leasing), projet E.S.B », septembre 2000, Alger.p200.201

## المحاضرة السادسة: التمويل الاسلامي

يبني التمويل الإسلامي على مبادئ الاقتصاد الإسلامي الذي يقوم بدوره على الأحكام والقواعد العامة للشريعة الإسلامية المستنبطة من القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة، وفي خضم التحولات الكبرى التي شهدتها الصناعة المصرفية العالمية ظهرت الحاجة والرغبة في وجود بنوك تعمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، حيث أصبح التمويل الإسلامي منذ منتصف القرن العشرين يشهد اهتماماً عالمياً متزايداً، كونه يمتلك العديد من المقومات التي تحقق للمتعاملين به الأمن والأمان إذ شهد هذا النوع من التمويل تطوراً واسعاً، لاسيما في ما يتعلق بتحسين نوعية الخدمات وابتكار منتجات جديدة للنظام المالي الإسلامي تبنى على أساس مجموعة من صيغ التمويل الإسلامية، والتي تعفي من دفع أية فائدة لمقرضها أو المشاركين في المشاريع التنموية للوصول إلى قاعدة أوسع من العملاء.

إن التزام المصارف الإسلامية بعدم التعامل بالربا ما هو إلا التزام يهدي القرآن الكريم والسنة الشريفة وليس المعنى من تحريم الربا أن المصرف الإسلامي لا يهدف إلى تحقيق الربح الذي هو نوع من نماء المال، والذي ينجم عن توظيف أو استثمار رأس المال إنما يسعى المصرف الإسلامي إلى تحقيق ذلك الربح الذي يكون في إطار ضوابط إسلامية محددة، بحيث يكون الربح عادلاً غير فاحش، بعيداً عن أي غبن أو احتكار، وناجماً عن أساليب استثمارية مشروعة.

### أولاً: ماهية التمويل الاسلامي:

عندما يتحدث مزيد من الخبراء والأكاديميين الغربيين عن تعاضد أهمية التمويل الإسلامي لأن مبادئه هي إنسانية وراقية، وهذه الشهادات تؤكد في الوقت ذاته إن التمويل الإسلامي استطاع لحد كبير أن يعبر عن هويته بصدق وأن يوصل رسالته العالمية، فلقد تحدثوا عن النمو التدريجي الذي يشهده العالم حالياً باتجاه الاستثمار بدافع من المسؤولية الأخلاقية والاجتماعية، مشيراً إلى أن التمويل الإسلامي بات جزءاً من تلك الحركة الدولية الكبيرة، بخاصة أن هذا النوع من التمويل ينبثق كأحد الحوافز باتجاه الاستدامة، انسجاماً مع أهداف التنمية المستدامة التي أصدرتها الأمم المتحدة.

يشير مصطلح<sup>51</sup> "التمويل الإسلامي" إلى تقديم الخدمات المالية طبقاً للشريعة الإسلامية ومبادئها وقواعدها. وتحرم الشريعة تقاضي "الربا" (الفائدة) وتقديمها، و"الغرر" (عدم اليقين المفرط)، و"الميسر" (القمار)، وعمليات البيع على المكشوف أو أنشطة التمويل التي تعتبرها ضارة بالمجتمع. وبدلاً من ذلك، يتعين على الأطراف المعنية اقتسام المخاطر

<sup>51</sup> يشير عباس العلق، المعجم الشامل لمصطلحات العلوم الإدارية والمحاسبة والتمويل والمصارف، (ط1، الدار الجماهيرية للنشر والتوزيع والإعلان، 1425هـ)، ص213.

والمنافع المترتبة على المعاملات التجارية كما ينبغي أن يكون للمعاملة غرض اقتصادي حقيقي دون مضاربة لا داعي لها،  
وألا تنطوي على أي استغلال لأي من الطرفين.

### 1.1. تعريف التمويل الإسلامي:

- لغة: أي أعطيه المال، فالتمويل هو إنفاقه أي أمواله تمويلاً، أي أزرده بالمال.

- اصطلاحاً: تتضمن كلفة ومصدر الأموال وكيفية استعمالها وطريقة إنفاقها وتسيير هذا الإنفاق.

التمويل الإسلامي هو نهج للتمويل يلتزم بالشريعة الإسلامية<sup>52</sup> وكثير من المنتجات المالية التي تقدمها المؤسسات المالية مماثلة للمنتجات المالية، ولكن أحد الاختلافات الرئيسية هو معالجة المخاطر، وكيفية تقاسم المخاطر. وهذا هو السبب في أن صناعة البنوك الإسلامية ممنوعة من فرض فوائد، وهذا ينطبق أيضاً على تلقي الفائدة. لا يُسمح بدفع الفائدة على المدخرات الإسلامية أو الحسابات الجارية<sup>53</sup>.

لقد تعددت التعاريف الخاصة بالتمويل الإسلامي، ومن بينها:

أن يقوم الشخص بتقديم شيء ذو قيمة مالية لشخص آخر إما على سبيل التبرع أو على سبيل التعاون بين الطرفين من أجل استثماره بقصد الحصول على أرباح تقسم بينهما على نسبة يتم الاتفاق عليها مسبقاً وفق طبيعة عمل كل منهما، ومدى مساهمته في رأس المال واتخاذ القرار الإداري والاستثماري،<sup>54</sup> ومن الملاحظ على هذا التعريف أنه حصر التمويل فقط على أن يكون بين شخصين دون أن يشمل التمويل الذي قد يكون من الدولة أو من المؤسسات المالية والمصرفية.

تقديم ثروة عينية أو نقدية بقصد الاسترباح من مالها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد تبيحه الأحكام الشرعية. ونلاحظ أن التعريف اقتصر فقط على التمويل الاستثماري دون أن يشتمل على التمويل التطوعي كالهبة والتبرع كوسائل وعقود تمويل في الإسلام كما أنه لم يشتمل كذلك على صيغة القرض الحسن.

<sup>52</sup> شوقي اسماعيل شحات، البنوك الإسلامية، المؤسسة الجامعية بالقاهرة، مصر، 2005م، ص 25.

<sup>53</sup> شايف عكاشة، مدخل إلى عالم المنهج الإسلامي، ديوان المطبوعات الجامعية، مصر، 1993م، ص 15.

<sup>54</sup> فؤاد السرطاوي، التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص، دار المسيرة، عمان، 1، 1999م، ص 97.

ومن أكثر التعاريف تقارباً مع مفهوم التمويل الإسلامي "تقديم ثروة عينية أو نقدية إما على سبيل اللزوم أو التبرع أو التعاون أو الاسترباح من مالها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد معنوي أو مادي تحت عليه أو تبيحه الأحكام الشرعية"<sup>55</sup>.

ويمكن القول إن المصرف الإسلامي هو عبارة عن مؤسسة مالية تقوم بجمع الأموال من فئتي المدخرين والمستثمرين لإعادة استثمارها في إطار صيغة المضاربة الشرعية المبنية على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة والقاعدة الشرعية الغنم بالغنم وفق الشريعة الإسلامية.

تعود أصول التمويل الإسلامي إلى قرون عديدة ويمكن تتبعها لتبدأ مع نشأة الإسلام كديانة. وهي أحد أشكال التمويل القائمة على مبادئ الشريعة الإسلامية كما يلمها القرآن الكريم والسنة (وهي تعاليم وممارسات الرسول محمد عليه الصلاة والسلام) وعلماء الشريعة<sup>56</sup>.

## 2.1. مبادئ واهداف التمويل الاسلامي:

### \* مبادئ التمويل الاسلامي:

- حظر فرض ودفع الفائدة على القروض (والتي تسمى الربا).
- تقاسم الربح والخسارة والمخاطر نظراً لكون الإسلام يشجع على الشراكة والتكامل الاجتماعي كما يحرص على عدم ضمان قدر ثابت من العائدات دون احتساب المخاطرة.
- منع المضاربة لضمان ارتباط العائدات بالجهد المبذول وليس الحظ.
- حظر إخفاء بعض جوانب العقد (كالسعر أو طبيعة السلعة أو وصفها) في التعاملات والعلاقات التعاقدية بحيث تكون واضحة وموثقة بالكامل.
- حظر كثر الأموال والثروات لضمان انتشار التنمية الاقتصادية وتنمية الثروات ونشرها بشكل يفيد المجتمع.
- حظر الاستثمار والتجارة غير الأخلاقيين بحيث يمنع الاستثمار والتعامل في منتجات أو قطاعات معينة. كالمشروبات الكحولية والأسلحة والقمار ولحم الخنزير والصفقات المالية المريبة.

<sup>55</sup> محمد عبد الحميد محمد فرحان، التمويل الإسلامي للمشروعات -دراسة لأهم مصادر التمويل، رسالة ماجستير، الأكاديمية العربية لعلوم المالية والمصرفية، كلية العلوم المالية والمصرفية، قسم المصارف، 2010 ص31.  
<sup>56</sup> رفيع يونس المصري، النظام المصرفي الإسلامي، دار المكتب للطباعة والنشر، مصر، 2001م، ص13.

### \* أهداف التمويل الإسلامي:

- قدرت صيغ التمويل الإسلامي، على تحقيق العدالة بين طرفي المعاملة، بحيث يحصل كل طرف على حقه، بدلا من نظام الإقراض بالفوائد الذي يضمن حق صاحب القرض عادة على حساب المقترض،
- تضمن هذه الأدوات استخدام التمويل المتاح في مشروعات تنمية حقيقية تفيد المجتمع.
- الحرص على الربط بين الأرصدة المالية والأرصدة الحقيقية وعلى رفض اعتبار النقود أرصدة في حد ذاتها.
- تتسم وصيغ التمويل الإسلامي بالتنوع والتعدد، فهناك أساليب للتمويل قائمة على التبرعات والبر والإحسان، وأساليب للتمويل قائمة على المشاركات، وأساليب تمويل أخرى قائمة على الائتمان التجاري، متعددة المجالات من زراعة وصناعة وتجارة وخدمات، وكل هذا يتيح فرصا أكثر لتمويل المشروعات.
- أن أساليب التمويل الإسلامية تقوم على أساس دراسات الجدوى من الناحية الاقتصادية، وعلى أساس الحلال من الناحية الشرعية، ولا تحول تلك الأساليب بين مؤسسات التمويل وأخذ الضمانات الكافية.
- تنقل التمويل من أسلوب الضمان والعائد الثابت إلى أسلوب المخاطرة والمشاركة، والغنم بالغرم، وتغلب النشاط الإنتاجي على النشاط المالي، وترسخ مفهوم الرقابة والمتابعة على التمويل الممنوح.

### 3.1. خصائص التمويل الإسلامي:

تنبع خصائص التمويل الإسلامي من نظرة الإسلام إلى المال، وهي أن المال هو في الأساس مال الله وأن الإنسان ما هو إلا مستخلف على هذا المال في هذه الأرض ويجب عليه أن يسير بهذا المال وفقا لأوامر الله ومقاصده من خلق هذا المال، ووفقا لهذا الأساس نستنبط أن أهم الخصائص المتعلقة بالتمويل الإسلامي هي كما يلي:<sup>57</sup>

\* استبعاد التعامل بالربا أخذا وعطاء: وتستند هذه الخاصية إلى القاعدة الإسلامية الخاصة بحرمة الربا وحرمة

التعامل به والمتمثلة بقوله عز وجل: (وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا) [البقرة:279].

وتعتبر هذه الخاصية من أهم الخصائص التي تسهم في تحقيق العدالة الاجتماعية التي تهدف لتحقيقها المشروعات الناشئة، فهي تمنع الظلم، وتحد من تركيز الثروة، وتحد من البطالة، وتضمن حق الفقير في تنمية موارده ومواهبه وإبداعاته.

<sup>57</sup> أحمد جابر بدران، خصائص وضوابط التمويل الإسلامي، بنك الكويت الصناعي، ط1، الكويت 2007، ص32



\* توجيه المال نحو الاستثمار الحقيقي: من أهم الخصائص التي تميز التمويل الإسلامي الاستثماري للمشروعات الناشئة هو توجيه المال نحو الاستثمار الحقيقي الذي يهدف إلى امتزاج عناصر الإنتاج ببعضها البعض، وبالتالي فإن أي ربح ينتج عن هذا الاستثمار يكون ربح حقيقي يظهر في زيادة عناصر الإنتاج، مما يبين لنا قدرة مصادر التمويل الاستثماري الإسلامية على تنمية طاقات المجتمع وموارده وقدراته.

\* توجيه المال نحو الإنفاق المشروع: إن من الخصائص التي تميز التمويل الإسلامي للمشروعات الناشئة، أن يكون هذا التمويل في مشاريع مباحة من وجهة نظر الشرع، فلا ينفق على المشاريع المخالفة لمقاصد الشارع الحكيم والتي تؤدي إلى مفسدة الفرد والمجتمع.

\* التركيز على توجيه سلوك الفرد نحو الأخلاق الفاضلة: إن من خصائص التمويل الإسلامي للمشروعات الناشئة هي تربية روح الفرد على الأخلاق الفاضلة والصفات الحسنة، فهو يربي فيه صفات الأمانة والثقة بالنفس والإخلاص والإتقان في العمل مما يوفر فرص أكبر لنجاح المشروعات وبالتالي نجاح عملية التنمية.

\* التركيز على طاقات الفرد ومهاراته وإبداعاته: من أهم خصائصه هي التركيز على تنمية طاقات الفرد والتركيز على حاجاته ومهاراته الريادية والإبداعية بحيث يكون التمويل الإسلامي قاعدة الانطلاق لهذه الطاقات والإبداعات التي يعول عليها في تقدم المجتمع، فالتمويل الإسلامي يعد أداة للتنمية التي لن تتحقق من غير الاهتمام بالفرد وطاقاته.<sup>58</sup>

#### ثانياً: مصادر التمويل الإسلامي:

تتعدد مصادر التمويل المتاحة في الإسلام، وهي كما يلي:

1.2. التمويل الذاتي: ويتمثل في الادخار، ويعرف الادخار في الاقتصاد الإسلامي بأنه: ذلك الجزء من دخل الفرد الذي لا ينفق على السلع الاستهلاكية والخدمية ولا يخصص للاكتناز.

وتأتي أهمية الادخار في الإسلام من أهمية موضوع الادخار في عملية التنمية، فالادخار من الأدوات الإسلامية التي يضبط بها الاستهلاك الترفي المحرم في الإسلام وبالتالي توجيه الأموال نحو الإنفاق الاستثماري الذي يعود بالنفع على الفرد والمجتمع.

والادخار كذلك من الأدوات الإسلامية الفاعلة في توزيع الثروة والدخل في المجتمع عن طريق استخدام الأموال المدخرة في الاستثمار وتحسين الإنتاج، وجاء تشجيع الإسلام على الادخار عن طريق العديد من القواعد الشرعية الواردة

<sup>58</sup> محمد عبد الحميد محمد فرحان، مرجع سابق، ص33.

في القرآن الكريم، ومنها قوله تعالى: {وَلَا تَجْعَلْ يَدَكَ مَغْلُولَةً إِلَىٰ عُنُقِكَ وَلَا تَبْسُطْهَا كُلَّ الْبَسِطِ فَتَقْعَدَ مَلُومًا مَّحْسُورًا} [الإسراء: 29]. وقوله تعالى: {وَلَا تُسْرِفُوا إِنَّهُ لَا يُحِبُّ الْمُسْرِفِينَ} [الأنعام: 141].

كما شجع الإسلام الادخار عن طريق الحث على العمل والكسب باعتباره من أهم مصادر الادخار، ونهى عن إضاعة المال والتبذير والإسراف وحارب الفقر والكسل وغيره من العوامل المعوقة للادخار.

ومما سبق يتضح لنا أهمية الادخار في الإسلام وأهمية أن توجه المدخرات نحو الاستثمار كمصدر هام وحيوي من مصادر التمويل لهذه الاستثمارات، ويتضح لنا كذلك إن الاستراتيجية الإسلامية لرفع مستوى الادخار لها أبلغ الأثر في تحسين المستوى الاقتصادي والاجتماعي للفرد والمجتمع وبالتالي تحقيق عملية التنمية الشاملة.

**2.2. التمويل التعاوني-التكافلي:** وهذا النوع من التمويل هو من أهم ما يميز مصادر التمويل في الإسلام عن مصادر التمويل في النظم الاقتصادية الوضعية. فالإسلام دين الرحمة، وقد ركز الإسلام على التمويل التعاوني والتكافلي كمصدر من مصادر التمويل لضمان حق الفرد في العيش بكرامة وقد وردت العديد من الآيات القرآنية والأحاديث النبوية الشريفة التي تشجع المؤمنين على التكافل الاجتماعي والتمويل التعاوني الذي لا يرجى ثوابه إلا من الله. ومن أهم أنواع التمويل التعاوني الإسلامي ما يلي:

**\* التمويل بالقرض الحسن:** والقرض في الإسلام هو: دفع مال أو تملك شيء له قيمة بمحض التفضل على أن يرد مثله أو يأخذ عوضاً متعلقاً بذمة، وصيغة القرض الحسن تعتبر من أبرز صيغ التمويل التعاوني القائم على أساس إعطاء الحق للمقترض على الانتفاع بالمال على أن يرد مثله، وهذه الصيغة من الصيغ التي تنفرد بها الشريعة الإسلامية في تمويل المحتاجين والفقراء، وللقرض الحسن فوائد كثيرة أهمها تحقيق العدالة الاجتماعية وتوزيع الثروة وأنها تنمي في المجتمع المسلم التكافل والتراحم، وكذلك فالقرض الحسن أجاز استثناء لما فيه من رفع للمشقة ودفع للكرب وتحقيق لمصالح المجتمع.<sup>59</sup>

**\* التمويل بالهبة:** والهبة تطلق على ما لا يقصد له بدل وهي: تملك بلا عوض، وهذا المعنى عند العلماء يشمل الهبة والوصية والهدية والصدقة والعارية، وبعض العلماء يرى أن العطية تشمل الجميع، ويمكن أن نوضح الفرق بين كل منهم على النحو الآتي: **\* الهبة:** تملك لعين بغير عوض عن غير احتياج.

**\* الصدقة:** تملك لعين بغير عوض عن احتياج.

<sup>59</sup> عبد الرزاق الهبتي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 1998 م، ص 371

\* الإعارة: تملك لمنفعة بغير عوض. (إعارة – استعارة).

\* التمويل بالوصية: وهي هبة الرجل ماله لرجل آخر بعد موته، وقد اعتبر الشارع الحكيم الوصية كمصدر من مصادر التمويل الاجتماعي في الإسلام، قال تعالى {كُتِبَ عَلَيْكُمُ إِذَا حَضَرَ أَحَدَكُمُ الْمَوْتُ إِن تَرَكَ خَيْرًا الْوَصِيَّةُ لِلْأَقْرَبِينَ وَالأَقْرَبِينَ بِالمَعْرُوفِ حَقًّا عَلَى الْمُتَّقِينَ} [البقرة:180].

\* التمويل بالوقف: الوقف هو: حبس العين على ملك الواقف والتصدق بالمنفعة، والوقف جائز بالإجماع وله العديد من الأشكال منها أوقاف المساجد، وأوقاف الأراضي، وأوقاف دور العلم، والمدارس، والمستشفيات...

3.2. مصادر التمويل الإلزامي: وهي تتمثل في الدولة الإسلامية ومؤسسة الزكاة والإرث.

\* الدولة: تعد الدولة من أهم مصادر التمويل الإسلامي لتمويل قطاع المشروعات الناشئة، وذلك للدور الكبير الذي يمكن أن تقوم به في سبيل دعم وتطوير المشروعات الناشئة وبما يكفل لها التطور والنجاح. والدولة هي البلد الذي يسود فيه الحكم الإسلامي وتجري فيه أحكامه.

\* الزكاة: يقصد بالزكاة: إخراج جزء مخصوص من مال مخصوص بلغ نصاباً إن تم الملك وحال الحول. وقد شدد الله عز وجل في العديد من الآيات القرآنية على ضرورة اعتبار الزكاة من أهم مصادر التمويل الإسلامي لضمان عيش الفرد المسلم بكرامة عن طريق تلبية متطلباته واحتياجاته المادية والروحية على حد سواء.

\* الإرث: الإرث في الإسلام: انتقال ملكية الشيء من إنسان إلى آخر.<sup>60</sup> قال تعالى: {وَأَوْرَثَكُمْ أَرْضَهُمْ وَدِيَارَهُمْ وَأَمْوَالَهُمْ وَأَرْضاً لَّمْ تَطُؤُوهَا} [الأحزاب:27]. والإرث في الإسلام من أهم مصادر التمويل الإلزامي، ويعتبر من الوسائل التي عني الإسلام بشرحها وتبيينها للناس وذلك لما لها من أهمية كبيرة في تداول الثروة وتوزيعها في المجتمع ومنع تركها بيد أشخاص قلائل، وانتقالها إلى أكثر من شخص يتيح التمويل بدرجة أكبر.

4.2. التمويل الاستثماري: من أهم مصادره هو الشركات والمصارف الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية الأخرى.

- الشركات: تعرف الشركة في الفقه الإسلامي بأنها: اختصاص اثنين فأكثر بمحل واحد.
- المصارف الإسلامية: وهي: المؤسسة المالية التي تزاوّل الأعمال المصرفية وتستثمر الودائع وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

<sup>60</sup> أحمد معي الدين العجوز، الميراث العادل في الإسلام، مؤسسة المعارف، بيروت، ط1، 1986، ص10.

### ثالثاً: صيغ وأساليب التمويل الإسلامي:

إن المصارف الإسلامية تقوم بصياغة الكثير من الخدمات والتسهيلات، فالمصارف الإسلامية تقوم بعمليات مختلفة تهدف جميعها إلى تدعيم التنمية في المجتمع، ويأتي الاستثمار في مقدّمة العمليات، وللاستثمار الإسلامي طرق وأساليب متميّزة وعديدة تهدف كلّها إلى تحقيق الربح الحلال، ومن أبرز صيغ التمويل: المربحة، المشاركة والمضاربة.

#### 1.3. صيغة المربحة:

\* تعريف المربحة: المربحة في اللغة من الربح وهو النماء في التجارة لقوله تعالى: {فَمَا رِبِحَتْ تِجَارَتُهُمْ وَمَا كَانُوا مُهْتَدِينَ} وفي هذا المعنى ذكر بعض العلماء أن المقصود هو: فما ربحوا في تجارتهم. المربحة هي بيع بمثل الثمن الأوّل الذي تمّ الشراء به مع زيادة ربح؛ أي: بيع الشيء بمثل ثمن شرائه من البائع الأوّل، مع هامشٍ من الربح معلوم ومُتَّفَق عليه، أو مقطوع به، مثل دينار، أو بنسبة معيّنة من ثمنه الأصلي أو ما شابه ذلك<sup>61</sup>.

والمُرابحة في المصرف: هي تقديم طلبٍ للبنك بأن يقوم بشراء سلعة معيّنة وبيعها للعميل مُقابل ربحٍ محدّد، وتأتي هذه الصيغة التمويلية لتلبية احتياجات العملاء من السّلع، ويتميّز بيع المُرابحة في المصرف بحالتين<sup>62</sup>:

- الحالة الأولى: هي الوكالة بالشراء مُقابل أجر؛ فمثلاً يطلب العميل من المصرف الإسلامي شراء سلعة معيّنة ذات أوصاف محدّدة، بحيث يدفع ثمنها إلى المصرف مُضافاً إليه أجر معيّن، مع مراعاة خبرة المصرف في القيام بهذا العمل.
- الحالة الثانية: قد يطلب العميل من المصرف الإسلامي شراء سلعة معيّنة محدّدة الأوصاف، بعد الاتّفاق على تكلفة شرائها ثم إضافة ربح معلوم عليها، ويتضمّن هذا النوع من التعامل وعداً من العميل بشراء السلعة حسب الشروط المتّفق عليها، ووعداً آخر من المصرف بإتمام هذا البيع طبقاً لذات الشروط، فالبيع الخاص للمُرابحة في المصرف يكون بصيغة الأمر للشراء.

المربحة هي إنفاق بين طرفين يلتزم أحدهما غالباً البنك، ببيع سلعة إلى الطرف الآخر مقابل سعر معيّن يمثل تكلفة تلك السلعة مضافاً إليها هامش الربح، مع إمكانية التسليم الفوري أو الأجل للسلعة وكذلك إمكانية سداد قيمة السلعة دفعة واحدة أو شكل عدد من الإقساط.

<sup>61</sup>إرشيد محمود عبد الكريم، "الشامل في عمليات المصارف الإسلامية"، دار النفائس، عمان، 2007، ط2، ص73

<sup>62</sup>صوان محمود حسن، "أساسيات العمل المصرفي الإسلامي"، دار وائل للنشر، عمان، 2001، ص152.

أما في الاصطلاح بين علماء الشريعة فالمربحة هي بيع بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح، وصورة المربحة أن يشتري شخص بضاعة بمبلغ ألف دينار مثلاً ثم يعي شخص آخر فيطلب شراء هذه البضاعة بثمن شرائها مضافاً إليه مبلغ معين كربح، وهنا لابد للمشتري الثاني أن يكون عالماً بأن البضاعة التي بيعت له بألف ومائة دينار كمثال قيمتها الأصلية ألف دينار والمائة الزيادة إنما هي ربح للمشتري الأول.

### \* شروط المربحة:

- ان يكون ثمن السلعة المشتراه معلوماً للمشتري فسعر يمثل تكلفة تلك السلعة مضافاً إليها هامش الربح.
- ان يسهل عده وقياس رأس المال وذلك مثل المكيلات والموزونات.
- ان يكون العقد المبرم لشراء السلعة بين الطرفين صحيحاً، يستوفي الشروط القانونية.

### \* خطوات عملية المربحة:

1. طلب الشراء: تلقى البنك الإسلامي طلباً من العميل يعبر فيه عن رغبته في شراء سلعة معينة بمواصفات معينة من مصدر معين.
2. دراسة طلب الشراء: وتتم هذه الدراسة من جانب البنك الإسلامي للتأكد من سلامة ودقة البيانات.
3. تحرير الوعد بالشراء: حيث يعتبر التزاماً من العميل طالب الشراء بان يقوم بشراء السلعة فور توفرها له.
4. الاتصال بمورد السلعة: وتكون من خلال التواصل المباشر مع المورد.
5. إتمام عملية البيع: حيث يتم العقد البيع العميل بسداد ثمن السلعة من خلال توقيع سندات، بعد ذلك تنتقل ملكية السلعة إلى العميل ولكن يبقى عليه تسديد كافة الاقساط البنك.

### 2.3. صيغة المشاركة:

**\* تعريف المشاركة:** يُقصد بها شركة الأموال، وهي: أيُّ عقد ينشأ بين شخصين أو أكثر في رأس المال أو الجهد الإداري، بغرض ممارسة أعمال تجارية تدرك الربح، والمشاركة المصرفية عبارة عن صيغة استثمارية وتمويلية متوافقة مع الشريعة، ويمكن أن تشترك فيها عدة أطراف مع المصرف، وتهدف المشاركة مع المصرف من قبل الأفراد إلى تحقيق أرباح من وراء المشاركة بالمال، بينما يبحث المصرف في المشاركة عن تمويل، والعكس صحيح في حال دخول المصرف في مشاركة بأعمال التجارة مع أحد عملائه من التجار.<sup>63</sup>

<sup>63</sup> شلهوب علي محمد، "شؤون النقود وأعمال البنوك"، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2007، ط 1، ص 435.

مشاركة كلا من البنك والعميل في توفير الأموال اللازمة لتنفيذ المشروع على أن تكون مشاركة البنك عن طريق توفير الأموال فقط بينما تمتد مشاركة العميل لتشمل الأموال بالإضافة إلى القيام بإدارة المشروع والإشراف عليه (الخبرة المهنية).

فمن حيث الأنشطة الاقتصادية يمكن تصنيف التمويل بالمشاركة إلى أربعة أنواع: تمويل أنشطة زراعية بالمشاركة، تمويل أنشطة صناعية بالمشاركة، تمويل أنشطة عقارية بالمشاركة، تمويل خدمات مشتركة.

ومن حيث الشكل القانوني يمكن تصنيف التمويل بالمشاركة إلى: شركات مساهمة، شركات أشخاص، حرفيين أفراد. وبالنسبة لاستمرارية التمويل يمكن تصنيف التمويل بالمشاركة إلى: تمويل صفقة واحدة، تمويل مشاركة متناقصة -أي منتهية بالتمليك للعميل-، تمويل مشاركة مستمرة -أي تتوافر نسبة الاستمرار فيها-.

### \* شروط المشاركة:

- ان يكون كل شريك من الشركاء متمتعاً بالأهلية الكاملة التي تسمح له بالتصرف بالأصل أو الوكالة.
- ان يكون رأس المال من النقود المتداولة التي تتمتع بالقبول العام.
- يمكن ان يكون رأس المال على شكل عروض (اصول) ولكن يمكن تقويمها بقيمة نقدية عند التعاقد.
- ان يكون التوزيع وفقاً لنسب معينة واضحة يتم الاتفاق عليها بين الشركاء
- ان يكون نصيب كل شريك في الربح صافياً بعد خصم كافة التكاليف غير محدد المقدار مسبقاً.

### 3.3. صيغة المضاربة:

**\* تعريف المضاربة:** كلمة المضاربة مأخوذة من الضرب في الأرض؛ أي: السير فيها، وتُسمى عند أهل المدينة بالقراض من كلمة قرض، وتُعرف المضاربة بأنها: عقدٌ بين طرفين أو أكثر، يقدر أحدهما المال، والآخر يُشارك بجهده، على أن يتم الاتفاق على نصيب كل طرفٍ من الأطراف بالربح بنسبة معلومة من الإيراد، وتُعتبر المضاربة هي الوسيلة التي تجمع بين المال والعمل بقصد استثمار الأموال التي لا يستطيع أصحابها استثمارها، كما أنها الوسيلة التي تقوم على الاستفادة من خبرات الذين لا يملكون المال، وبالنسبة للمضاربة المصرفية فهي شراكة بين عميلٍ مُضاربٍ أو أكثر، والمؤسسة المالية<sup>64</sup>؛ بحيث يُوكّل الأولُ الثاني بالعمل والتصرف في ماله بُغية تحقيق الربح، على أن يكون توزيع الأرباح حسب الاتفاق المُبرم

<sup>64</sup>إرشيد محمود عبد الكريم، "الشامل في عمليات المصارف الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 40.

بينهما في عقد المضاربة، وتتحمل المؤسسة المصرفية كافة الخسائر التي قد تنتج عن نشاطاتها ما لم يُخالف المضارب نصوص عقد المضاربة<sup>65</sup>.

المضاربة هي اتفاق بين طرفين يقوم بمقتضاه أحد الطرفين (رب المال) بتزويد الطرف الآخر (المضارب او رب العمل) بمبلغ من المال مقابل حصول المضارب على نسبة معينة من الربح يتم الاتفاق عليها مسبقا، ويتحمل رب المال درجة عالية من المخاطرة حيث انه في حالة حدوث خسارة لا ترجع إلى تقصير رب العمل او المضارب فإن رب المال يتحمل الخسارة وحده، ام إذا حدثت الخسارة نتيجة تقصير من رب العمل فإن رب العمل يتحمل الخسارة كاملة ويلتزم برد المال إلى رب المال.

وهكذا يمكن القول إن المضاربة هي التقاء بين صاحب الخبرة وصاحب المال، أحدهما يقدم المال والثاني يشارك بخبرته ثم يقتسمان نتيجة هذا التمازج بنسب يتم الاتفاق عليها، وبذلك يعتبر وسيلة شرعية لإدخال الأصول إلى النشاط الاقتصادي للاستفادة منها بدلاً من اكتنازها وذلك عن طريق عمل مشترك بين صاحب المال وصاحب العمل أو الخبرة.

#### \* شروط المضاربة:

- يجب أن تكون قيمة المضاربة محدّدة المبلغ والعملة، وأن تكون أعمال المضاربة مباحة.
- إذا قدّم العميل أصولاً غير النقد - كآلات إنتاجية مثلاً - فيجب تقويمها بالمال في عقد المضاربة.
- يجوز أن يكون المال المضارب به متاحاً للمضارب، حتى لو كان ديناً في ذمّة المضارب.
- تتحمل المؤسسة المالية جميع الخسائر التي قد تنتج عن عمليات المضاربة، ما لم يكن العميل طرفاً مسبباً.
- يمكن الاتفاق على نسب مختلفة لتوزيع الأرباح بين المؤسسة المالية وعميلها، على أن يتم بعقد المضاربة.
- يجب أن يُشير العقد إلى كافة المسؤوليات والأتعاب من تعدي وتقصير لِكِلَا الطرفين.
- لا يجوز للمضارب الاستدانة على حساب المضاربة، وهو دائماً الضامن لرأس المال.
- يجوز لمؤسسة المالية اشتراط الحصول على ضمانات من المضارب لضمان ردّ حقوقها.
- لا يضمن العميل رأس مال المضاربة إلا في حالة التعدي أو التقصير.

<sup>65</sup> شلهوب علي محمد، "شؤون النقود وأعمال البنوك"، مرجع سبق ذكره، ص 405.

## المحاضرة السابعة: التمويل بتقنية رأسمال المخاطر

يعد التمويل من بين الأساسيات لإنشاء، تشغيل وتوسيع المؤسسات الاقتصادية، من خلال تغطية كافة احتياجاتها المالية للقيام بأنشطتها ووظائفها المعتادة وأيضاً ضمان استمراريتها، لذلك أخذ تطوير أدوات التمويل اهتماماً كبيراً من طرف المالىين والمستثمرين، لتبرز تقنية جديدة تختلف عن التمويل التقليدي تتمثل في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، الذي هو عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى بشركات رأس المال المخاطر، وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة؛ حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه وبذلك فهو يخاطر بأمواله، ولهذا نرى بأنها تساعد أكثر المؤسسات الجديدة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال، حيث أن النظام المصرفي يرفض منحها القروض نظراً لعدم توفر الضمانات.

### أولاً: الإطار العام للتمويل بتقنية رأسمال المخاطر:

يختلف رأس المال المخاطر اختلافاً جوهرياً عن الائتمان أو القرض، حيث انه في الحالة الأولى يمتلك الدائن الحق بالمطالبة بماله بغض النظر عن حالة الشركة أو استقرارها المالي، بينما بالمقابل، فإن المستثمر في رأس المال المخاطر قام بالاستثمار في الشركة وحصل على حصة فيها، وبذلك فان عوائده تعتمد بشكل كامل على نمو المشروع وقدرته على تحقيق الارباح.

### 1.1. مفهوم التمويل بتقنية رأسمال المخاطر:

تباينت مفاهيم تقنية التمويل برأس المال المخاطر في الأدبيات الاقتصادية، كما تعددت مصطلحات المهنة بين الدول، ويعتبر (Gille COPIN (1986)<sup>66</sup> انه من صعب تعريف المهنة من زاوية واحدة إذ يرى أن التعريف يقوم على ثلاثة اتجاهات رئيسية، حيث يعد الاتجاه الأول اتجاه ضيق ومحدود، أما الثاني فهو تعريف واسع يمس تقنيات تمويل المهنة، و اقترح الكاتب تعريفا يراه تعريفاً وسطياً يجمع بين الاتجاه الأول والاتجاه الثاني.

✘ **التعريف الضيق:** إن التمويل برأس المال المخاطر هو قبول شركة مالية متخصصة في تمويل مؤسسات تكنولوجيا بالمساهمة في رأس مالها الخاص، وتهدف هذه الوساطة للحصول على قيم مضافة مقبولة في الأجل المتوسطة.

<sup>66</sup> Gille COPIN ; Le capital-risque en France, un mode ou une institution ; Revue du financier, juillet 1986 ; p 14.



❑ **التعريف الواسع:** إن تقنيات رأس المال المخاطر تعمل على تقوية الهيكل المالي للمؤسسات برأس المال الخاص، ويخفض أعباءها المالية لكثرة الاستدانة من الوسطاء التقليديين.

❑ **التعريف الواسع:** أن رأس المال المخاطر هو حقن رؤوس أموال خاصة في مؤسسات إنتاجية وخدمائية تمتلك إمكانية تحقيق نجاحات في الأفق سواء في مرحلة الانطلاق أو في مرحلة التوسع.

إن صعوبة توحيد مفهوم "رأس المال المخاطر" عديدة من منظور المهنيين فقد يراها البعض منهم أنها وساطة حديثة ومعقدة بما أنها تتضمن طرقا وأساليب عملية مختلفة وبذل وتضحية وعطاء من طرف الممول، كما تعرف أنها مهنة حديثة تقوم على ضخ الأموال الخاصة أو شبه الخاصة بدون الضمانات وقيود الملموسة تذكر، ولذلك سيتحمل الممول خطورة كبيرة في حالة "وفاة المساهمة"، وفي حالة حدوث سيناريو غير مرغوب ستضيع أموال المساهمة وجهود الممول.<sup>67</sup>

يرها بعض الباحثون أمثال (2003) emmanuelle dubocage أن رأس المال المخاطر أكثر من مهنة ويصفها بأنها صناعة متكاملة industrie du capital risque بما أنها تقوم على مجموعة من تقنيات التمويل تستوجب طاقما فنيا متمكنا يملك الكفاءة اللازمة في اتخاذ قرار التمويل، كما تقدم مؤسسات إدارة المحافظ معلومات دورية لفائدة المستثمرين المؤسسيين من خلال مجلس الإدارة، حيث تقوم هذه الشركات أيضا بدراسة كل الطلبات المقبولة وتحديد فرص النجاح ورصد كل الأخطار المحيط بالمشروع قبل الإبرام النهائي للصفقة.

كما يقوم الممولون ببديل جهود تجاه المؤسسات الممولة في حالة حدوث ظروف استثنائية أو في حالة كساد السوق، فقد يقدم الممول معلومات وتوصيات وآراء لتفادي ركود المبيعات، وفي الحالات العادية تعمل المؤسسات الممولة على بناء شبكة من المتعاملين بغرض تطوير مخرجات المؤسسة ورفع رقم أعمالها.

على ضوء مراجعتنا للأدبيات الاقتصادية والتقارير الصادرة من الجمعيات المهنية والإقليمية ومختلف التقارير الدولية سنحاول عرض بعض التعاريف لرأس المال المخاطر.

عرفت جمعية المهنية لرأس المال المخاطر EVCA أنه " كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في المؤسسات تتميز باحتمال نمو لكنها بدرجة خطورة مرتفعة، أملا في الحصول على فائض القيمة في المستقبل."

<sup>67</sup> Gilles MOUGENOT ; Tout savoir sur le capital investissement ; Gualino Edition ; paris ; 2007 ; p58.

يشير **Pierre BATTINI** <sup>68</sup> أن عقد تمويل برأس المال المخاطر يشبه عقد الزواج، إذ يرى أن رأس المال المخاطر عقدا مؤقتا ينتهي بنجاحات أو فشل، ويرى أن المهنة تشبه " عقد الزواج مع الوعد بالطلاق".

تشير العبارة إلى دلالات التالية:

■ المقصود بعقد الزواج هي مساهمة في رأس المال المؤسسة وتقاسم الأرباح والخسارة، كما تشير أيضا إلى مسؤولية الممول تجاه المؤسسة عند الحاجة.

■ أما مدلول بالوعد بالطلاق هو أن المشاركة في رأس المال منتهية وقد تتحد مسبقا في العقد المبرم بين الطرفين.

يعرف **emmanuelle dubocage (2003)** <sup>69</sup> " أن رأس المال المخاطر نشاط ممولون متخصصون يوفرون رأس المال لمدة معلومة، وذلك بأمل الحصول على مردود عالي نسبيا من خلال نتائج سنوية أو من خلال بيع حصص المساهمة في بورصة الأوراق المالية."

بينما يعرف **eric stéphany (2003)** <sup>70</sup> تمويل برأس المال المخاطر " أنه ذلك النمط التمويلي المعاصر الذي يتماشى مع متطلبات نمو المؤسسات الاقتصادية سواء كانت المؤسسة في مرحلة الانطلاق، أو في مرحلة تطوير منتجاتها". ويرى الباحث أن المهنة تركز على مبادئ رئيسية نوجزها في العناصر التالية:

✓ ضرورة أن تكون المردودية المتوقعة مرتفعة نسبيا في الأجل المتوسطة.

✓ ضرورة وجود فريق في المؤسسة له قدرات تقنية وكفاءات إدارية مقبولة.

✓ وجود احتمال نجاح الاستثمار.

✓ توفر صفقات خروج مقبولة من منظور الممول.

يعرف **m. BEMLONECHE (2004)** " أن رأس المال المخاطر هو نشاط ممولين متخصصون في توفير رأس المال لمدة معلومة لفائدة مؤسسات اقتصادية بعد دراسة قراراتها والتنبؤ بأوضاعها المستقبلية، بأمل الحصول على مردود عالي نسبيا في حالة نجاح الاستثمار أو في حالة بيع حصص المساهمة في بورصة الأوراق المالية." <sup>71</sup>

<sup>68</sup> Pierre BATTINI ; Il a exercé pratiquement tout les métier lies au capital risque dans plusieurs établissement connues et renommés tel que SOFINNOVA, ELCTRONOVA, La casse des dépôt , il a également crée l'enseignement du capital risque a PARIS Dauphine et la Sorbonne ( PANTHEON) .

<sup>69</sup> EMMANUELLE DUBOGAGE ; le capital risque un mode de financement dans un contexte d'incertitude ; Op.Cit ; p28.

<sup>70</sup> ERIC STEPHANY ; la relation capital risque & PME fondement et pratiques ; de Boeck ; 2003 ; p17.

## ويمكن تقديم تعريف شامل لمفهوم رأس المال المخاطر كما يلي:

رأس المال المخاطر هو مهنة مستحدثة توفر جزءا من رأس المال لمؤسسات اقتصادية طموحة بصفة مؤقتة في أي مرحلة من مراحل حياتها، ويبدل الممول جهودا فنية لفائدة المؤسسة ويطمح من خلال مشاركته الفعالة في تحقيق مردود مقبول في الأجل الطويلة. أو بعبارة أخرى: " رأس المال المخاطر هو تمويل تساهمي في مدى زمني، يحصل الممول على مردود مستقبلي في حالة نجاح المشروع وجزء من سلطة القرار".

### 2.1. خصائص التمويل برأس المال المخاطر:

تتمتع مهنة تمويل برأس المال المخاطر بخصائص تختلف جذريا عن الاستدانة المصرفية. وسنحاول أن نبين خصوصيات المهنة في العناصر التالية:

- ✓ ان مساهمة الممول في مشاريع استثمارية غير مؤكدة النجاح، وليس بإمكانه أن يضمن استرداد الأموال في المستقبل.
- ✓ تختلف مساهمة الشركاء في المؤسسة عن مشاركة الممول بعد تأسيس المؤسسة، بما أن مساهمة برأس المال المخاطر ذات سقف زمني وينتهي يوم خروج الممول من رأس المال فقد تتراوح مدة الشراكة بين 3 إلى 7 سنوات حسب الحالات والدول، بينما مساهمة الشركاء هي مساهمة دائمة وليس للشريك نية في الخروج من المؤسسة.
- ✓ إن التمويل في مهنة رأس المال المخاطر يركز على مخطط الأعمال، وهو عبارة عن ملف يحتوي على مجموعة من المعلومات تمس محاور مختلفة في المؤسسة، كمضمون الفكرة، وخبرة المنظم، ومختلف التقديرات المالية وغيرها من المعلومات حول المنتج. ومن الضروري أن تمويل أي مؤسسة يتطلب دراسة مخطط عمل من أجل دراسة وتقدير ميزانيتها وتحديد كل سيناريوهات الممكنة، كما يمهّد المخطط أيضا لدراسة صفقات الخروج اللاحقة حسب نظرة صاحبه في الأجل المتوسطة.
- ✓ إن نشاط المهنة يختلف كثيرا على التمويل بالاستدانة قبل وبعد عملية تمويل إذ لا يقتصر على استثمار رؤوس الأموال فالممول يوفر مساعدات فنية للمؤسسة عند حاجة.
- ✓ تتطلب المهنة مجالس إدارية ولجان متخصصة ذات إمكانيات فنية معتبرة في مجال التمويل، التدقيق، والمتابعة، وتقوم شركات إدارة المحافظ بدراسة عروض المشاريع وأخطار محيطتها بها كما تقوم في الوقت نفسه بمتابعة المشاريع الممولة.

<sup>71</sup> Marc BEMLONECHE ; Le Capital-Risque ; Edition banque ; 2004 ; p33.

- ✓ إن عملية التدقيق سيناريوهات الممكنة يتم غالبا بمساعدة شبكة متنوعة من المتعاملين سواء كانوا مهندسين في التكنولوجيات الحديثة، خبراء، مؤسسات اقتصادية حصلت على التمويل من قبل، وهذا من أجل دراسة ملفات التمويل واتخاذ قرار بشكل سليم وموضوعي.
- ✓ إن استرداد رؤوس الأموال "Cash out" مرحلة صعبة بما أن صفقات الخروج غير مضمونة وغير مؤكدة عند إبرام العقد، فتوجد مشكلة خروج الممول في حالة تعذر قنوات مرغوبة فيها أو تعثر خروج الممول بصفقة متفق عليها مسبقا<sup>72</sup>.
- ✓ يحصل ممول على عوائد من الأرباح المحققة في العمليات التجارية الفعلية أو بعد نجاح عملية بيع حصص المساهمة في السوق المالي<sup>73</sup>. أما في حالة فشل المشروع أو حدوث سيناريو غير مرغوب فيه فيتحمل الطرفين سوية الخسارة.
- ✓ تتأثر فترة التخارج بين طرفي التعامل désinvestissement كثيرا بالأوضاع الآنية المحيطة، كحجم نجاح المؤسسة، أو وضعية أسواق المال في حالة اكتتاب أولى في البورصة، رواج المنتج، ومنافسة البدائل. وتذكر عدة دراسات أن صفقات الخروج الناجحة من خلال البيع للمؤسسات الكبرى تمثل أكبر نسبة، كما أن صفقات دمج مع مؤسسات أخرى أكثر رواجاً من غيرها من حالة الخروج المتبقية. فخروج الممول من خلال الاكتتاب العام في البورصة الأوراق المالية IPO يصنف أنه أحسن صفقات الخروج في عالم المال والأعمال في الو.م.أ، حيث أن اكتتاب مؤسسة في سوق تكنولوجيات المعاصرة NASDAQ يكون غالبا دليلا على نجاح الصفقة.
- ✓ تعد فترة استرداد رؤوس الأموال المستثمرة في المؤسسة فترة صعبة وحرجة، فعملية الخروج ودرجة نجاحها تتوقف كثيرا مع نتائج المؤسسة الفعلية. ويحتسب عائد الممول على أساس الربحية المحققة في العمليات التجارية أو بعد مرحلة بيع حصص المؤسسة في السوق المالي<sup>74</sup>.
- ✓ يتحمل أصحاب العقد في حالة فشل المشروع كل الخسارة، وتدعي في أوساط الممولين بحالة وفاة المساهمة.

<sup>72</sup> Emmanuelle DUBOGAGE ;(thèse) ; le capital-risque ; édition la découverte ; 2006 ; p 211.

<sup>73</sup> Cyril DEMARIA ; Introduction au Private Equity ; les base du capital investissement Edition Revue Banque ; 2°Edition ; Paris 2008 ; p58.

<sup>74</sup> M.CHERIF & Stéphane DUBREUILLE ; Création de valeur et capital investissement ; Edition collection syntaxe ; 2005 ; p194.

- ✓ يتم تحديد حجم المشاركة بعد دورة المفاوضات، وتوجد عوامل مختلفة تؤثر على حجم المساهمة، ونذكر منها الإطار القانوني، التكنولوجية المستخدمة في المشروع، مرحلة التمويل، رغبة الملاك المؤسسين، وتعديلات ظرفية بعد مشاورات الممول مع المنظم وغيرها من المحددات البيئية الأخرى.
- ✓ يتبن لنا أن مبدأ المهنة أساسي في صفقات التمويل التساهمي هو ألا يلتزم أي طرف لطرف الآخر بكفالة وضمان مادي فيما يتعلق باسترداد رؤوس الأموال مستقبلاً.

### 3.1. أهداف التمويل بتقنية رأسمال المخاطر:

تهدف شركات رأس مال المخاطر من خلال تمويلها للمشاريع عالية الخطورة الى مجموعة من الأهداف يمكن حصرها فيما يلي<sup>75</sup>:

- ✓ التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة.
- ✓ يعتبر الطريقة المثلى لتمويل الشركات غير القادرة على توفير التمويل اللازم من البنوك وذلك بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها.
- ✓ توفر التمويل للمشروعات الجديدة عالية المخاطر والتي تتميز بالتغيرات التكنولوجية والتسويقية.
- ✓ تقوم شركات رأس مال المخاطر بتقديم الدعم التكنولوجي والإداري للمؤسسة عبر مختلف مراحلها.
- ✓ تتولى مؤسسة رأسمال المخاطر توزيع الخطر على كافة الشركاء.

جدول رقم 01: أهمية رأس المال المخاطر على نشاط المشروعات.

محددات الكفاءة أوجه المقارنة	المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر ب%	المؤسسات الممولة بتمويل الذاتي ب%
فتح مناصب العمل	25%	3 - 03%
نفقات البحث والتطور بالنسبة للعمالة	67%	33%
معدل الاستثمارات السنوية	35%	9%
معدل الإنتاجية السنوي	12%	5%

المصدر: عبد الباسط وفا: مؤسسات رأس المال المخاطر في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة 2001 ص 48.

<sup>75</sup> دراجي كريمو، شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات دراسة حالة الجزائر، جامعة الجزائر، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 09، سبتمبر 2013، ص 343.

## ثانيا: انعكاسات التمويل بتقنية رأسمال المخاطر:

يثير مفهوم رأس المال المخاطر بعض الغموض نتيجة حداثة هذا الاصطلاح حيث بدأ يتبلور منذ قرابة عقدين أو ثلاثة عقود، كما أن مضمون هذا المصطلح يتضمن أنماط تمويل عديدة تبدأ من تمويل الفكرة المبتكرة، ثم تمويل فترة الانطلاق، ويستمر إلى تمويل خطط التوسع في أسواق جديدة، كما يوفر رأس المال المخاطر أيضا رؤوس الأموال لتحويل ملكية المؤسسة برغبة الملاك المؤسسون.

### 1.2. شركات رأس المال المخاطر والجهاز المصرفي:

ويقصد يستفيد الجهاز المصرفي من إنشاء شركات رأس المال المخاطر من عدة جوانب أهمها<sup>76</sup>:

- مساعدة البنوك في إقالة عملائها المتعثرين بتوفير موارد مالية إضافية لهم وحيث لا تستطيع البنوك (في بعض الحالات) إقراض أو المساهمة في المشروعات نتيجة للقيود التي تفرضها نظم العمل المصرفي.
- توفير المعونة الفنية والإدارية لعملاء وحيث لا يتوافر لدى البنوك الإمكانيات اللازمة لتوفير هذه المعونة.
- تمويل المشروعات الصغيرة التي تتوافر لديها إمكانيات النمو والتطور بينما لا يتوافر لديها الضمانات الكافية للاقتراض من الجهاز المصرفي ومن ثم يمكن للجهاز المصرفي في مراحل لاحقة دخول مجال تمويل هذه المشروعات.
- تمويل تطبيق الابتكارات الجديدة وصناعة البرمجيات، وهي مشروعات لا تعد جاذبة للبنوك أما لارتفاع درجة المخاطرة بها أو لعدم توافر القدرات المالية والضمانات لأصحاب المشروعات، وثم يحتاج تطبيق المبتكرات إلى مساندة شركات رأس المال المخاطر وفي حالة نجاحها فإنه يمكن للبنوك دخول مجال التمويل لهذه المشروعات وبعد أن تتوافر لديها الشروط اللازمة.
- المساعدة في إعادة هيكلة شركات قطاع الأعمال العام التي يتم إدراجها في برنامج الخصخصة مما يؤدي إلى تصحيح مسارها وتسديد ديونها للبنوك.

---

<sup>76</sup> صبيودة إيناس، رأس المال المخاطر كألية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة sofinance ، الملتقى الوطني حول: التوجهات الحديثة للسياسات المالية للمؤسسة، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، الجزائر، يومي: 14-15 نوفمبر 2016 ص 86.

فقد ثبت عالميا، وفي أغلب الدول الأوروبية خاصة، أن المؤسسات الاقتصادية تشكو من نقص فادح في الأموال الخاصة، وأن استعمال رأس المال المخاطر كتقنية مالية لم تكن الحل في بداية الأمر ولكن مع مرور الزمن أصبح ضروري جدا في إدارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الخصوص.

بما أنه وجد لتمويل الاستثمارات في المؤسسات الاقتصادية، فأصبح يسمى رأس المال الاستثمار، ورأس المال المخاطر هو جزء من مكوناته، حيث أصبح يقلل من الاعتماد على المديونية والتوجه إلى الاعتماد على الأموال الخاصة من أجل التطور والتنظيم أكثر.

يساعد رأس المال المخاطر على خلق وتطوير محيط اقتصادي ملائم لمؤسسات اقتصادية جديدة أو موجودة، سواء لتقوية أموالها الخاصة أو لتوفير تمويل قادر على الابتكار باعتباره محرك النمو داخل المؤسسة الاقتصادية. رغم كل هذه المزايا للبنوك التجارية في ظل تواجد مؤسسات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الاقتصادية، إلا أن اختيار التمويل بواسطة البنوك التجارية أو مؤسسات رأس المال المخاطر يخضع لمعايير، يبحث فيها كل طرف على زيادة العائد من جهة وتخفيض التكاليف من جهة أخرى. ومن معرفة ذلك يمكن لنا إجراء مقارنة بين التمويل بواسطة البنوك التجارية والتمويل بواسطة مؤسسات رأس المال المخاطر من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 02: مقارنة بين معايير تمويل البنوك ومؤسسات رأس المال المخاطر

المعايير	مؤسسات رأس المال المخاطر	البنوك التجارية
1- قرار التمويل	- نوعية المستثمرين - الثنائية: منتج/ سوق - آفاق القيمة المضافة	- قدرة التسديد: التدفقات والضمانات.
2- مبررات الائتمان	- المردودية في الأجل المتوسطة والطويلة من خلال التنازل عن فائض القيمة.	- تسديد القرض في آجال الاستحقاق.
3- السلوك اتجاه	- دور فعال، مهتم بمردودية المشروع،	- دور سلبي غير فعال لا يهتم إلا

المؤسسة	شارك في إدارة وضمان الرقابة المستمرة.	بالتسديدات في المواعيد المتفق عليها.
4- حجم المؤسسة	- تتدخل مؤسسات رأس المال المخاطر في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دون المؤسسات الكبرى.	- تفضيل تمويل المؤسسات الاقتصادية الكبرى التي تملك الضمانات اللازمة.
5- مدة حياة المؤسسة	- تخص كل مراحل حياة وتطور المؤسسة.	- تفضل تمويل التطوير وليس الإنشاء.
6- مصادر الأموال المستثمرة	- الأموال الخاصة وشبه الخاصة.	- الموال المقترضة من الزبائن، من السوق النقدية والبنك المركزي.
7- مدة الدخل	- متوسطة وطويلة الأجل.	- قصيرة الأجل.

المصدر: صبيودة إيناس، رأس المال المخاطر كألية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة sofinance ، الملتقى الوطني حول: التوجهات الحديثة للسياسات المالية للمؤسسة، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، الجزائر، يومي: 14-15 نوفمبر 2016، ص 88.

## 2.2. مزاي وعيوب التمويل برأس المال المخاطر:

### ➤ مزاي التمويل برأس المال المخاطر:

يتميز هذا الاسلوب التمويلي بمزايا متعددة نذكر منها ما يلي:<sup>77</sup>

- تكون شركة رأس المال المخاطر شريكة لأصحاب المؤسسة الأصليين، وتأخذ نسبة من الأرباح من 15% إلى 30% إضافة إلى 2.5% المصاريف الادارية سنوياً، كما تتحمل جزءاً من الخسارة في حالة حدوثها، ولا تباع حصة هذه الشركة إلا بعد أن تصبح المؤسسة التي دخلت معها في شراكة قادرة على الانتاج والنمو.
- أمام الممول فرصة لاختيار المشروع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر وكذلك ذات أرباح متوقعة عالية، وقادرة على رفع قيمة أصولها بينما في حالة القرض تبحث البنوك عن المؤسسات القادرة على السداد وبالتالي فهي تمنح القروض للمؤسسات الكبيرة التي لم تعد تمتلك طاقات ابتكار.

<sup>77</sup> إيناس صبيودة، مرجع سبق ذكره، ص 86.



- يتم التمويل برأس المال المخاطر على مراحل وليس دفعة واحدة فبعد انتهاء أي مرحلة يلجأ المستفيد من جديد إلى الممول وفي هذا ضمان لصدق الاستثمار في عرض نتائج الأعمال المنجزة وهذا من شأنه إعطاء فرص جديدة، حين فشل المشروع وقبل تراكم الخسائر.
- يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر بحيث ما يمكن أن يخسره مع مشروع تربيته مع آخر إضافة إلى المشاركة في الخسائر فذلك يقلل منها فضلاً على أن المراقبة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات غير مأمونة العواقب.
- إن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون، ويعوض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع، وقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة "كأبل وميكروسوفت، كومبات، لميدرال وجينيتيك وغيرها" وكانت التقنيات القائمة عليها مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية.
- إن نسبة إخفاق المؤسسات الممولة بهذا النوع من الشركات منخفضة، وهذا راجع إلى أن هذه الأخيرة تنتقي ويعناية المؤسسات التي تمولها
- دورها الكبير في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة في مرحلة الإنشاء لا تملك هذه المؤسسات القدر الكافي من الأموال اللازمة، كما أن البنوك تمتنع عن تقديم قروض لها دون ضمانات لكن مؤسسات رأس المال المخاطر تقدم ما يلزم لهذه المؤسسات رغم ارتفاع المخاطر خلال مرحلة الإنشاء.

#### ➤ عيوب التمويل برأس المال المخاطر:

إن تقنية التمويل برأس مال المخاطر تعتبر أداة تحفيزية لتشجيع المشاريع نظراً لما تقدمه من تسهيلات وامتيازات ومزايا تجاه تلك المشاريع، غير أن هذه المزايا تقابلها مجموعة من العيوب، حيث قد يمثل المخاطرون للمؤسسين عبئاً معيناً، يرجع إلى: <sup>78</sup>

❖ الحقوق المتولدة للمخاطرين عن المشاركة كالمشاركة في القرارات والتدخل في توجيه مسار المشروع.

<sup>78</sup> بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات المصغرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة Sofinance، مجلة الباحث، العدد 05، 2007، ص 10.

❖ تطلب مبالغ مرتفعة، في حالة لصاح المشروع لاسترداد حصص المخاطرين لكن ينبغي ألا ننسى بطبيعة الحال ان ذلك ما يقيم ميزان العدالة، حيث تعتبر هذه المبالغ مقابل المجازفة التي قبلها المخاطرون وقت الإنشاء، والتي كان من الممكن أن تعرضهم لفقدان كافة أموالهم التي شاركوا بها في المشروع.

### 3.2. شركات رأس المال المخاطر في الجزائر:

يعتبر رأس مال المخاطر حديث النشأة والوجود في الجزائر بل ان عدده قليل جدا، ولتطوير هذا النوع من التمويل وإعطائه دورا اكبر عرّضت الجزائر على انشاء صندوق رأس المال المخاطر لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تتولى الخزينة والصندوق تدعيمه وإقامته، وكان ذلك يوم 14 جانفي 2004 ، باعتماد قدره 3,5 مليار دينار جزائري، وقد اعلن ايضا في نفس السنة على تأسيس صندوق ضمان قروض الاستثمار لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا الصندوق ثمرة التزام مشتركة بين السلطات العمومية والبنوك ب رأس مال قدره 32 مليار دينار جزائري، على الرغم من المخاطر التي تحيط بمجالات استثمار مؤسسات رأس المال المخاطر باعتبارها مستحدثة، لم يألفها السوق من قبل إلا انه تمت بعض التجارب في الجزائر لبعض مؤسسات رأس المال المخاطر ومنها:<sup>79</sup>

#### ▪ الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP):

أسست الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP) بعد مجموعة من الاجتماعات التي قام بها بنك الجزائر ووزارة المالية مع البنك الأوروبي للاستثمار، الوكالة الفرنسية للتنمية والصندوق الألماني للتعاون من أجل تقديم دعم لتنمية الاستثمار في الجزائر. بتاريخ 15 نوفمبر 1990، تم إمضاء اتفاقية سمحت بإنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة فيما بعد. وقد بلغ رأس مال الشركة عند إنشائها 73.750.000 دج موزعة على بنك التنمية المحلية بنسبة 40%، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 40%. وبعد انضمام البنك الأوروبي للاستثمار وصل رأس مالها إلى 159.750.000 دج يحوز عليه كل من بنك التنمية المحلية بنسبة 40%، الوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 28.74%، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والبنك الأوروبي للاستثمار بنسبة 11.23%. ومن بين مهام هاته الشركة ما يلي:

✓ تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث النشأة وتنمية المشاريع المتعثرة.

<sup>79</sup> قدور نبيلة، العرابي حمزة، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم (الجزائر، الوم أ، فرنسا، المملكة المتحدة، تونس)، مجلة الدراسات المالية المحاسبية والإدارية، العدد السابع، جوان 2017، جامعة ام البواقي، الجزائر، ص 886.

✓ المساعدة في اعداد الدراسات القابلة للتنفيذ والبحث عن تمويل مسبق والتحقيق من الشركاء وعرض نشاط البنوك، وبنوك المعطيات الدولية التي تقدم يد الارشاد والمساعدة.

✓ تساهم في عمليات التمويل عن طريق الشراكة في رأس المال الخاص، على العكس من البنوك التي تمنح القروض اي انها تقوم باقتصاد المساهمة في رأس المال الاجتماعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.<sup>80</sup>

#### ■ الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف SOFINANCE:

هي مؤسسة مالية عمومية متخصصة في الاستثمار يبلغ رأس مالها خمسة ملايين دينار جزائري، تم اتخاذ قرار إنشائها من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 06 أوت 1998، من أجل تطوير الإنتاج الوطني وتطوير منتجات مالية جديدة، تأسست هاته المؤسسة بتاريخ 09 جانفي 2002، حيث ان نسبة مساهمتها في التمويل لا تتعدى نسبة 35% من راس مال الشركة كحد اقصى، وتعتبر هاته النسبة ضئيلة بالمقارنة مع نظيراتها في الدول الأخرى، وهي كذلك لا تغطي كل الانشطة بل انحصر مجال عملها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات وصناعة الالبسة وتحويل الخشب واستغلال الثروات المنجمية، وهذا معناها الاهتمام بالصناعات التحويلية وهو نشاط ضئيل المخاطر اذا ما تمت مقارنته بالأنشطة الأخرى؛ من مهام هاته الشركة:

✓ تمويل قروض عقد الايجار.

✓ المشاركة في رأس المال الشركات.

✓ الانتماء الكلاسيكي والالتزام عن طريق التوقيع.

✓ المشورة والمساعدة للمؤسسات.

#### ■ الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار (ASICOM):

أنشئت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار بموجب اتفاقية بين الجزائر والمملكة السعودية سنة 2004، وتعد أول مؤسسة حكومية متخصصة في رأس المال المخاطر بالجزائر، حدد رأس مالها بثمانية مليارات دينار جزائري 8.000.000.000 دج، بحيث تم اقتسام رأس المال المكتتب مناصفة بين الحكومتين على أن يتم دفع النصف عند التأسيس، ويدير الشركة مجلس إدارة متكون من ستة أعضاء، يضم ثلاثة من كل دولة، ويتمثل دورها في تمويل الاستثمار في كل المجالات وجميع القطاعات، وذلك عن طريق:

<sup>80</sup> أحمد أمين سعد الله، شركات رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار الخاص ودورها التمويلي مع دراسة حالة الجزائر، Revue des Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale, ESC n°8/2010. ص 41.

✓ المساهمة في رأسمال مشاريع وشركات جديدة او اقتناص حصص في شركات قائمة.

✓ تمويل المشاريع التي تساهم فيها الشركة عن طريق حساب المساهمين.

#### ■ الجزائر استثمار (El djazair Istithmar):

"الجزائر استثمار" مؤسسة رأس مال استثماري يحوز رأس مالها البالغ واحد مليار دينار جزائري بنكان عموميان، بنك الفلاحة والتنمية الريفية بنسبة 70% والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنسبة 30%، وقد تم تسليمها الاعتماد من أجل بداية نشاطها من طرف وزارة المالية في 6 ماي 2010.<sup>81</sup>

#### ■ الصندوق المغربي لرأس المال الاستثماري MPEF :Maghreb Private Equity Fund:

ينشط صندوق رأس المال الاستثماري المغربي بثلاث دول مغربية: الجزائر، المغرب وتونس، ويسير عن طريق مجمع "تونانفست" (Tuninvest Group)، بدأ نشاطه لأول مرة في تونس سنة 2000 من طرف المؤسسة المالية الدولية SFI: Société Financière Internationale التي ساهمت في الاستثمار شمال إفريقيا وكمرحلة أولى بدأت بالاستثمار في كل من الجزائر، تونس والمغرب، لتنتقل بعد ذلك إلى ليبيا في المرحلة الثانية.

#### ☒ المعوقات القانونية والمالية لتواجد شركات رأس المال المخاطر في الجزائر:

يخضع نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر إلى وصاية وتزكية وزارة المالية بعد استشارة هيئة تنظيم ورقابة عمليات البورصة Cosob، كما تنص المادة 12 من القانون الأساسي المنظم لنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر إلى ضرورة توفر الكفاءة والخبرة في التسيير لدى مدراء وهذه الشركات.<sup>82</sup>

أما من الناحية المالية فلا يمكن لشركات رأس المال المخاطر توظيف أكثر من 15 بالمئة من رأسمالها واحتياطياتها في نفس الشركة، إضافة إلى أنه لا يمكن أن تحوز شركات رأس المال المخاطر أكثر من 49 بالمئة من رأس مال مؤسسة واحدة. كما يوضح الإطار القانوني أنه يمكن لهذه المؤسسات أن تقترض أكثر من نسبة 10 بالمئة من رأسمالها الخاص أي نسبة الاقتراض لا يجب أن تتعدى العشر. وتتكون موارد شركات رأس المال المخاطر من رأس مال خاص بأنواعه، وشبه رأس مال خاص، هذا الأخير قد يكون عبارة عن أموال تساهمية من أفراد مستثمرين خارج الشركة أو مساهمات مالية من الدولة لتمويل نشاطات إنتاجية لمؤسسات صغيرة ومتوسطة.

<sup>81</sup> بربيش السعيد، مرجع سابق، ص 7-8.

<sup>82</sup> ضياف عليّة، حمّانة كمال، رأس المال المخاطر: اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة دراسة حالة الجزائر، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 5، 2016، ص 181.

### ثالثاً: تمويل رأس المال المخاطر لمراحل حياة المؤسسة:

تحتاج المؤسسات باختلاف أنواعها لمصادر تمويل تتماشى مع دورة حياتها، فكلما انتقل مشروع من مرحلة إلى أخرى تغيرت حاجته التمويلية، ولهذا الغرض يقوم المشاركون برأس المال المخاطر على دراسة المشروع ويوفر التمويل للمؤسسة المالية سواء تعلق الأمر بإنشاء المشروع، أو النمو والتنمية، أو تحويل الملكية.

#### الجدول رقم 03: دورة حياة المنتجات وتمويل برأس مال المخاطر.

عوامل المنافسة	البرنامج المخطط	تمويل	البرنامج الدورة
الإبداع	البحث وتطوير	Seed capital	ما قبل الانطلاق
اختراق الأسواق	تمويل عمليات تجارية	Capital démarrage	الانطلاق
اقتصاديات السلم	الإنتاج والتنميط	Capital croissance	النمو
السوق	تسويق دولي	Capital développement	التنمية والنضج
المرونة	التخلي على المنتج	Capital recouvrement	التدهور (مرحلة الإنهاض)

المصدر: سحنون سمير: فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس مال مخاطر، دراسة حالة: تونس، المغرب، الجزائر، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة ابوبكر بلقايد، تلمسان، 2013، ص 102.

مالياً رأس مال المخاطر هو تمويل برأسمال خاص أي اقتسام المخاطر بين المؤسسات والشركاء الماليين بصفة عامة، وعمليات رأسمال المخاطر تمويل المؤسسات الناشئة والتي تنمو بطريقة أسرع من المؤسسات المنشأة من قبل المتعاملين فقط لكن عمليات رأسمال المخاطر تختلف حسب المرحلة الموجودة فيها المؤسسة وهي أربعة مراحل رئيسية:

#### 1.3. تمويل مرحلة الإنشاء أو الانطلاق capital-creation :

إن مرحلة النشأة والانطلاق CAPITAL CREATION هي أخطر مراحل تمويل المؤسسات الابتكارية، ولذلك يقوم الممول بوضع جملة من القرارات الاحترازية وتدقيق المخاطر المرتبطة بالمشروع في ضوء العوائد المتوقعة من الاستثمار ثم يتم ضخ رؤوس أموال.<sup>83</sup>

فإذا كانت العوائد مترقبة أعلى من الخسارة المحتملة، تكون المخاطرة مبررة وفي ظل هذا السيناريو يتخذ أصحاب رأس المال المخاطر قرار الاستثمار النهائي، كما يضعون تحت تصرف مالك المسير رؤوس أموال دون أي ضمان بأمل إنجاح الفكرة وتحقيق الأرباح المنشودة.<sup>84</sup>

<sup>83</sup> JEAN LACHMAN ; le seed capital ; Une nouvelle forme de capital risque ; édition ; Economica 1992 ; p 06.

في المرحلة الأولى من حياة المشروع يتم تمويل مختلف البحوث بهدف تنمية وتطوير ودراسة التقنيات المتاحة استنادا لأوضاع السوق ولحين إتمام المرحلة التمهيديّة يتم توفير التمويل بداية العمليات التجارية بتمويل نشاط المؤسسة الإنتاجي. يقوم الممول بدراسة مجموعة من المعايير لاقتناء المشاريع المؤهلة. وأهم ما نجد في هذا التقييم.<sup>85</sup>

- ✓ المردود المتوقع.
- ✓ اليقظة التكنولوجية.
- ✓ الخبرة والتخصص، كفاءة فريق الإدارة.
- ✓ سوق المستهدف والآفاق المستقبلية.
- ✓ فرص الخروج أو فرص بيع المؤسسة.

يمكن التمييز بين نوعان من التمويل البذري، وبعبارة أخرى تأخذ هذه المرحلة طابقيين مختلفين: فالطابق الأول هو تمويل ما قبل الانطلاق، أما الطابق الثاني فهو تمويل يخصص لمرحلة تمويل الانطلاق وتمويل عمليات الإنتاج، وتدعى هذه المرحلة أيضا بمرحلة تمويل الإقلاع، يتولى رأسمال الإنشاء تمويل مؤسسات ناشئة مبتكرة يربط بها العديد من المخاطر ولديها أمل كبير في النمو والتطور، وتنقسم هذه المرحلة إلى مرحلتين:

#### ■ تمويل ما قبل الانطلاق capital d'amorçage (Seed Capital):

إن تمويل ما قبل الانطلاق هو تمويل دراسات وتصاميم المنتج النمطي prototype، ومهام الممول برأس المال المخاطر في هذه الفترة هو دعم لوجيستي لدراسات المؤسسة، كما يدعم الاستثمارات غير المادية أخرى كتقديم الإعانات الفنية والتقنية، ويتفق الممولون أن مرحلة التمويل ما قبل الانطلاق أخطر مراحل التمويل في هذه المهنة، فقد تنتهي هذه المرحلة بسيناريو هين.<sup>86</sup>

يتمثل الاحتمال الأول في حدوث السيناريو المرغوب فيه أي فشل فكرة المشروع وتأكيد أطراف العقد من عدم قابلية تنفيذه من الناحية التقنية أو التسويقية، فقد يستمر الممول في حالات نادرة تنفيذ المشروع إما في تمويل مشروع جديد (التعديل) أو البحث عن فكرة جديدة.

<sup>84</sup> Mondher CHERIF et Stéphane DUBREUIL : Asymétrie d'information & Financements des PME ; Revue d'économie financier n ° 57 ; 1999 ; p154.

<sup>85</sup> ERIC STEPHANY ; la relation capital risque & PME fondement et pratiques ; de Boeck ; 2003. ; p28.

<sup>86</sup> JEAN LACHMAN ; Le seed capital une nouvelle forme du capital risque ; Op.Cit ; p34.

أما السيناريو الثاني، فهو وضع مرغوب فيه ويحصل تقدم في جدوى الفكرة ويستمر الممول في عملية تخصيص الأموال للمراحل المتقدمة.

### ■ تمويل مرحلة الانطلاق « start-up » Capital Démarrage

يقصد بمرحلة الانطلاق هي مرحلة بداية النشاط التجاري للمؤسسة كما أن مرحلة استكمال البنية الأساسية لهياكل المؤسسة حيث يقوم الممول بضخ رؤوس أموال لتمويل تكاليف بدء المشروع.<sup>87</sup>

وتبقى هذه المرحلة من أخطر المراحل كسابقتها لأنها مرحلة لا تستوفي شروط تمويل مؤسسي سواء من البنوك أو من خلال طرح أسهم للاكتتاب العام في البورصة. فقد يواجه الممول تحديات صعبة لا يمكن قياسها.

إن أبرز تحديات المؤسسة في مرحلة الانطلاق هو تقدير حجم الطلب من الزبائن المحليين أو زبائن دوليين، ودراسة مخاطر بروز منتجات أو خدمات بديلة منافسة قبل فترة الانطلاق، أو تغير أوضاع الأسواق الآنية، أو توفر معلومات توجي بتغير أوضاع بيئية في آجال القريبة لا تخدم مصالح المشروع. كما تؤثر هذه المتغيرات على عملية اتخاذ قرار الممولين، ففي حالة قبول التمويل يقوم المساهم برأس المال بدراسة دورية ومستمرة للاستراتيجيات المناسبة لمواجهة تحديات الانطلاق.

### 2.3. مراحل التوسع والتنمية. Capital développement.

تحتاج المؤسسات الإنتاجية لمصادر تمويل معتبرة من أجل تطوير أعمال جديدة بعد نجاح عملية التأسيس والانطلاق وبعد تحقيق جملة من النجاحات السوقية، ورفع ذروة المبيعات تستخدم المؤسسة رؤوس أموال خارجية لتجسيد هذا الطموح. وتتدخل شركات تمويل برأس المال المخاطر لتنفيذ خطط العمل الجديدة بمشاركة مالية تصل إلى حدود 40% من رأس المال المؤسسة، ويبقى غرض هذا العقد هو تسويق المخرجات (المنتج أو خدمة) في نطاق أوسع أو بغرض تطوير المنتج لتحقيق عوائد معتبرة في الآجال القريبة.

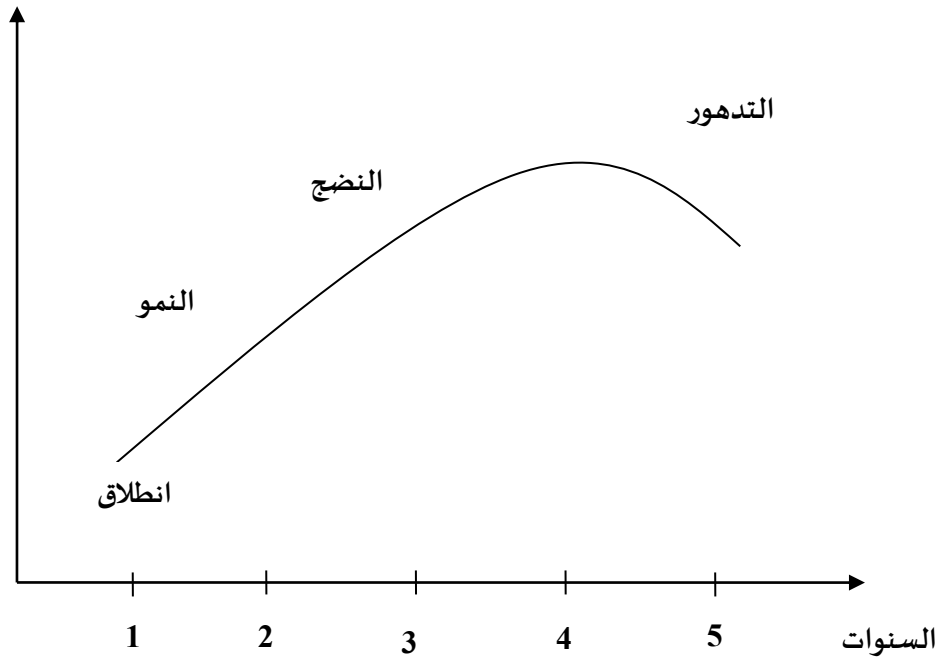
### ☒ مرحلة تمويل عمليات النمو:

يتدخل رأس المال المخاطر في هذه المرحلة لتمويل نشاط توسع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة القائمة ويشترط الممولون أن تكون عملية التوسع تولد أرباح إضافية للمشروع وتؤمن عملية التوسع استمرار المؤسسة في السوق في المدى

<sup>87</sup> بريش السعيد: رأس المال مخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الاقتصادية، 2006، ص 05.

الطويل.<sup>88</sup> ويقوم ممولون بتدبير التمويل اللازم للتوسع في المشروع من الناحية التسويقية من أجل تطوير حجم المبيعات وزيادة نمو الإيرادات.

الشكل رقم 08 : دورة حياة المنتج



Source : Pierre BATTINI ; Finances son entreprise de la création a la transmission par le capital investissement ; Edition maxima 2006 ; p 73

في أحسن الظروف يمكن أن تستمر المؤسسة في تطوير أسواقها لرفع من فرص طرح الأسهم في الاكتتاب العام فقد يأخذ ممولون على عاتقهم توفير موارد مالية إضافية تسمح للوصول إلى أعلى ذروة في حجم المبيعات، وتدعى هذه المرحلة أيضا بمرحلة "تمويل العبور".

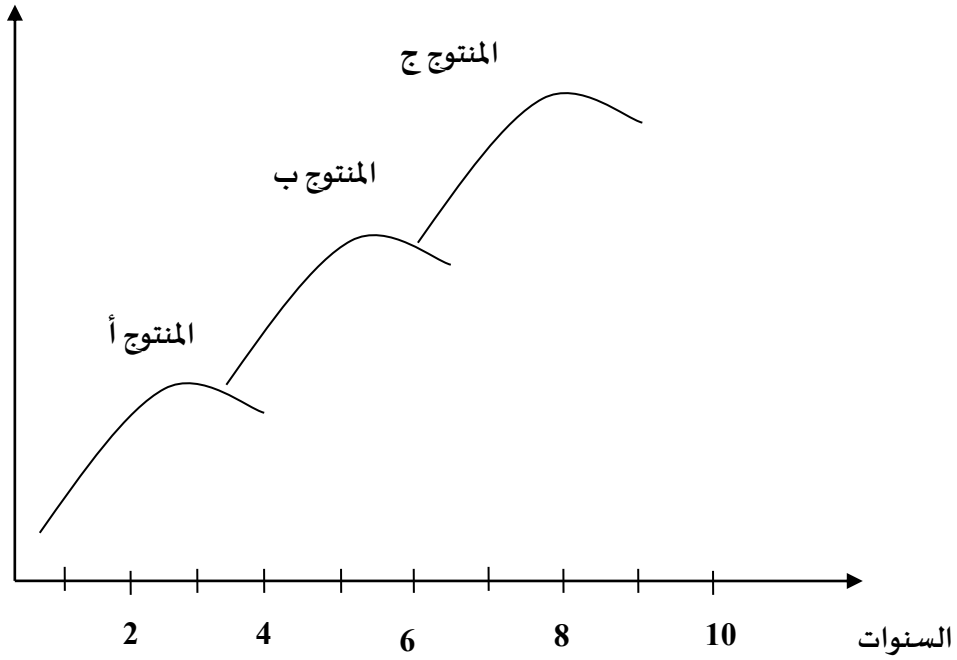
#### ☒ رأس المال التنموية:

تحتاج المؤسسات القائمة في المجالات الحيوية لمصادر إضافية من اجل وضع خطط إنتاج جديدة أو تجديد منتجات قائمة تتطلب التحديث، أي أن تمويل هذه المرحلة يكون غرضه مواصلة نمو أسواق المؤسسة أو بهدف تنمية منتجاتها، ويوضح الشكل الموالي استراتيجية المؤسسة على المدى الطويل.

<sup>88</sup>; Constantin ZOPOUNIDIS ; La Gestion du capital risque ; Edition ECONOMICA ; 1990. ; P112.



## الشكل رقم 09 : دورة تجديد المنتج



Source : Pier TINI ; Capital risque mode d'emploi ; Op.Cit ; p 73.

ينبغي على مؤسسة مضطرة أن تقوم بنشاطات البحث والتطوير بصورة مكثفة. فتتدخل مؤسسات التمويل المتخصصة في توفير جزء معتبر من رؤوس الأموال. وتتطلب عملية تنمية مرافقة طوال المرحلة حيث تكون مؤسسات مجبرة على بحث وتوظيف مدراء محترفين وتنفيذ مواصفات أنظمة إدارة الجودة الشاملة TQM. يرى كثير من المختصين في هذا المجال أن صناديق التمويل تقبل تمويل مرحلة نمو وتنمية أكثر من مرحلة الإنشاء الأولية لأنها مرحلة أقل خطورة، فالمؤسسة قائمة قادرة على تمويل رأس المال العامل وقدرة على تسديد التزاماتها تجاه الموردون.

### 3.3. تمويل فترات تحويل الملكية والحالات الخاصة:

تعتبر مرحلة التمويل المتقدمة أحد مجالات التمويل في مهنة رأس المال المخاطر ونجد حالتين وهما:<sup>89</sup>

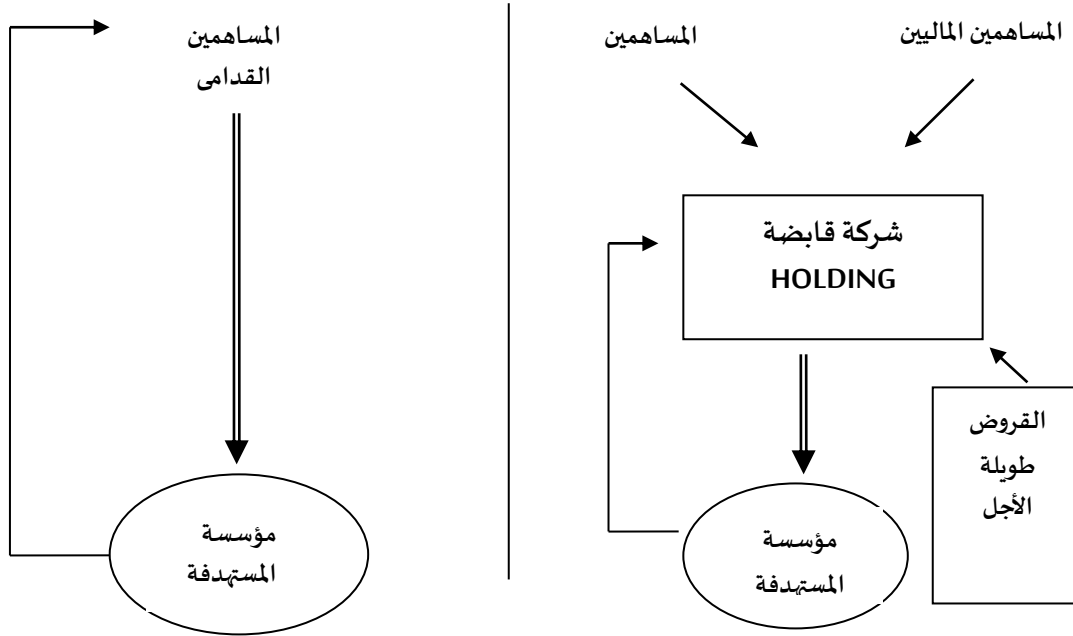
#### ▪ رأس المال تحويل الملكية: (LBO) capital transmission

يستخدم هذا النمط من التمويل عندما يرغب المؤسسين تحويل مشروع إلى شركة قابضة مالية أي يتم تحويل ملكية المؤسسة لمجموعة جديدة من الملاك. وتتدخل رأس المال المخاطر في مرحلة التحويل في حالة إذا ما فضل الورثة

<sup>89</sup> سحنون سمير: فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس مال مخاطر، دراسة حالة: تونس، المغرب، الجزائر، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة ابوبكر بلقايد، تلمسان، 2013، ص 107.

عدم استمرار في نشاط مؤسسة مثلا ويتم ذلك عبر تكوين شركة مالية قابضة تمنح قروضا لشركاء جدد. وبعد سداد الالتزامات المالية تنتقل ملكية للشركاء في شركة متفرعة.<sup>90</sup>

### الشكل رقم 10 : تحويل الملكية بالرفع المالي



Source : Fabien provost ; entrepreneurs ; quel private equity pour vous accompagner ? Edition revue banque ; année ; 2009. p 114.

#### ■ تمويل مرحلة إعادة الهيكلة: (مرحلة الإنهاض).

تعتبر مرحلة الإنهاض من بين المراحل الحرجة والخطرة عن سابقاتها والعمل المطلوب من الممول هو إعادة هيكلة نشاط المؤسسة وقيام بتجديد عمليات الإنتاج أو تجديد يمس الهيكل والتنظيم، التكنولوجيا، والتسويق. ومن دون شك تكون عملية الإنهاض خطرة وتحتاج العملية لمصادر مالية كبيرة.

إن تدخل رأس المال المخاطر في هذه المرحلة يتطلب مجموعة من الخبراء من أجل تقديم حلول مناسبة للمالك المسيرين، ويتم أيضا إعادة هيكلة المشروع وتوظيف مهارات جديدة يتحكمون في التكنولوجيات الحديثة بما يناسب ظروف المؤسسة.

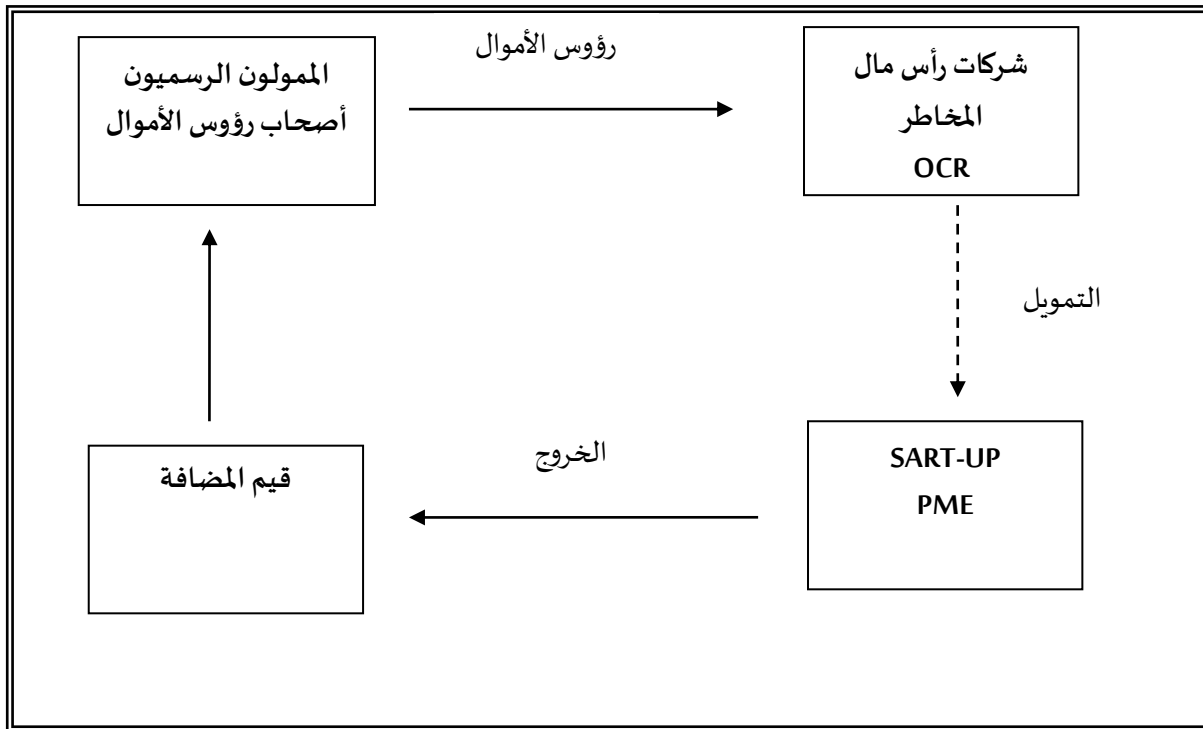
<sup>90</sup> Fabien provost ; entrepreneurs ; quel private equity pour vous accompagner ? Edition revue banque ; année ; 2009. p 114.

### 4.3. تمويل مرحلة الانحدار:

ويسمى التمويل في هذه المرحلة بـ "رأس مال التصحيح" capital-retournement " يخصص رأسمال التصحيح للمشروعات القائمة فعلا ولكنها تمر بصعوبات خاصة، وتتوفر لديها الإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج الى إنهاض مالي فتأخذ مؤسسة رأسمال المخاطر بيدها حتى تعيد ترتيب أمورها، وتستقر من جديد في السوق، وتصبح قادرة على برقيق أرباح.

إن تمويل مشروعات جديدة يعتمد كثيرا على صفقات الخروج الناجحة، فمن الضروري أن تغدي صفقات الخروج مبالغ الصندوق ويتم إعادتها في حلقة جديدة، وإذا حقق الممول صفقات خروج ناجحة كثيرة سيزيد حجم معروضات رأس المال المخاطر للدورات القادمة، وبالتالي تعمل صفقات الخروج على رفع حصص تمويل برأس المال المخاطر مستقبلا، وهذا يعمل على تمويل مؤسسات صغيرة ومتوسطة ومشروعات ابتكارية كثيرة في دورات التمويل القادمة كما يبينه الشكل الموالي:

شكل رقم 11 : دورة رأس المال المخاطر



Source : Pierre BATTINI ; capital risque mode d'emploi ; op.cit ; p 73.

تعد المشاركة المؤقتة في رأس المال المؤسسة في مرحلة النشأة أو التوسع من أهم خصائص رأس المال المخاطر. وقد يخطط الممول برأس المال المخاطر للخروج من المشروع بعد أن يحقق العائد المنشود، غير أن النجاح الفعلي للممول يعتمد كثيرا على فترة التخارج ومدى نجاحها، حيث تمثل هذه المرحلة نهاية الصفقة واسترداد أصل المالي الذي استخدم في التمويل سابقا وجني الأرباح الإضافية بعد التخلي عن حصة المساهمة.

وتأخذ صفة الخروج الناجحة عوائد فعلية للممول والمالك المسير على حد سواء، حيث يراها الممول أنها فترة تحول حقوق ملكية إلى سيولة "Cash out" أما بالنسبة للملاك فهي مرحلة جني الثمار والاستحواذ على المؤسسة.

إن محددات سيناريوهات الخروج المختلفة تتأثر غالبا بعوامل بيئية نذكر منها:<sup>91</sup>

- البيئة الاقتصادية.
- الثقافة السائدة.
- وضعية أسواق المال.

تتعدد صفقات الخروج بين الممولين والملاك، فقد تكون صفقة الخروج عبارة عن بيع للملاك المؤسسين (بيع داخلي خاص)، أو بيع الممول لأسهم المؤسسة للمؤسسات الكبرى وتدعى (الخروج الصناعي) أو دمجها مع مؤسسات أخرى، أو تسعير المؤسسة في البورصة بعد الاكتتاب الأولي العام في البورصة الأوراق المالية كما هو الشأن للمؤسسات العالية التكنولوجية في السوق المتخصص NASDAQ.

---

<sup>91</sup> زراري ميعي، دور رأس مال المخاطر في دعم المشاريع الاستثمارية دراسة مقارنة في الجزائر والمغرب، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة. ماستر أكاديمي، جامعة أم البواقي، 2013-2014، ص63.

## المحاضرة الثامنة: مساهمة الدولة في التمويل

للحكومة او الدولة دور هام بل وأساسي في التمويل وذلك من خلال توفير التمويل اللازم وتوجيه القطاعات المختلفة ضمن أولويات خطط التنمية الاقتصادية، وبهذا فان الدولة تستطيع أن تلعب هذا الدور عبر أدواتها المختلفة في إدارة السياسات الاقتصادية، ويكمن دور الدولة الحديث في توفير البيئة الاستثمارية الملائمة والقادرة على تشجيع الأفراد وأصحاب رؤوس الأموال والشركات الاستثمارية على المشاركة الفاعلة في عملية النمو والتنمية الاقتصادية وذلك عبر حمايتها لأموال المستثمرين.

### أولاً: الإطار العام لمساهمة الدولة في التمويل:

يمكن تقديم ذلك من خلال التطرق الى مفهوم مساهمة الدولة في التمويل، ومن تم الإطار المفاهيمي للدعم الحكومي، في الأخير ذكر المبررات العملية لاعتماد سياسة الدعم الحكومي.

### 1.1. مفهوم مساهمة الدولة في التمويل:

عندما تتوفر جميع العوامل المساعدة، بما فيها التمويل اللازم للقطاعات الاقتصادية وإبرام الاتفاقيات الثنائية للتصدير والاستيراد، تترك بعد ذلك عملية تحديد الفرص الاستثمارية الصناعية للأفراد والشركات وتلجأ حكومات بعض الدول إلى مساعدة المشاريع الصغيرة عبر قنوات استشارية عديدة، منها الاقتصادية والفنية والإدارية وذلك على النحو التالي:<sup>92</sup>

\* الاقتصادية: حيث تقدم المشورة حول موقع المشروع ورأس المال وتوفير الأسواق لتسويق الإنتاج ومنح التمويل إذا اقتضى الأمر وتحسين أداء المشروع.

\* الفنية: وهي مشورة تتعلق بالآلات والتخطيط البناء.

\* الإدارية: وتشمل تدريب العمال الفنيين وتأهيلهم ورفدهم بخبراء أجانب عند الضرورة بهدف رفع كفاءاتهم وإكسابهم مزيداً من الخبرة النظرية والعملية.

وهناك شكل آخر من أشكال المساعدة من جانب الحكومة يتمثل بالمساعدات المالية ويبرز هذا الدور عندما تبدي البنوك التجارية عدم رغبتها في التعامل مع المؤسسات الاقتصادية الصغيرة مفضلة التعامل مع المؤسسات الكبيرة بسبب

<sup>92</sup> وكالة الأنباء والمعلومات الفلسطينية، التمويل والمؤسسات التمويلية... مفهوم وأهداف وسياسات، تاريخ الاطلاع 2023.10.19، الرابط

[https://info.wafa.ps/ar\\_page.aspx?id=4327](https://info.wafa.ps/ar_page.aspx?id=4327)

قلة المخاطرة، ويمكن لهذه البنوك أن تخفض شروطها في حال ضمان الحكومة لأية خسارة وتشجيعها لإقامة مؤسسات جديدة متخصصة وإقامة شركة لضمان مخاطر الائتمان المصرفي للمشروعات الصغيرة. وبإمكان الحكومة التدخل بعدة طرق مباشرة أو غير مباشرة وذلك على النحو التالي:

■ **التدخل المباشر:** ويتلخص بتمويل مشروعات القطاع العام والمساهمة بمشروعات القطاع الخاص، وتأسيس المشروعات والاكتتاب بأسهمها أو ضمان بيع هذه الأسهم، وكذلك ضمان تدفق رؤوس الأموال الأجنبية وتكوين المدخرات المحلية.

■ **التدخل غير المباشر:** من خلال العمل على تحقيق الاستقرار للأوضاع النقدية. وتحديد أسعار رمزية لبعض مدخلات الإنتاج المحلية ذات العلاقة بالبنية التحتية كالكهرباء والأرض وغيرها أو جعلها مجانية وتخفيض الضريبة وحماية الملكية والحقوق المترتبة عليها من جميع المخاطر.<sup>93</sup>

وبالتالي فإن حل مشكلة التمويل حلاً جذرياً يتطلب تكثيف مصادر التمويل الجديدة، وإقامة هيكل اقتصادي يسمح بتنمية الفائض الاقتصادي، وتقليص الاستهلاك وزيادة المدخرات وتعديل هيكل تخصيص الموارد لمصلحة القطاعات الإنتاجية والاعتماد على الموارد الداخلية وتنظيم الإنفاق القومي. وهذا يعني بأنه لولا تدخل الدولة المباشر عبر سياستها الاقتصادية لما تسنى لهذا المستوى الاقتصادي العالمي أن يتحقق. وإذا كانت هذه النتيجة صحيحة على وجه العموم، فإنها تكون أكثر صحة عندما يدور الحديث عن البلدان النامية ومنها الأقطار العربية. ولعل ما شهدته معظم الدول النفطية من تطور كبير نتيجة توفر الأموال الناتجة عن بيع النفط لهو خير دليل على ذلك، ومنها على سبيل المثال دولة الجزائر التي أصبحت مركزاً لاستقطاب الاستثمارات في منطقة شمال افريقيا.

كما ان اهم اسباب مساهمة الدولة في التمويل تتمثل في:<sup>94</sup>

\* عجز في الأنظمة الاجتماعية الضمان الاجتماعي.

\* حاجة الجماعات المحلية إلى القروض من أجل الاستثمار.

\* حاجة المؤسسات العامة إلى الموارد المالية لمعالجة عجزها في الاستغلال أو الاستثمار، حاجة لم تقدر على

تغطيتها إعانات الدولة تخصيص بنود في ميزانيتها.

<sup>93</sup> عبد الغفار عبد السلام وآخرون، إدارة المشروعات الصغيرة، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2001.

<sup>94</sup> عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1 2008.

## 2.1. الإطار المفاهيمي للدعم الحكومي:

ان تحديد مفهوم الدعم يعتبر صعب المنال وقد شبهه (houthakker ، 1972) الدعم مثل الجمال يختلف مع وفق العين التي تنظر اليه، وحتى ولو أمكن العثور على مفهوم مناسب للدعم، فانه ستظل هناك مشكلة قياسه<sup>95</sup>، ولهذا سنتطرق الى عدة جهات النظر لمختلف مفاهيم الدعم الحكومي وهي كالآتي:

**\* مفهوم الدعم من وجهة نظر الاقتصاديين:** عرفه CARL SHOUP على انه " أسلوب تنتهجه الحكومة وتقوم بمقتضاه بتوفير ميزة مالية للأسرة أو للشركة في القطاع الخاص من المجتمع، تمكن هذه أو تلك من بيع أو شراء السلع أو الخدمات أو إحدى عوامل الإنتاج، بما في ذلك الحصول على الائتمان بهدف التيسير بالزيادة أو التخفيض، شراء أو بيع أو استخدام هذه السلعة أو الخدمة أو ذلك العامل المعين من عوامل الإنتاج بسعر اقل من سعره الو تم الحصول عليها بدون دعم في السوق الحر"، ومن التعريف نجد أن الدعم الحكومي هو مسؤولية الدولة اتجاه الأسرة أو المؤسسات، وهي عبارة عن أداة في يد الدولة لتوفير قدرة مالية سواء للقطاع الخاص أو المواطنين، وهذا للحصول على زيادة القدرات الإنتاجية بالنسبة للشركات والتم كن من الحصول على السلع والخدمات للأسر.

إلا أن هذا التعريف تعرض إلى النقد من طرف الاقتصادي A.R. PREST والذي أكد على الدور الحيوي لسياسة إعادة توزيع الدخل في الدول النامية وله أهمية خاصة، وصرح على انه لا يمكن استبعاد توزيع بعض المواد الغذائية بالمجان رغم ضخامة هذه السياسة على الميزانية العامة للدولة.<sup>96</sup>

وقد عرف الباحثين Norman Myers and Jennifer Kent الدعم على انها مدفوعات مالية تدفعها الحكومة لفرد أو شركة، والغرض منها، من الناحية النظرية، هو تقليل الاختلاف بين التكاليف والفوائد الخاصة والاجتماعية لاستيعاب العوامل الخارجية. ويمكن أن يكون هذا الدعم مباش را أو غير مباشرة.<sup>97</sup>

وعرفه الآخرون على انه " مساهمة مالية تقدمها الحكومة أو هيئة عامة تتحقق عن طريقها منفعة لمن يتحصل عليها، وتأخذ تلك المساهمة أشكال عدة منها شكل تحويل فعلي أو شكل تحويل محتمل للأموال، كما في حالة تقديم

<sup>95</sup> Benedict Clements et al, Government Subsidies: Concepts, International Trends, and Reform Options, International Monetary Fund, Working Paper, September 1995, page 1.

<sup>96</sup> حسين صيام، سياسة دعم الأسعار دراسة عن الإعانات الاقتصادية مع تركيز خاص على التجربة المصرية، أطروحة دكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، 1983، ص 11.

<sup>97</sup> Norman Myers and Jennifer Kent, Government sponsored perversity. Review of: Perverse Subsidie, edition BioScience , Vol: 51 No: 5, May 2001, p: 408

ضمان للقروض، أو شكل تنازل عن جزء من إيرادات الحكومة كما في الإعفاءات الضريبية أو الجمركية، أو الشكل المعتاد ودعم الأسعار و الدخول"، من هذا المفهوم يمكن أن نستنتج أن الدعم الحكومي يكون على عاتق الدولة. وتكون له منفعة للأفراد ويوجد عدة أشكال لتقديم هذه المنفعة، إما تنازلاً أو صرف جزء من مداخيل الدولة لصالح الأفراد المراد استفادتهم من المنفعة. والبعض الآخر عرف الدعم على أنه "عبارة عن تكلفة الحصول على السلع والخدمات التي تتحملها الدولة نيابة عن المواطنين فوق ما يدفعه من سعر. أي هو الفرق بين ما يدفعه المواطنين من السعر للحصول على السلع والخدمات المختلفة، وبين تكلفة تدبير هذه السلع والخدمات." و"أي تشويه لنظام الأسعار يؤدي إلى ميزة تنافسية لسلعة ما على حساب سلعة أخرى." هذا التعريف قد حصر الدعم الحكومي على شكل نفقات عامة فقط، عن طريق تغطية الدول الفرق بين السعر الاقتصادي والسعر الاجتماعي، وقد أغفل الجانب الهام ألا وهو تنازل الدولة على جزء من إيراداتها مثل الإعفاءات الضريبية.<sup>98</sup>

ومن الناحية العامة، يمكن أن يكون الدعم يعرف بأن ه أي مساعدة حكومية تسمح للمستهلكين بشراء السلع والخدمات بأسعار أقل من الأسعار التي قدمها القطاع الخاص التنافسي تماماً، أو زيادة دخل المنتجين بما يتجاوز الدخل الذي سيحصل عليه دون هذا التدخل الحكومي عبر الدعم.

واعترفت الوزارة المالية الجزائرية الدعم يتصرف إلى بعض أشكال الإعانات للمستهلكين والمنتجين بصورة مباشرة وغير مباشرة بهدف التخفيف من عبئ المعيشة على كاهل الطبقات الفقيرة ومحدودة الدخل. زيادة على ذلك إعادة توزيع الدخل لصالح تلك الطبقات مما يمكنها من تحقيق النهاية على درجة معينة من العدالة الاجتماعية.<sup>99</sup>

#### \* ماهية الدعم في النظرية الاقتصادية:

■ **الدعم كأداة توزيعية للدخل القومي:** اعتبر فريدريك ريوس FREDRIK REUSSE الدعم الحكومي أنه: "أموال مدفوعة أو إيراد متنازل عنه بدون أي مقابل أو بدون مقابل ما يعادل ما تم تحويله، وذلك بغرض نقل مزايا محددة تعتبر ذات صفة تمييزية." هذا التعريف ما يعاب عليه أنه حصر الدعم أنه أداة في السياسة المالية لإعادة توزيع الدخل، ولكنه يغض النظر عن بعض الأدوار الأخرى له مثل استقرار الأسعار وتوفير حد أدنى من المستوى المعيشي للأفراد وتشجيع الصناعة المحلية.

<sup>98</sup> Antoine BONDUELLE, soutiens et subventions de l'état aux énergies en France, Greenpeace France, Décembre 1998, p09

<sup>99</sup> حنصال ابو بكر، بن احمد سعدي، استراتيجية الدعم الحكومي المطبقة في الجزائر من منظور الفعالية الاقتصادية وتحقيق العدالة الاجتماعية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، رقم 08، 2018، ص 11.



■ الدعم كضريبة سالبة: لقد أعطى كينيث بولدينج kenneth boulding مفهوم آخر للدعم واعتبره كضريبة سالبة، وهذا يعني أن الحكومة أو الدولة تقوم بإضافة نسبة أو مقدار معين من السعر للمنتج بدلا من اخذ نسبة أو مقدار معين من السعر المدفوع من المستهلك، وفي هذا النوع من الدعم يكون سعر السلعة الذي يستلمه المنتج أعلى من سعر السلعة الذي يدفعه المستهلك، والفرق بينهما يساوي قيمة الدعم، وفلسفة الدعم كضريبة سالبة تستند إلى انه في حالة إلغاء الدعم عن السلعة أو الخدمة ينتج عن هذا الإجراء آثار على المستفيدين، وبالأخص الفقراء تعادل فرض ضريبة غير مباشرة تكون بنفس قيمة الدعم.<sup>100</sup>

■ الدعم كتحويل من جانب واحد: عرفت الموسوعة الأمريكية encyclopédie American الدعم بأنه: "منحة في شكل نقدي أو عيني أو أي نوع آخر من المساعدات، لا يتوقع فيه المانح أي عائد مباشر أو مقابل لهذه المنحة" ما يعاب على هذا التعريف انه ينظر إلى الدعم من وجهة نظر محاسبية فقط، بحيث هناك تحويلات حكومية تكون في شكل تخفيضات الأسعار للسلع والخدمات.

■ الدعم كأداة لتحقيق الأهداف: ووفقا لتعريف الموسوعة البريطانية encyclopédie britannique التي اعتبرت الدعم أنه نفقات حكومية تكون مباشرة أو غير مباشرة أو امتياز خاص يمنح ويوجه للمشروعات الخاصة أو الحكومية أو حتى الأفراد، بغرض تحقيق أهداف عامة أو حقا اقتصاديا ممنوحا. تعتمد فلسفة هذا المفهوم على انه ينظر لسياسة الدعم من وجهة تحقيق مجموعة من الأهداف منها تحسين المستوى المعيشي للفئات الهشة، ومحدودة الدخل وحماية الاستثمارات الإنتاجية الوطنية، وكذا إعادة توزيع الدخل.

■ الدعم كفرق سلعي: وقد عرف ريتشارد ستون RICHARD STONE الدعم بأنه عبء مالي تتحمل الدولة تكلفته، بهدف تمكين الأفراد والمؤسسات أو المنشأة في الحصول على السلع والخدمات بأسعار منخفضة من أسعار السوق الحر. هذا المفهوم يفترض أن الدعم يقتصر على السلع والخدمات، التي يتم دعمها للفئات المستحقة للدعم، لكنه يغفل أنواع أخرى مثل الإعفاءات الضريبية وكذلك التنازل عن الحقوق المالية ولا يركز كذلك على أهمية الدعم في تحقيق أهدافه.<sup>101</sup>

<sup>100</sup> علاء على على الزغل، فعالية استراتيجية الدعم كآلية لتحقيق العدالة الاجتماعية في مصر، مجلة دراسات في الخدمة الاجتماعية والعلوم الإنسانية، جامعة حلوان، مجلد 13 العدد31، سنة2011، ص6163.

<sup>101</sup> زينب توفيق السيد عليوة، تقييم أثر الدعم الحكومي في النمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة من 1990 الى 2014، مقال في المجلة بحوث اقتصادية عربية العدد 75-74، 2016، ص09.

### 3.1. المبررات العملية لاعتماد سياسة الدعم الحكومي:

ليست المبررات النظرية وحدها التي دفعت الدول إلى اعتماد سياسة الدعم الحكومي، بل هناك مبررات عملية في تدهور الوضع الاجتماعي أجبرت الحكومات على التدخل والتي هي:

**\* انتشار الفقر وارتفاع الأسعار:** في ظل عدم توفر السلع والخدمات الأساسية وبالأخص السلع الغذائية الضرورية بأسعار في متناول الشريحة الفقيرة و محدودة الدخل، ولا يضمن اقتناء حد أدنى من السلع الضرورية للطبقات الفقيرة وهو ما يؤدي إلى تدهور مستوى معيشي وعدم تحقيق امن غذائي لهم، وفي ظل معاناة هذه الشريحة وعدم توفير مقومات الحياة الكريمة لهم وعدم قدرتهم على تحمل الأعباء المعيشية نتيجة أن دخولهم اقل من الحد الأدنى لمستوى معيشي مناسب ولائق، أصبح لابد من تدخل الدولة في تخفيض الأسعار بحيث تعتبر احد أهم المبررات الرئيسية في قيام الدول بتطبيق سياسة الدعم، وهي حماية الفقراء ومحدودي الدخل، ويتم هذا عبر الدعم المباشر أو غير المباشر.<sup>102</sup>

**\* انخفاض مستوى الأجر والدخول الحقيقية للأفراد:** في ظل وجود معدلات ارتفاع الأسعار أكبر من معدلات ارتفاع الأجر نسبيا وزمنيا وهذه الظاهرة منتشرة في الدول النامية يؤدي ذلك إلى تراجع مستمر ومتواصل في الدخل الحقيقية للأفراد بالشكل الذي لا يمكنهم من توفير السلع والخدمات عن طريق رواتبهم وأجورهم، مما يؤدي إلى تراجع حصتهم من الناتج المحلي الإجمالي لفائدة فئات أصحاب الحقوق الملكية والغنية، مما يؤدي إلى اتساع الفوارق الاجتماعية بين فئات المجتمع وبالتالي لابد من الدولة أن تدخل عبر الدعم لزيادة دخولهم الحقيقية وحمايتهم لتوفير احتياجاتهم الأساسية وفق مبدأ العدالة الاجتماعية.

**\* عدم قدرة المؤسسات المحلية على منافسة المؤسسات الخارجية:** في ظل التنافس الدولي لم تتمكن اغلب المؤسسات من الصمود أمام منافسة المنتجات الأجنبية في الأسواق المحلية والخارجية، بسبب ارتفاع تكاليف الإنتاج من جهة وارتفاع الرسوم الجمركية على صادراتهم، مما شكل خطرا على استمرارية المؤسسات المحلية في الإنتاج وأصبحت مهددة بالزوال، وبالتالي لتفادي عواقب زوال المؤسسات من الناحية الاقتصادية المتمثلة في انخفاض النمو الاقتصادي، ومن الناحية الاجتماعية تزايد نسبة البطالة، أصبح من اللازم على الدول أن تقدم دعم لهذه المؤسسات من اجل الصمود ومنافسة السلع الأجنبية على مستوى الأسواق المحلية والأسواق الأجنبية.<sup>103</sup>

<sup>102</sup> احمد عرفة احمد يوسف، الدعم الاقتصادي حقيقته وأنواعه، دار التعليم الجامعي، 2020، ص 44.

<sup>103</sup> سوزي عدلي ناشد، الوجيز في المالية العامة، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2000، ص 66.

الشكل رقم 12: أشكال منظومة الدعم الحكومي في الجزائر



**المصدر:** حنصال ابو بكر، بن احمد سعدي، استراتيجية الدعم الحكومي المطبقة في الجزائر من منظور الفعالية

الاقتصادية وتحقيق العدالة الاجتماعية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، رقم 2018/08، ص 115.

**ثانياً: أجهزة التمويل المساعدة المقدمة من طرف الدولة:**

يوجد عدة هيئات مانحة للامتيازات الجبائية في الجزائر تتمثل في:

- المجلس الوطني للاستثمار: وهو يمثل جهاز استراتيجي يسعى إلى دعم وتطوير الاستثمار.
- الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI.
- الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولات ANADE ، ANSE سابقا.
- الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة CNAC.
- الوكالة الوطنية لترقية القرض المصغر ANGEM.

## 1.2. المجلس الوطني للاستثمار:

يعتبر المجلس الوطني للاستثمار جهاز استراتيجي لدعم وتطوير الاستثمار الأجنبي أحدث بموجب الأمر رقم 03/01 المتعلق بتطوير الاستثمار المعدل والمتمم حيث تنص المادة 18 منه " ينشأ لدى الوزير المكلف بترقية الاستثمارات، مجلس وطني لاستثمار يدعى في صلب النص المجلس ويوضع تحت سلطة ورئاسة رئيس الحكومة".

يعرف على انه هيئة إدارية تنشأ لدى الوزير المكلف بترقية الاستثمار تحت وصاية ورئاسة رئيس الحكومة ويكلف هذا المجلس باقتراح استراتيجيات وألويات تطوير الاستثمار واقتراح تدابير تحفيزية اتجاه المستثمرين.

يتشكل المجلس الوطني إلى جانب الوزراء الذين لهم علاقة بالقطاع الاقتصادي من رئيس مجلس إدارة والمدير العام للوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار اللذان يحضران الاجتماعات بصفتهم ملاحظين ويتولى أمانة المجلس الوزير المكلف بترقية الاستثمارات الذي يتولى تحضير أشغال المجلس ومتابعة تنفيذ مقرارته وتوصياته.

يتمتع المجلس الوطني للاستثمار بصلاحيات ذات طابع استشاري وأخرى ذات طابع تنفيذي فيما يخص المزايا فانه يقترح تعديل المزايا أو إنشاء مزايا جديدة وذلك حسب التطورات وله أن يقترح تدابير لتشجيع الاستثمار وتمويله.<sup>104</sup>

كما أشار المرسوم التنفيذي رقم 355/06 يتعلق بصلاحيات المجلس الوطني للاستثمار في المادة 3 منه إلى مجموعة من الصلاحيات مثل اقتراح المجلس لاستراتيجية تطوير الاستثمار ودراسة للبرنامج الوطني لترقية الاستثمار كما يقوم بتقييم القروض لتغطيته وهذا فالمجلس يعمل على معالجة جميع المسائل التي لها علاقة بالاستثمار.

أما فيما يخص الامتيازات الجبائية فالمجلس الوطني للاستثمار هو الذي يقوم بتحديد المناطق التي تحتاج إلى التنمية والتي يمكن أن تستفيد من الاستثمارات، وما يتعلق بالاستثمارات الأجنبية فالمجلس يحدد لها طبيعة الامتيازات التي تمنح لمستثمريها الأجانب، كما يتولى المجلس مهام الاقتراح والدراسة حيث يقوم باقتراح أولويات لتطوير الاستثمار والتدابير الضرورية لدعمه وتشجيعه مع دراسة كل اقتراح لتأسيس مزايا جديدة، كما يتولى المجلس كذلك اتخاذ القرارات كتعديل قائمة النشاطات والسلع المستثناة من المزايا وتحديد المشاريع ذات الأهمية بالنسبة للاقتصاد الوطني مع ضبط قائمة النفقات من الصندوق المخصص لدعم الاستثمار وترقيته.<sup>105</sup>

<sup>104</sup> بن عمروش ريمة، الآيات تشجيع الاستثمار في الجزائر في ظل الإصلاحات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، سنة 2012، ص 114.

<sup>105</sup> والي نادية، النظام القانوني الجزائري للاستثمار ومدى فعاليته في استقطاب الاستثمارات الأجنبية، أطروحة دكتوراه، جامعة مولود معمري، سنة 2016، ص 107.

## 2.2. الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار، ANDI:

إنها مؤسسة عامة ذات طبيعة إدارية، وضعت تحت وصاية الوزير المسؤول عن تعزيز الاستثمارات، ولها صلاحية لاستقبال مشاريع الاستثمارات التي تتم في مختلف القطاعات الاقتصادية، باستثناء قطاعات المنبع للمحروقات، التي تدير نفسها بواسطة جهاز معين، تهدف إلى تقليص آجال الإجراءات الإدارية والقانونية لإقامة المشاريع.

تم انشاء الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار بموجب المادة 06 من الامر 03-01 المؤرخ في اول جمادى الثانية عام 1422 الموافق ل 20 اوت سنة 2001 المعدل والمتمم الذي نص على انها عباره عن مؤسسة عمومية ذات الطابع اداري تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.<sup>106</sup>

اما مهامها فحددت ب:<sup>107</sup>

- استقبال واعلام المستثمرين المقيمين وغير المقيمين ومساعدتهم.
- ضمان ترقية الاستثمارات وتطويرها ومتابعتها.
- تسهيل اجراءات الاستثمار على المستثمرين قام المشرع بتقريب الوكالة إليهم بإنشاء شبك وحيد لا مركز.

### المزايا التي يمنحها قانون تشجيع الاستثمار:

قد تستفيد مشاريع الاستثمار من الإعفاءات وتخفيضات الضرائب و / أو شبه الضرائب اعتمادا على الموقع والنشاط وتأثير المشاريع على التنمية الاقتصادية والاجتماعية. يتم توفير ثلاث مستويات من الفوائد:

- ✓ الفوائد المشتركة لجميع الاستثمارات المؤهلة.
- ✓ فوائد إضافية للأنشطة المميزة و / أو المهمة.
- ✓ فوائد استثنائية للاستثمارات ذات الأهمية الخاصة للاقتصاد الوطني.
- ✓ الإعفاء من رسوم النقل لعمليات الاستحواذ العقارية في إطار إنشاء النشاط،
- ✓ الإعفاء من رسوم التسجيل للوثائق المكونة للمؤسسات الصغيرة -حالة الشخص الاعتباري-.
- ✓ تطبيق المعدل المخفض بنسبة 50% من حيث الرسوم الجمركية للمعدات والمشاركة بشكل مباشر في تحقيق الاستثمار.

<sup>106</sup> الجريدة الرسمية الجزائرية، الامر رقم 03-01، 2003، الصفحة 04.  
<sup>107</sup> بودة فاطمة، فعالية الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولات ANADE في بعث الروح في المؤسسات المتعثرة في الجزائر (دراسة تحليلية)، مجلة المقرري للدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 06 العدد 01، 2022، ص 117.

### 3.2. الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولات ANADE:

تم انشاء هذه الوكالة بموجب المرسوم التنفيذي رقم 20-329 المؤرخ في 22 نوفمبر 2020، وما هي الا امتداد مع تعديل واتمام للوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب التي انشئت في موجب المرسوم 96-296 المؤرخ في 8 سبتمبر 1996، وهي هيئة الطابع خاص.<sup>108</sup>

وكون ان استحداث هذه الوكالة غير التوجه من الاجتماعي الذي كان معمول به في الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب الى الاقتصادي، وعليه تم ادراج مهام جديدة تتلاءم مع هذه المقاربة الاقتصادية

✓ اعداد البطاقة الوطنية للنشاطات التي يمكن استحداثها من طرف الشباب اصحاب المشاريع وتحيينها دوريا بالاشتراك مع مختلف القطاعات.

✓ تشجيع استحداث وتطوير الأنظمة البيئية بناء على فرص الاستثمار المتاحة من مختلف القطاعات التي تلي احتياجات السوق المحلي او الوطني.

✓ السهر على عصرنه وتوحيد معايير انشاء المؤسسات المصغرة ومرافقتها ومتابعتها.

✓ اعداد وتطوير ادوات الذكاء الاقتصادي وفق النهج الاشرافي بهدف التنمية الاقتصادية متوازنة وفعالة.

✓ العمل على عصرنه ورقمنة آليات إدارة وتسيير الوكالة وجهاز استحداث المؤسسات المصغرة.

✓ تشجيع تبادل الخبرات من خلال برامج المنظمات والهيئات الدولية والشراكة مع الوكالات الاجنبية المختصة في دعم المقاولات وترقيه المؤسسات المصغرة.

حيث تتكفل الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولات الى ترقية ونشر الفكر المقاولات، وتمنح اعانات مالية

وامتيازات جبائية خلال كل المراحل المرافقة، تضم الوكالة شبكة تتكون من 61 وكالة ولائنية تغطي كامل التراب الوطني

والعديد من الفروع موزعة عبر كامل التراب الوطني، حيث تتمثل الاعانات المالية في إطار جهاز الوكالة:<sup>109</sup>

▪ قرض غير مكافئ: تمنح الوكالة القرض غير مكافئ لحامل المشاريع والذي تتراوح نسبة ما بين 15% و50% حسب صيغة التمويل والمنطقة التي ينجز فيها المشروع ووضعيه صاحب المشروع.

▪ تخفيض نسبة الفوائد البنكية: تخفيض نسبة فائدة القروض الاستثمارات الخاصة بإحداث توسيع الأنشطة التي تمنحها اياهم البنوك بنسبة 100%.

<sup>108</sup> الجريدة الرسمية الجزائرية، المرسوم التنفيذي رقم 20-392، صفحة 8.

<sup>109</sup> الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولات 2023، تاريخ الاطلاع: 2023/11/14 <http://www.ansej.org.dz/index.php/fr/support/documents>

- **مدة تسديد القروض:** التمويل الثلاثي 18 الشهر مدة التأجيل او الارزاء لتسديد القرض، خمس سنوات مدة تسديد القرض البنكي، خمس سنوات تسديد القرون غير المكافئ بعد انقضاء الفترة تسديد القرض البنكي، التمويل الثنائي ستة أشهر مدة التأجيل، خمس سنوات تسديد القرض المكافئ.<sup>110</sup>

الشكل رقم 13: المشاريع الممولة من طرف ANADE الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولاتية حسب قطاع النشاط



**المصدر:** تلي سيف الدين، سياسات تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 11 العدد 02، 2022، ص 348.

#### 4.2. الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة CNAC :

أسس الصندوق الوطني للتأمين عن الأضرار بالمرسوم التنفيذي رقم 94-188 المؤرخ في 6 جويلية 1994م، تطبيقا للمرسوم التشريعي رقم 94 / 1 المؤرخ في 11 ماي 1994م، ويعتبر الركيزة الأساسية التي يركز عليها لحماية المهنيين بفقدان مناصب العمل بطريقة غير إرادية لأغراض اقتصادية، يشمل الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة على ثلاثة مديريات جهوية، وكل مديرية جهوية لها عدد من الوكالات الولائية.

يعمل الصندوق على أداء مجموعة من المهام وهي عبارة عن مساعدات مالية وأخرى مجانية من أجل تخليص

خطر البطالة الاقتصادية وتتجسد هذه المهام في:<sup>111</sup>

<sup>110</sup> تلي سيف الدين، سياسات تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 11 العدد 02، 2022، ص 345.

<sup>111</sup> الجريدة الرسمية الجزائرية، المرسوم التنفيذي رقم 94-188، صفحة 5.

- دعم البطالة لمواجهة الظروف الاقتصادية ذلك بضمان الدخل لمدة ثلاثة سنوات للرد على الاحتياج بطريقة مباشرة واضحة، وذلك للأهمية القصوى في تغطية الحاجات الاجتماعية والطبية.
- وفي حالة حصول المؤمن على هذا الامتياز يمكن للعامل الذي يعاني من البطالة أن يساعده الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة البحث عن شغل في سوق العمل.
- تعد بنكا للمشاريع المفيدة اقتصاديا واجتماعيا. حيث تقدم الاستشارة ويد المساعدة للشباب ذوي المشاريع في مسار التركيب المالي وتعبئة القروض.
- تقسم علاقات متواصلة مع البنوك والمؤسسات المالية في إطار التركيب المالي للمشاريع وتطبيق خطط التمويل ومتابعة إنجاز المشاريع واستغلالها.
- تبرم اتفاقيات مع كل هيئة أو مقاوله أو مؤسسة إدارية، يتمثل هدفها في ان تطلب لحساب الوكالة إنجاز برامج التكوين والتشغيل، وبرامج التشغيل الأولي لدى المستخدمين العموميين أو الخواص.

## 5.2. الوكالة الوطنية لترقية القرض المصغر ANGEM :

هي منظمة محددة توضع تحت إشراف وزارة التضامن الوطني والأسرة ومركز المرأة. يضمن مرافقة المبادر طوال عملية إنشاء وتشغيل المشروع ومراقبته. الهدف الرئيسي هو مساعدة ودعم المبادر في جميع خطواته.

تشرف الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر في إطار جهاز القرض المصغر على تسيير صيغتين للتمويل انطلاقا من سلفة صغيرة بدون فوائد تمنحها الوكالة والتي لا تتجاوز 100.000 دج، وقد تصل إلى 250.000 دج على مستوى ولايات الجنوب، إلى قروض معتبرة لا تتجاوز 1.000.000 دج موجهة لخلق نشاطات والتي تستدعي تركيبا ماليا مع إحدى البنوك، كما تسمح كل صيغة بحكم خصوصيتها بتمويل بعض الأنشطة وجلب اهتمام فئة معينة من المجتمع

الامتيازات والمساعدات الممنوحة مجانا: الدعم، النصح، المتابعة التقنية والمرافقة، تضمها الوكالة في إطار إنشاء أنشطتكم. يمنح القرض البنكي بدون فوائد.

- في حالة ما كنتم مؤهلين، يمكنكم الاستفادة من تكوين مجاني في تسيير المؤسسات الصغيرة. بالإضافة إلى ذلك، بعد انطلاق نشاطكم، يمكنك المشاركة في الصالونات عرض / بيع التي تنظمها الوكالة بشكل دائم، في جميع أنحاء الوطن.



### ثالثاً: دور الدولة في تمويل المؤسسات الناشئة:

قامت الجزائر بإصدار قانون خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 2017 ليتمم قانون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسنة 2001 والذي تضمن عدة آليات للنهوض بها من خلال تحسين بيئة نشاطاتها، تشجيع انشاءها والحفاظ على ديمومتها، تحسين تنافسيتها وقدرتها في مجال التصدير، ترقية ثقافة المقاولة وكذا تحسين معدل الاندماج الوطني وترقية المناولة.

#### 1.3. الهيئات الحكومية لدعم انشاء المؤسسات:

إضافة إلى وزارة المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة أنشأت مجموعة متكاملة من الهيئات الحكومية والمؤسسات المتخصصة بهدف تنمية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي نذكر منها:

■ **المشائل وحاضنات الأعمال:** وهي مؤسسات عمومية ذات طابع صناعي تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، مكلفة بمساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودعمها وتأخذ ثلاث أشكال:<sup>112</sup>

\* **المحضنة:** وتتكفل بأصحاب المشروعات الصغيرة والمتوسطة والخدمات.

\* **ورشة الربط:** هيكل دعم يتكفل بأصحاب المشروعات في قطاع الصناعة الصغيرة والمهن الحرفية.

\* **نزل المؤسسات:** ويتكفل بأصحاب المشاريع المنتمين إلى ميدان البحث.

■ **مراكز التسهيل:** وهي مؤسسات عمومية ذات طابع اداري تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، وتكون تحت وصاية الوزير المكلف بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تسعى هذه المراكز لتحقيق العديد من الأهداف أهمها وضع شبك يتكيف مع احتياجات أصحاب المؤسسات والمقاولين وتقليص آجال إنشاء المشاريع.

■ **بورصات المناولة والشراكة:** وضعت وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية إطاراً قانونياً يسعى إلى ترقية نشاطات المناولة والتي تهدف إلى تكثيف النسيج الصناعي وإنشاء صناعة جوارية، لذا فإن القانون 01-18 المؤرخ في 12 ديسمبر 2001 المتعلق بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كرس المناولة كأداة مفضلة لتكثيف نسيج

<sup>112</sup> المرسوم التنفيذي رقم 07-78 المؤرخ في 25 فيفري 2007.

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أيضا فقد أنشئ المجلس الوطني لترقية المناولة سنة 2003، المتضمن تشكيل المجلس الوطني لترقية المناولة، تشكيله وكذا سيره.<sup>113</sup>

### 2.3. الاستراتيجيات الجديدة والمستحدثة الخاصة بدعم المؤسسات الناشئة:

أعلنت الحكومة في 20 مارس 2020 عن قرارات جديدة لتنفيذ استراتيجية تطوير المؤسسات الناشئة وطرق تمويلها على رأسها إنشاء صندوق استثماري لدعمها، وأعلن الوزير الأول عبد العزيز جراد عن اتخاذ قرارات لتجسيد هذه الاستراتيجية تتمثل في.<sup>114</sup>

- إنشاء صندوق استثماري مخصص لتمويل ودعم المؤسسات الناشئة من خلال إنشاء مجلس أعلى للابتكار والذي سيكون حجر الزاوية للتوجه الاستراتيجي في مجال ترمين الأفكار والمبادرات المبتكرة والإمكانات الوطنية للبحث العلمي، في خدمة تنمية اقتصاد المعرفة.
- وضع الإطار القانوني الذي يحدّد مفاهيم المؤسسات الناشئة والحاضنات وكذا المصطلحات الخاصة بالنظام البيئي لاقتصاد المعرفة، لتسهيل إجراءات إنشاء هذه الكيانات. علاوة على عملية إعداد النصوص التنظيمية ذات الصلة، التي ستفضي إلى مراجعة النصوص الموجودة من أجل تكييف آليات التمويل مع دورة نمو المؤسسات الناشئة.
- تحويل الوكالة الوطنية لترقية الحظائر التكنولوجية وتطويرها {ANPT}، إلى وزارة المؤسسات الصغيرة والمؤسسات الناشئة واقتصاد المعرفة.
- تحويل قطب الامتياز الجهوي التكنولوجي {HUB} للمؤسسات الناشئة، الذي يجري إنجازه من قبل شركة "سوناطراك" على مستوى حديقة الرياح الكبرى "دنيا بارك"، إلى وزارة المؤسسات الصغيرة والمؤسسات الناشئة واقتصاد المعرفة.
- وأخيراً، ومن أجل ضمان التآزر المشترك ما بين القطاعات لتنفيذ استراتيجية تطوير المؤسسات الناشئة، يُكَلّف السيد وزير المؤسسات الصغيرة والمؤسسات الناشئة واقتصاد المعرفة، بالسهر على ضبط المساهمات التي تقدمها جميع القطاعات.

<sup>113</sup> المرسوم التنفيذي رقم 03-188 المؤرخ في 22 افريل 2003.

<sup>114</sup> عبد العزيز جراد: 03-10-2020: تدخل في اختتام اشغال الندوة الوطنية الأولى للمؤسسات الناشئة، "الجيريا ديسرابل 2020"، الجزائر العاصمة: المركز الدولي للمؤتمرات.

### 3.3. صندوق تمويل المؤسسات الناشئة:

بعد انشاء وزارة مكلفة باقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة، ووضع اطار قانوني يحدد وضعية المؤسسة الناشئة والمزايا الممنوحة لهذا النوع من المؤسسات، تم الإطلاق الرسمي لصندوق تمويل المؤسسات الناشئة خلال المؤتمر الوطني للمؤسسات الناشئة في 03 أكتوبر 2020، والذي احتضنه المركز الدولي للمؤتمرات بالجزائر العاصمة.

\* آلية عمل الصندوق: إن صندوق تمويل المؤسسات الناشئة يعتمد على آلية تمويل قائمة على الاستثمار في رؤوس الاموال وليس على ميكانيزمات التمويل التقليدية المختلفة القائمة على القروض.<sup>115</sup> بمعنى تمويل الشباب عن طريق المخاطر مع تقاسم الأرباح والخسائر، دون مطالبتهم بتقديم ضمانات عينية هم أصلا لا يمتلكونها. وأفاد وليد ياسين، أن التمويل القائم على الاستثمار في رؤوس الأموال يتضمن تحمل الخطر وهو أمر جد مهم، مؤكدا انه لا يمكن تصور مؤسسة ناشئة دون التكلم عن المخاطرة في رؤوس الأموال.

\* أهمية انشاء صندوق تمويل المؤسسات الناشئة:

✓ ان أهم عائق أمام المؤسسات الناشئة هي التمويل فأن تجد شخصا أو جهة تؤمن بفكرتك وتخاطر بتمويل مشروع يجسد تلك الفكرة مع احتمالات فشل كبيرة أمر صعب، ومن هنا تظهر أهمية انشاء هذا الصندوق أن هذه الآلية التمويلية الجديدة ستمكن الشباب أصحاب المشاريع من تفادي البنوك وما ينجر عنها من ثقل بيروقراطي من خلال هذه الوسيلة التي تتمتع بالمرونة التي تتطلبها المؤسسات الناشئة.<sup>116</sup>

✓ يعتبر الصندوق الوطني لتمويل المؤسسات الناشئة الحلقة المفقودة في سلسلة الاستثمار، حيث كان من الضروري إيجاد جهة تقبل المغامرة وتحمل مخاطر الفشل أكثر مما تتحملها البنوك.

✓ تمكين الشباب المبتكر من الاستفادة من نفس ميكانيزمات التمويل التي تتيحها البلدان المتطورة والسماح لهم بهذا بتحقيق مشاريعهم المبتكرة في الجزائر.

---

<sup>115</sup> وليد المهدي ياسين: 2020-10-03: تصريح للصحافة خلال اشغال الندوة الوطنية الأولى للمؤسسات الناشئة، "ألجيريا ديسرابت 2020"، الجزائر العاصمة: المركز الدولي للمؤتمرات.

<sup>116</sup> عراب فاطمة الزهراء، صديقي خضراء، دور الدولة في دعم المؤسسات الناشئة بالجزائر الجديدة، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، جامعة بشار، المجلد 08 العدد 01، 2021، ص45.

## المحاضرة التاسعة: التوريق

هناك تحديات كبيرة تؤثر على النمو الاقتصادي في الدول النامية وأبرزها ارتفاع كلفة رأس المال وتزايد المديونية، وضعف مصادر التمويل والافتقار إلى الأسواق المالية الفاعلة، وان توريق الديون يعد أحد السبل الكفيلة لمواجهة هذه التحديات، إذ يتم بمقتضاها الإقراض الطويل الأجل من الأسواق المحلية والخارجية، وهو عبارة عن تجميع موجودات متشابهة ذات طبيعة غير سائلة ونقل حيازتها إلى مؤسسة تقوم بإصدار أوراق مالية لها حق في هذه الموجودات بعد الحصول على تصنيف ائتماني، بعبارة أخرى يعني التوريق تحويل تدفقات نقدية مستقبلية إلى تدفقات نقدية حالية أو أنية، وقد تم اللجوء إلى التوريق لتصحيح الخلل الناجم عن التفاوت بين تاريخ استحقاق كل من الموجودات والمطلوبات وتحويل المخاطر الائتمانية للديون إلى طرف ثالث، يحاول تجزئته وتفكيك هذه المخاطر بطريقة فاعلة.

### أولاً: الإطار العام والمفاهيمي للتوريق:

يتمثل مصطلح التوريق (التسديد) في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول Marketable Securities أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين.

#### 1.1. نشأة ظاهرة التوريق:

لقد شهد سوق التمويل الدولي تغيرات جذرية خلال العقود الماضية، تمثلت في مصادر ومؤسسات تمويلية مبتكرة ومتجددة، وتنوع في مصادر التمويل، واكبت متطلبات الاقتصاديات المحلية والدولية، حيث كان نمط التمويل السائد يتمثل في المساعدات الرسمية والاستثمارات المباشرة مع أواخر الستينيات وفترة السبعينيات من القرن الماضي، حيث تركز على القروض التجارية والقروض المشتركة أو المجموعة Syndicated loans، تبع ذلك تقلص في الإقراض بسبب تأثير ظهور أزمة المديونية الخارجية العالمية سنة 1892،<sup>117</sup> مما غير نمط التمويل السائد إلى الاعتماد على الاستثمارات المباشرة، ومع بداية التسعينيات ظهرت سيطرة الأوراق المالية كمصدر رئيسي للأموال، حيث طورت وأبدعت الهندسة المالية Financial Ingraining المتجدد منها، مما جعل أسواق الأوراق المالية تشكل عصب التمويل الدولي، خاصة في ظل استحداث تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة في صورة أوراق مالية قابلة للتداول وهو ما أضحى في الوقت الراهن يشكل ظاهرة عملاقة في عالم التمويل، عُرف في العموم كمصطلح بالتوريق.<sup>118</sup>

<sup>117</sup> Brueggeman and Fisher, Financial Management: Real Estate Finance and Investment, Irwin, 1997, p.588.

<sup>118</sup> عدنان الهندي وآخرون، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، 1995، ص 14-36.

إن اغلب الكتابات عن ظاهرة التوريق تشير إلى أن ظهور أزمة المديونية الخارجية في منطقة العالم الثالث، وتوقف العديد من دول المنطقة عن سداد ديونها، هي البداية الحقيقية لهذه الظاهرة. حيث بدأت محاولات اللجوء إلى جدولة الديون، ومحاولة إيجاد الحلول لهذه المشكلة، فكانت مبادرة وزير الخارجية الأمريكي السابق James Baker، التي تمثلت دعوة كل من البنك الدولي والبنك الأمريكي الدولي للتنمية، إلى زيادة القروض المقدمة لخمسة عشر دولة مدينة بنسبة %04، خلال ثلاث سنوات تبدأ من عام 1890، علاوة على تقديم المصارف التجارية قروضاً جديدة لتلك الدول، شريطة أن تقوم هذه الدول بإتباع خطط للإصلاح الاقتصادي الشامل، أعقب ذلك مبادرة وزير الخزانة الأمريكي التالي Nicolas F.Brady، والتي طرح فيها ضرورة تخفيض الديون الخارجية لـ 38 دولة مصنفة ذات مديونية مرتفعة Highly Indebted countries، بنحو 24% من إجمالي المستحق عليها، على أن يتكفل صندوق النقد والبنك الدولي بتمويل عملية التخفيض هذه، ولضمان سداد أقساط الديون والفوائد، سواء عن طريق مبادلة الديون القديمة بسندات ذات قيمة اسمية أعلى أو بسندات بقيمتها الاسمية لكن بأسعار مخفضة. وقد أفضت هذه المبادرة إلى مبادلة القسم الأكبر من ديون المكسيك إلى سندات لمدة 34 سنة ضمنها الخزينة الأمريكية عن طريق إصدار سندات بدون كوبون (فائدة) لصالح المكسيك، وقام صندوق النقد والبنك الدوليين بتمويل هذه العملية، وذلك مقابل تنفيذ المكسيك لبرنامج اقتصادي متفق عليه.<sup>119</sup>

وهناك من يشير إلى أن التطور التاريخي لفكرة التوريق ارتبطت أساساً بالرهن العقاري مقابل القروض الإسكانية، عندما اشتدت أزمة الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية، وعجزت مؤسسات الأوراق المالية عن الوفاء باحتياجات السوق من القروض العقارية، حيث تم التنسيق مع مؤسسة Freddie Mac وهي سوق للرهن العقاري تتبع الجهات الاتحادية،<sup>120</sup> وبالتالي فهي لا تخضع لقوانين الولايات ولا لتشريعاتها الضريبية. ومن ثم أمكن الاستفادة من الإعفاءات الضريبية التي تتمتع بها هذه المؤسسة والتي استطاعت إصدار أوراق مالية قابلة للتداول أصبحت Wall Street قادرة على توزيعها على نطاق واسع، وتمت أول عملية توريق عن طريق Freddie Mac (وSolomon Brother وهي إحدى الكيانات التي يقع مقرها الرئيسي في واشنطن) من محفظة رهونات Perpetual Saving، ولقد أنشئت مؤسسة Freddie Mac في ظل القانون الصادر عام 1894 في الولايات المتحدة الأمريكية، الخاص بتمويل المنازل في الحالات الطارئة، وتقوم هذه

<sup>119</sup> حسين عثمان، التوريق المصرفي للديون، اتحاد المصارف العربية، 2002، ص 7.

<sup>120</sup> Lelewis S. Ranieri, The Origins of Securitization, Edited by Leon, Kendall and Michael Fishman, The MIT Press, Cambridge, London, 1996, PP.33-34

المؤسسة بتجميع الرهون التي تشتريها ثم تصدر سندات مقابلها، مع ضمان هذه السن وهي فكرة تعكس رغبة الحكومة الاتحادية في تطوير سوق ثانوية للرهن العقاري للمنازل.

## 2.1. تعريف عملية التوريق:

تشير كلمة التوريق أو التسنييد إلى تعريب لمصطلح اقتصادي إنجليزي Securitization، الذي يعني جعل الديون المؤجلة في ذمة الغير صكوكًا قابلة للتداول في سوق ثانوية، وقد اشتقت هذه التسمية مما جاء في قوله تعالى: ( فأبعثوا أحداكم بورقكم هذه إلى المدينة )،<sup>121</sup> والورق الدراهم المضروبة من الذهب والفضة ويقال رجل وراق أي كثير المال وذلك كناية عن النقود، وان الدائن يصير بالتوريق ذا سيولة ورقية بعد أن كان ذا دين مؤجل في ذمة الغير، أي انه عملية تحويل طبيعة الورقة من تجارية إلى مالية أي التحويل إلى سند أذني أو كمبيالة أو صك، فإذا كان عميل لأحد المصارف مدينًا فإن المصرف يستطيع تحويل حقه هذا إلى مؤسسة مالية متخصصة بإصدار سندات طويلة الأجل، لبيعها للمستثمرين كشركات التأمين وصناديق التقاعد التي تريد استثمار طويل الأجل، ومن ثم فإن المحصلة بيع هذه السندات لهؤلاء المستثمرين، تستخدم في سداد المقابل لما مترتب عليه من دين.<sup>122</sup>

تعريف عملية التوريق على انها أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة "Titrisation" التوريق المصرفي من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلا للمخاطر، وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك وأحيانا من أجل التخلص من أصول سيئة.<sup>123</sup>

لذلك يتمثل مصطلح التوريق في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين. وعلى ذلك، تبدو القروض المصرفية وكأنها قروض مؤقتة أو معبرية أي تنتقل القروض عبرها من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية، فبالاعتماد على الديون المصرفية القائمة، يمكن خلق أصول مالية جديدة، وتوفير تدفقات نقدية.

وينصرف التوريق أيضًا إلى انه أداة مالية تشير إلى قيام المؤسسة المالية بتجميع مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد، ثم عرضه على الجمهور من خلال مؤسسة متخصصة للاكتتاب في

<sup>121</sup> القرآن الكريم، سورة الكهف، الآية 19.

<sup>122</sup> حسن العالي، سندات الدين وبدائلها الشرعية في البنوك الإسلامية، مجلة اتحاد المصارف العربية، 2000، المجلد 20، العدد 22، ص 70.

<sup>123</sup> KARYOTIS Catherine, "La crise financière en 40 concepts clés", ed.Revue Banque, France, mars 2009, p 11.

شكل أوراق مالية تقليداً للمخاطر وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للمصرف، وقد لاقى التوريق قبولا واسعا في السوق المالية وقد عد احد التطورات المالية الدولية المعاصرة، وقد حصلت أول عملية توريق في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1970 من القرن العشرين، إذ تم توريق عدد من القروض السكنية، وقد اقتصر عمل التوريق على العقارات المرهونة وقروض السيارات والبطاقات الائتمانية، ثم اتسعت لتشمل معظم التدفقات النقدية .

وعلى الرغم من ان توريق الموجودات قد يكون أسلوباً يتمتع بالكفاءة في مجال إعادة توزيع المخاطر الائتمانية إلى المصارف الأخرى وإلى المستثمرين غير المصرفيين، فإن مخاوف لجنة بازل أخذت تتزايد فيما يخص استخدام المصارف لهذه الهياكل التي تهدف إلى تقليل رأس المال المتناسب مع تعرضها لهذه المخاطر لذلك قامت بإعداد ورقة استشارية تتضمن مجموعة المتطلبات التشغيلية والإفصاح والحد الأدنى لمتطلبات رأس المال، لتحقيق درجة أعلى من التوافق الاقتصادي بين معالجة التوريق بحسب المدخل المستند للتصنيف الداخلي والأشكال الأخرى للتخفيف من المخاطرة الائتمانية.

### 3.1. تركيب عملية التوريق:

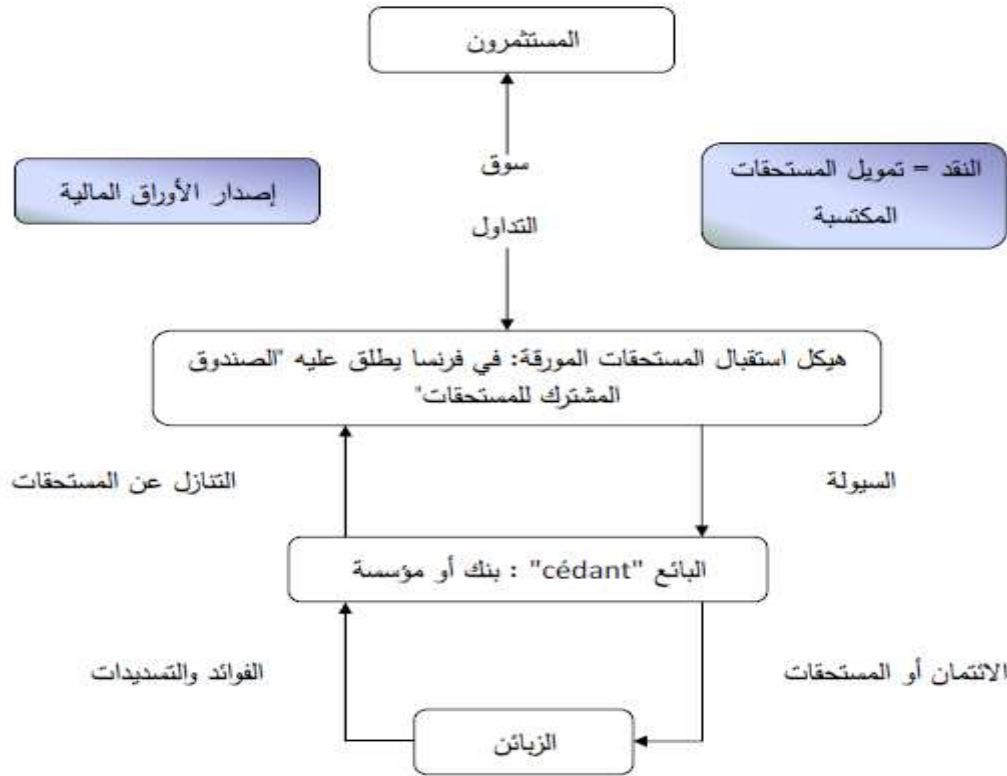
تقوم تكنولوجيا التوريق أساساً على الإبداعات المستمرة في هيكله الموجودات، وتبويبها بما يساعد على تقييم أدائها من جهة، والتمويل اللاحق من جهة أخرى، بهدف تحقيق الدخل، واستبعاد مخاطر الإفلاس.<sup>124</sup>

لقد تطورت عملية توريق مستحقات الرهن العقاري بشكل أسرع من المستحقات الأخرى، باعتبار أن القروض العقارية متجانسة وموثقة بصفة جيدة بالنظر إلى معدل الخسارة، بالإضافة إلى ذلك سهولة عملية حجز ملكية العقار الممولة في حالة ظهور خلل ما أي العجز عن السداد عند حلول آجال الاستحقاق.

وبالتالي يتضح لنا، أن عملية التوريق تؤدي إلى تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى "The conversion of illiquid Assets to Marketable securities" أصول سائلة استعملت في البداية هذه التقنية من طرف المؤسسات الائتمانية التي تسعى إلى إعادة تمويل بعض المستحقات، إذ تقوم هذه المؤسسات بتحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتفاوض. ثم انتشر التوريق تدريجياً في المؤسسات الصناعية والتجارية، إذن فهنا يتم التكلم عن توريق المستحقات التجارية، الأصول الرأسمالية، الأسهم، وحتى جميع الأصول المتعلقة بالاستغلال. يتم تركيب عملية بسيطة للتوريق على الشكل التالي:

<sup>124</sup> Steven L.Schwarcz, Structuring and Legal Issues of Asset Securitization in U.S, IMF Pub, 1998, Law Library, Wash, D.C, P.18.

الشكل رقم 14: تركيب عملية التوريق.



Source : KARYOTIS CATHERINE, "LA CRISE FINANCIERE EN 40 CONCEPTS CLES",  
ED.REVUE BANQUE, FRANCE, MARS 2009, P 16.

في عملية توريق عادية أو تقليدية، يتم تحويل الأصول في وقت واحد مع تحويل المخاطر. ونتحدث عن التوريق المركب عندما يتم تحويل المخاطر بدون تحويل الأصول. ويتحقق تحويل وتسمى استبدالات ضمانات القروض، "dérivé" "de crédit" المشتق المخاطر عن طريق اضع المشتق من أحدث الابتكارات المالية في هذه والتي سنعرفها في العنصر الموالي<sup>125</sup>. يعتبر السنوات الأخيرة، وهو أداة للحماية، إذ أنه عبارة عن عقد مالي ثنائي، بين مشتري المالك الأصلي للقروض وبنائع الحماية أو التغطية، أين يوافق البائع على دفع مبلغ مالي للمشتري إذا حدث خلل ما في عملية تسديد القرض أي عدم الوفاء، خلال مدة التعاقد، ولهذا يدفع المشتري قسطا ماليا مسبقا مقابل تلك التغطية، ويحدد هذا القسط المالي على أساس معدل قاعدي سنوي، "prime ex ante" استنادا إلى المبلغ الاسمي للأصول، لبائع هذه التغطية والذي يلتزم بدفع مبلغ معين لاحقا لخسائر الأصول المتعلقة بحالة عدم تسديد القروض. يقوم المشاركون في السوق بأخذ قيمة المبلغ أو القسط. "protégé" المحدد كمؤشر على نوعية مخطر القرض المغطى تستعمل القروض المشتقة كأدوات للتغطية، حيث تمكن الوكالات الاقتصادية من تخفيض مخاطرها المتأتية من المقترض لأدنى حد، بدون إعادة النظر في علاقتها مع

<sup>125</sup> Walid A, Chammah, An Overview of Securitization, International Monetary Fund, Pub1996, Law Library, Wash, D.C, PP.13-14



زبائنها. لكنها مطالبة بتغطية وحماية نفسها، إذا فهناك أعوان يقومون بتحمل هذه المخاطر والاستثمار في هذه القروض المشتقة. إذن، تستعمل هذه المنتجات كأدوات للاستثمار، بالنسبة للمتعامل الاقتصادي الذي يرغب في شراء مخطر متواجد في القرض دون إلزامية تمويله، فهي أيضا قابلة للتفاوض وتسمح بالحصول على قيمة زائدة غير أكيدة طبعاً، من تحمله للمخطر المتعلق بالقرض، ومنه فإن بائع المخطر لن يتحصل على شيء إلا إذا تحقق هذا الأخير، ومنه فهناك فصل بين إدارة المخطر والتمويل في القروض المشتقة. التي ذكرت من قبل، CDS" من بين القروض المشتقة، باستثناء "استبدالات ضمانات القروض المركبة CDO". وهي تعتبر الأكثر تداولاً والأكثر انتشاراً، نجد أيضاً بكثرة "ضمانات سندات الدين المركبة، عندما يقوم بنك معين بشراء تغطية معينة CDO" نتحدث عن "ضمانات سندات الدين على محفظة من الديون والتي تقوم بتكوين هذه المحفظة دون التخلي عنها.<sup>126</sup>

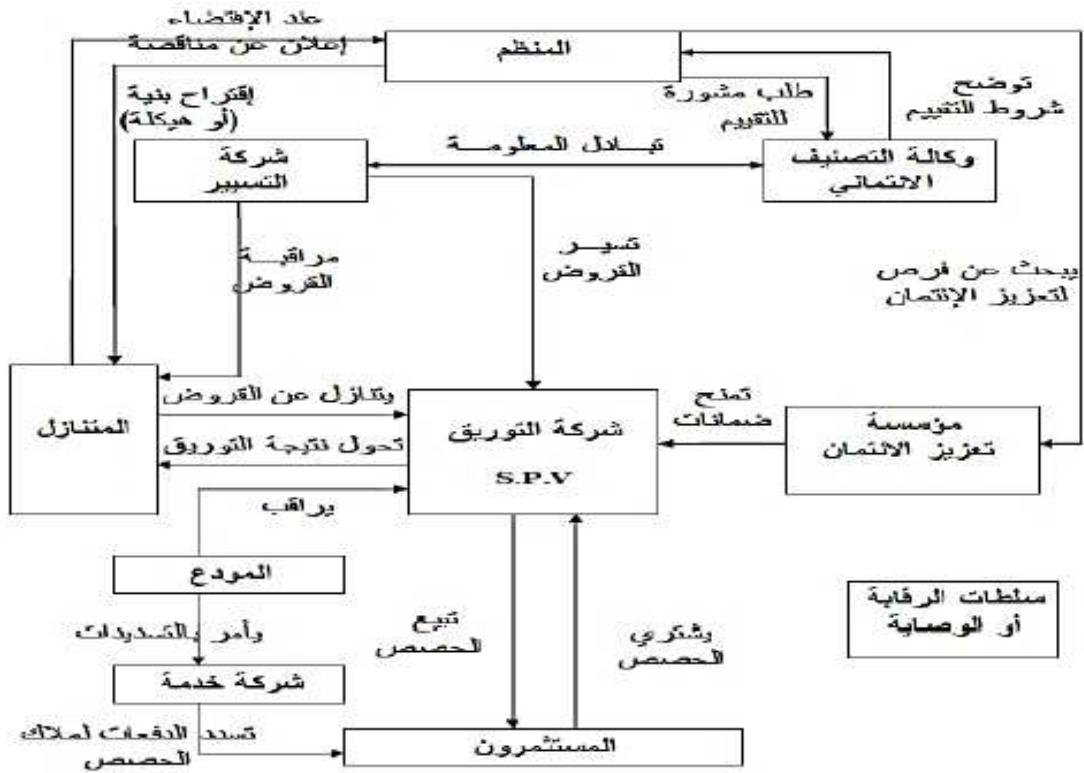
ومن جراء هذه الأسباب التقنية، اعتمدت الحكومة الأمريكية، بعد أزمة سنة 1929، سياسة **Federal** تطوير وتشجيع التمويل العقاري، زيادة على ذلك، أسست الإدارة الفدرالية للإسكان سنة 1934 بهدف توحيد القرض العقاري ومنح ضمان في حالة: **Fannie Mae** "Housing Administration" عدم السداد في سوق الرهن العقاري. بعد ذلك، تم إنشاء وكالات حكومية مثل نظراً لتوسع وتطور هذه الوكالات، بدأت في البحث عن سبل أخرى للتمويل من **Freddie Mac**. وأسواق السندات، حيث قامت بالسعي إلى تخفيض تكاليف التمويل بالاعتماد على نوعية التزاماتها وديونها، ومن هنا ظهرت أول عمليات التوريق.

وهناك تسميات مختلفة لهذه الأوراق وذلك حسب نوع الأصول المورقة، نذكرها فيما يلي:

- ✓ الأوراق المالية المرتكزة على الأصول\_ "Asset Backed Securities" – ABS: هو المصطلح العام الذي يطلق على الأصول المورقة.
- ✓ الأوراق المالية المرتكزة على الرهن العقاري – CMBS – "Residential Mortgage" – RMBS أو الأوراق المالية المرتكزة على الرهن العقاري التجاري "Commercial Mortgage Backed Securities":
- يستعمل هذا المصطلح عند توريق القروض العقارية أو التجارية.
- ✓ ضمانات سندات الدين\_ "Collateral Debt Obligations" CDO وهو يطلق عند توريق محافظ الأوراق المالية.
- ✓ الأوراق التجارية المرتكزة على الأصول "Asset Backed Commercial Paper" – ABCP هي أوراق مالية مظهرة بأصول على المدى الطويل ولكنها مموله بأوراق قصيرة.

<sup>126</sup> KARYOTIS Catherine, op-cit, p 22-23.

الشكل رقم 15: مختلف المشاركين في عملية التوريق.



المصدر: نهلا أبو العز، صناديق للتوريق بضاعتها أوراق مالية وزبائنها مستثمرون افراد، مجلة البورصة المصرية، العدد

275، 2002، ص70.

## ثانيا: دوافع التوريق وأنواعه وأساليبه:

### 1.2. دوافع التوريق وتكلفته:

لعل السبب الرئيسي الذي يدفع المؤسسات المالية للالتجاء لعمليات التوريق يتمثل في التحرر من قيود الميزانية العمومية حيث تقضي القواعد المحاسبية والمالية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال، وتديبر مخصصات لمقابلة الديون المشكوك فيها، وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام، ويبطئ بالضرورة من دورة رأس المال، ويقلل بالتبعية من ربحية البنك<sup>127</sup>.

والتوريق في هذه الحالة يعد بديلا مناسباً حيث يسمح بتدوير جزء من الأصول السائلة Recycle Cash الناجمة عن توريق أصوله غير السائلة الضامنة لديونه لدى الغير دون أن يحتم ذلك زيادة في الجزء المخصص للمخاطر في ميزانية البنك، أي دون الحاجة لمخصصات مناظرة في الميزانية العمومية.

<sup>127</sup> نهلا أبو العز، صناديق للتوريق بضاعتها أوراق مالية وزبائنها مستثمرون افراد، مجلة البورصة المصرية، العدد 275، 2002، ص70.

- ✓ رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.
- ✓ تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهون العقارية، وبشروط وأسعار أفضل وأجال سداد أطول.
- ✓ تقليل مخاطر الائتمان للأصول من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.
- ✓ انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية وإنعاش سوق الديون الراكدة.
- ✓ تخفيف وطأة المديونية مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال.
- ✓ تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات والسيارات.
- ✓ تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنوع المعروض فيها من منتجات مالية.
- ✓ التوريق أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الاقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.
- ✓ توفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر الحدود، فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهمة بتحويلات العاملين في الخارج، أو بطاقات الائتمان وغيرها.

#### • تكلفة التوريق:

ان إنجاح أسلوب التوريق لا يمكن أن يأتي بدون تكلفة أو بدون مخاطر، إنما هناك تكلفة تتمثل في تكلفة تمويل الديون والقروض المصدرة، والمصرفيات الإدارية المصاحبة لإنشاء الدين، بالإضافة إلى تكاليف تحسين الجدارة الائتمانية، ودفع أجور القائمين بعملية التوريق، وتكاليف الاستشارات المحاسبية والقانونية، والتكاليف الخاصة بمؤسسات التصنيف، وتكلفة تغيير وتطوير الأنظمة حتى تتناسب مع نظام التوريق.

ومن ناحية أخرى، لا يخلو نظام التوريق من مخاطر تصاحبه مثل مخاطر الائتمان، ومخاطر الضمان، وحالات الإفلاس سواء للمصدر أو للحاصلين على القروض، ومخاطر السوق، بالإضافة إلى مخاطر مؤسسية للجهات العاملة في التوريق، ومخاطر تتعلق بإدارة وتشغيل عملية التوريق، ومخاطر تقلب أسعار الفائدة.

<sup>128</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، مصر، سلسلة الفكر الحديث في الهندسة المالية، 2006، ص10.

## 2.2. أنواع التوريق:

يمكن تصنيف التوريق في نوعين أساسيين هما<sup>129</sup>:

### ■ تصنيف التوريق على وفق نوع الضمان وهي:

✓ التوريق بضمان أصول ثابتة.

✓ التوريق بضمان متحصلات آجله.

### ■ تصنيف التوريق على وفق طبيعته وهي:

☒ انتقال الأصول من خلال بيع حقيقي مقابل شهادات لنقل الملكية لإعادة بيعها، وتوزيع التدفقات المالية على وفق

حصص محددة، وهنا تكون الأوراق المالية معبرا لتحقيق هذا الهدف.

☒ انتقال الأصول بكفاءة في صورة إدارة مديونية، وإصدار أوراق مالية كالسندات عديدة تختلف فيما بينها على وفق

درجة التصنيف وسرعة الدفع، وإمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة، ويمكن تمويل صفقة التوريق بأحد

بديلين وهما:

1. القروض التجارية: يمكن توفير التمويل اللازم لشراء الأصول الديون التي يتم توريقها باللجوء إلى القروض التجارية،

مع مراعاة تزامن جدول السداد الخاص بالديون محل التوريق مع التزامات الدفع للمقرضين.

2. إصدار سندات دين: تقوم الشركة - في هذه الحالة - بإصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الديون موضوع التوريق،

استنادا إلى ما يتوفر لهذه الديون من ضمانات، إذ تستخدم حصيلة الاكتتاب في هذه السندات في شراء تلك

الديون، ويراعى أن تتوافق تواريخ استحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها، وان

تكفي لسدادها عند حلول آجال استحقاقها.

## 3.2. أساليب التوريق:

يمكن توضيح الأساليب التي يتم فيها التوريق بالنقاط الآتية:<sup>130</sup>

(1) استبدال الدين: ان تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب يسمح باستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية

بأخرى جديدة، غير انه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كليًا

أو جزئيًا إلى ورقة مالية.

<sup>129</sup> Marty Rosenblatt, Jim Johnson & Jim Mountain, Securitization Accounting, seventh edition, Deloitte, financial services, 2005.

<sup>130</sup> محمد نجاته الله صديقي، المصارف الإسلامية: المبدأ والتصور والمستقبل، مجلة الاقتصاد الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد، 1998، ص7.

(2) التنازل: ومؤداه التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقترضين، ويشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها، ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات المتفق عليها عند التعاقد على التوريق وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين.

(3) المشاركة الجزئية: يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية، فيما لو عجز المدين عن التسديد، لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية، ويلاحظ أن هناك طرقاً عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانه عقارية وحقوق إدارة الدين كوصي عليها.

ثالثاً: مزايا التوريق ومخاطره:

يمكن تمثيل مزايا التوريق ومخاطره في النقاط الآتية:<sup>131</sup>

### 1.3. مزايا التوريق:

\* الاقتراض من الأسواق العالمية: تعاني المؤسسات المالية في الدول النامية من عدم القدرة على الاقتراض الطويل الأجل من الأسواق المالية العالمية، نظراً للتصنيف السيادي المتدني للدول، وقد عمدت بعض المؤسسات المالية إلى توريق بعض موجوداتها كوسيلة لتحسين تصنيفها الائتماني، فقد استطاع بنك الائتمان في البيرو من خلال توريق عائدات بطاقات الائتمان لديه، من الحصول على ائتمان AAA من مؤسسة ستاندرد اند بورز العالمية مقابل تصنيف سيادي للبيرو مقداره BB، كما أتاح هذا النوع من العمليات من تأمين قروض سكنية لذوي الدخل المحدود في غياب قدرة الدولة على التمويل وإحجام المؤسسات المالية في ظل مخاطر مرتفعة من هذا النوع من القروض.

\* المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: على الرغم من مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية وخلق فرص عمل، إلا أنها لا تزال تعاني من امتناع المصارف عن إقراضها للمخاطر الكبيرة المحيطة بها، نتيجة لذلك ومن أجل دفع هذه المصارف نحو تمويل المؤسسات الصغيرة وتخفيف كلفة الاقتراض، قامت بعض الدول بإنشاء مؤسسة تعني بضمان القروض الصغيرة، مما ساهم في إطلاق عمليات واسعة النطاق، وفي قيام المصارف بتمويل المؤسسات الصغيرة بعد تدني مخاطر التسليف المحيطة بها.

<sup>131</sup> Marty Rosenblatt, Jim Johnson & Jim Mountain, , Securitization Accounting under FASB 140 (The Standard Formerly Known as FASB 125) 1 ST Edition ,Deloitte and Touche , Jan 2001.

**\* تمويل الدين العام :** اتجهت بعض الدول النامية ذات المديونية العالية والمفتقرة لمصادر تمويل من الأسواق العالمية إلى توريق إيراداتها الخارجية، إذ تم إيداع هذه التدفقات النقدية في حسابات تراسست في الخارج مما أزال مخاطر عدم الإيفاء بالدين وأدى إلى تحسين التصنيف للنفط والغاز مؤسسة مكسيكية ذات ملكية عامة، الائتماني، فقد استطاعت شركة Pemex من إصدار أوراق مالية مرتبطة بعائدات النفط مما اتاح لها الحصول على تصنيف دولي ممتاز مكنها من كلفة الدين بنسبة 3.5%. وانه على الرغم من الأزمات المالية لبعض الدول التي قامت بتوريق إيراداتها الخارجية وتخلف بعضها عن الإيفاء بديونها إلا انه لم تسجل لتاريخها أي حالة تخلف عن الإيفاء بالدين المرتبط بعمليات التوريق هذه.<sup>132</sup>

### 2.3. المخاطر المترتبة عن التوريق:

**\* المخاطر الائتمانية:** المدين، والمستثمر وعدم التزامه بالتسديد، ويعد هذا النوع من أبرز أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأعمال المصرفية، إذ بنيت أوزان المخاطر بالدرجة الأولى على قدر المخاطر الائتمانية المتوقعة، وتعرف بأنها الخسائر المالية الناتجة عن عدم قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته في المواعيد المقررة.

**\* مخاطر الدول او مخاطر التحويل :** عدم الالتزام ليس بسبب المدين وإنما بسبب أوضاع الدول، تعطى الأصول التي يكون المدين بها تابع للدول ذات المخاطر المتدنية وزن مخاطر صفر، في حين تعطى الأصول التي يكون المدين بها تابع للدول ذات المخاطر المرتفعة وزن 100%.

**\* مخاطر السوق :** وهي المخاطر المتعلقة بالإيرادات نتيجة التغيرات في أسعار الفائدة والتقلبات في أسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية وأسعار السلع .

**\* مخاطر التشغيل :** وهي المخاطر الناجمة عن الخسائر التي تنشأ عن عدم كفاءة أو فشل العمليات الداخلية والأفراد والنظم أو تنشأ نتيجة لأحداث خارجية.

**\* المخاطر القانونية :** وتقع هذه المخاطر في حالة انتهاك القوانين والقواعد المقررة من قبل السلطات، وقد تقع هذه المخاطر نتيجة الإخفاق في توفير السرية الواجبة في معاملات العملاء .

**\* مخاطر الضمانات والكفالات:** من خلال عدم الالتزام وعدم التحصيل أو التسديد.

**\* مخاطر السمعة :** تنشأ هذه المخاطر في حال فشل المصرف في إرساء شبكة موثوقة وأمنه لتقديم الخدمات،

<sup>132</sup> Emerging Markets Securitization : opportunities Challenge, Journal Union Arab banks, Lebanon, 2000, N. 238 , P . 130.

## المحاضرة العاشرة: التمويل الغير رسمي

للتمويل غير رسمي تاريخ طويل في المجتمعات الفقيرة، حيث تساعد مثل هذه الأدوات منخفضة الدخل على إدارة احتياجاتهم المالية المعقدة ولكن في ظل عدم وجود هياكل أو قواعد رسمية، فإن التمويل الغير رسمي يعتبر المنفذ الوحيد للمستثمرين والمؤسسات في حد سواء في ظل مخاطر التي تنطوي عليها مصادر التمويل الرسمية بحيث يعمل مقدمو الخدمات المالية على تحسين فهمهم للاحتياجات المالية للعملاء منخفضة الدخل لتزويدهم بالمنتجات والخدمات التي يحتاجونها بطريقة آمنة ويمكن التنبؤ بها وأكثر فعالية من حيث التكلفة.

### أولاً: مدخل إلى التمويل غير الرسمي:

إن وظيفة التمويل تعتبر من أهم وظائف المؤسسات المالية حيث أنها تقدم لذوي العجز المالي قروضا تفك بها ضيقها، وبذلك تزيد في حركة النشاط الاقتصادي وكما أن المؤسسة القائمة بالمشروع لا بد لها من القيام بدراسة مالية للمشروع وتقدير مبلغ الاحتياج وكيفية الحصول عليه سواء كان رسمي او غير رسمي.

### 1.1. مفهوم التمويل الغير رسمي:

يظهر مفهوم التمويل الغير رسمي من خلال القنوات التي تعمل في الغالب خارج إطار النظام القانوني الرسمي في الدولة كما يحدث خارج الأسواق المالية الرسمية، كالاقتراض من الأهل والأصدقاء، والمرابين، ومدائنو الرهونات، ووكلاء المبيعات، وجمعيات الادخار والائتمان ويقدم التمويل غير الرسمي غالبا الخدمات المالية للمشروعات الصغيرة. بحيث يطلق مصطلح الغير رسمي في الفكر الاقتصادي على مزاولة النشاط الاقتصادي خارج إطار القانون والقواعد الرسمية المنظمة للنشاط في الدولة، كما أنه لا تسجل لدى الجهات الحكومية المختصة ولا تتوافر عنها بيانات يمكن إدراجها في الحسابات الوطنية لدولة. التمويل غير الرسمي هو التمويل الذي يتم من خلال قنوات تعمل غالبا خارج إطار النظام القانوني الرسمي في الدولة، وبعبارة أدق " السوق الغير رسمية لتمويل هي في حقيقتها سوق لا ينظمها القانون".

هو تمويل يتم من خلال قنوات تعمل غالبا خارج إطار القانون والقواعد الرسمية المنظمة للنشاط في الدولة، ويمكن اعتبار سوق غير الرسمية للتمويل كما أنه لا تتوافر عنه بيانات يمكن إدراجها في الحسابات الوطنية للدولة.<sup>133</sup>

<sup>133</sup> محمد عبد الحليم عمر، التمويل عن طريق القنوات غير الرسمية، دورة تدريبية دولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية، جامعة سطيف، 28 ماي 2003.

ان التمويل هو العامل الأساسي الذي تعتمد عليه المؤسسات سواء كان رسمي او خارجا عن الإطار القانوني

للدولة نظرا للدور الذي يلعبه في انشاء المشاريع الاستثمارية والمؤسسات.<sup>134</sup>

ان التمويل الغير رسمي بشكل خاص يساعد منخفضي الدخل على إدارة احتياجاتهم المالية المعقدة. ولكن، في ظل عدم وجود هياكل أو قواعد رسمية، فإن التمويل غير الرسمي مكلف، ولا يمكن الاعتماد عليه وينطوي على مخاطر. ويعمل مقدمو الخدمات المالية على تحسين فهمهم للاحتياجات المالية للعملاء منخفضي الدخل لتزويدهم بالمنتجات والخدمات التي يحتاجونها، بطريقة آمنة ويمكن التنبؤ بها، وأكثر فعالية من حيث التكلفة.

التمويل غير الرسمي يتناسب مع القدرة التمويلية التي تتطلبها المشاريع الصغيرة والتي أيضا يمكن تمويلها دون تعقيدات إدارية أو إجراءات مالية يمكن أن تعرقل عمليات بدء تنفيذ المشروع، لذا نجده مفضلا في العقليات والمجتمعات السائرة في طريق النمو.

## 2.1. دوافع اللجوء إلى التمويل غير الرسمي:

يرجع اللجوء إلى هذا المصدر من التمويل لمجموعة من الأسباب يمكن حصرها في النقاط التالية:

- ✓ الممارسة لأنشطة بطريقة غير رسمية، دون الالتزام بإجراءات التسجيل لدى الهيئات المختصة والتصريح بعدد العمال ورقم العمال، المحقق مما ينتفي معه حصولها على التمويل من قبل الجهات الرسمية.
- ✓ غالبا ما تنسب هذه الأنشطة إلى الأسر الفقيرة أو المدرة للدخل كشكل من أشكال المؤسسات المصغرة التي يلمح بها غياب مستندات وبيانات تكشف فيها عن نشاطها.
- ✓ تفادي الإجراءات الإدارية الطويلة التي تتسم بالبيروقراطية أحيانا والتي تحكم جلب الأموال من الهيئات الرسمية، قد تتغير معه معطيات وظروف المشروع لحين استصدار قرار الموافقة على منح القرض ومنه صرفه أو قد ينتظر صاحب المشروع دون جدوى متحملا تكلفة ذلك
- ✓ التخفيف من تكاليف إجراءات التسجيل وكذا التصريح بحجم العمالة.
- ✓ توفر إمكانية تجاوز إجراءات إدارية معقدة وطول فترة استصدار قرار منح القرض وبالتالي تأخير بداية المشروع.
- ✓ سهولة الحصول على التمويل خصوصا في المشاريع الصغيرة.<sup>135</sup>

<sup>134</sup> بوشوشة محمد، أهمية التمويل غير الرسمي في المؤسسات الاقتصادية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم لاقتصادية، تخصص واقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة سي بلعباس، 2014-2015، ص 12.



1.2. مصادر التمويل غير الرسمي:

☒ الأسرة والأصدقاء:

هو يعتبر أول مصدر يتوجه إليه أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة لتمويل مشروعاتهم، وهذا بطلب قرض دون فائدة أو بفائدة منخفضة من طرف الأسرة والأصدقاء، وبالمقابل يصبح المقترض ملتزم بالمعاملة الحسنة بالمثل ويسدي للمقرض خدمات غير مالية وفي حالة أخرى يمكن أن يتم التمويل من هذا المصدر بأسلوب المشاركة في العائد بنسبة يتفق عليها.

فعندما تفكر في تمويل مشروعك الجديد أو شركتك الناشئة، فبالطبع أول من تفكر في اللجوء إليهم لمساعدتك في التمويل هم أفراد عائلتك وأصدقائك المقربون أو دائرة معارفك. وذلك لأنه، في العادة، تكون تكلفة الحصول على هذا التمويل منخفضة أو بدون تكلفة في بعض الأحيان، بالإضافة إلى أنه يمكن الحصول عليها في معظم الوقت بدون ضمانات أو تقديم مستندات. ويعتبر هذا النوع من التمويل، تمويل غير رسمي وفي الأغلب يساعد في دعم الشركات الصغيرة والمتوسطة في المرحلة الأولى من عمرها.

وهذا التمويل قد يكون على هيئة قرض (بفائدة أو بدون) يتم رده حسب الاتفاق ومن الممكن أن يكون على هيئة مشاركة الممول، بمعنى أن يكون التمويل نظير حصة من المشروع وأرباحه، وفي هذه الحالة من الممكن أن يتدخل الممولون في قرارات الشركة في حالة الاتفاق على ذلك. ويجب عليك، في حالة اللجوء إلى هذا التمويل، أن توثق هذا التمويل عن طريق اتفاق مكتوب يتضمن جميع الشروط المتفق عليها من البداية.

☒ مدينو الرهونات:

إن مدينو الرهونات يقدمون خدماتهم التمويلية لمن يملك أصول عينية، يمكن تداولها في السوق فيقومون طالبي التمويل برهن أصولهم حيازياً لدى المقرضين، ويحصلون على قرض قصير الأجل بنسبة أقل من قيمة الأصول المرهونة، وإذا قام المقترض بسداد القرض خلال المدة المحددة يسترد الأصل المرهون، وبمجرد انتهاء هذه المدة بدون سداد فإن الدائن يستولي على الأصل.

<sup>135</sup> Richard L.Meyer and Geetha Nagar Jan/ An assesment og the role of informal finance in the developement process/ department of agricultural Economics and Rural Sociology/ The ohio state university /1991.

## ✘ المرابون:

وهو مصطلح يطلق على فئة من الممولين الغير رسميين الذين يقدمون قروض بفائدة مرتفعة جدا وللإستحقاق قصير جدا حتى ولو لمجرد يوم واحد، ويتم تقديم القروض من المرابين بشروط صعبة جدا.

## ✘ جمعيات التناوب الادخار والائتمان:

جمعيات تناوب الادخار والائتمان: وهي عبارة عن مجموعة صغيرة من الأفراد يتم اختيار شخص من بينهم لرئاسة الجمعية، يقوم بصفة دورية (شهر في العادة)، بتحصيل مبلغ معين من كل عضو، ثم يعطى إجمالي المبلغ المحصل من جميع الأعضاء بالتناوب إلى كل عضو وبالتالي فإن المبالغ التي يدفعها كل عضو على مدار فترة الجمعية يستلمها مرة واحدة مما يوفر له مبلغا يمكنه تمويل ما يحتاجه وبالتالي فالمقرضون هم المدخرون وبدون فائدة.

هي عبارة عن مجموعة صغيرة من الأفراد يتم اختيار مشرف من بينهم حيث يقوم بعد فترة محددة (قد تكون شهر أو أقل) بتحصيل مبلغ معين من كل عضو ثم يعطي حصيلة المبالغ لشخص واحد، حيث بهذه الطريقة أن يمول هذا الشخص مشاريعه.<sup>136</sup>

## ✘ إقراض التجار للزبائن المنتجون:

والمقصود به التمويل العيني للإنتاج من التجار على أن يلتزم المنتج بيع إنتاجه كاملا إلى التاجر بعد الانتهاء من عملية الإنتاج. حيث يقومون بتمويل المنتج وأخذ الأولوية في شرائه بعد إنتاجه في صورة نهائية.

## 2.2. أهمية التمويل غير الرسمي:

✓ في ظل انتهاج الجزائر للخصوصية بهدف تطوير الاقتصاد المحلي ودفع عجلة التنمية فقد زاد ظهور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الامر الذي ساهم في زيادة القوى العاملة وتشغيل وتنشيط مختلف القطاعات الا انها واجهت صعوبات في تغطية مختلف احتياجاتها المالية من خلال التمويل الرسمي مما دفعها الى استعمال طرق غير رسمية للتمويل تلي احتياجاتها المالي للقيام بوظائفها وانشطتها

✓ يساهم التمويل غير الرسمي في تشجيع المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

✓ يساعد التمويل غير الرسمي المؤسسات المصغرة في الحصول على تمويل كونها لا يمكنها التعامل بالائتمان.

<sup>136</sup> محمد ايمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض الطبعة الثانية 1999 ص 506-507.

✓ يساعد التمويل غير الرسمي صغار التجار والحرفيين من تنمية نشاطاتهم من خلال التمويل كونهم لا يحصلون على قروض كرجال الاعمال.

✓ يساهم التمويل غير الرسمي في زيادة القوة العاملة في مختلف القطاعات فيعطي دفعة قوية لتنمية الاقتصاد.

✓ عند منح المؤسسات المصغرة التمويلات اللازمة لتطوير نشاطها فإنها يسمح بدخولها السوق التنافسي.

✓ إن التمويل غير الرسمي أسبق في الوجود من التمويل الرسمي الذي ظهر بعد ذلك في صورة الوسطاء الماليين ومازال التمويل غير الرسمي يساهم بجزء كبير من إجمالي الائتمان في جميع الدول حتى الآن.

✓ التمويل غير الرسمي هو الأكثر شيوعًا وتطبيقًا لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة التي تمثل نسبة كبيرة من النشاط الاقتصادي في الدول النامية، ومعظم هذه المشروعات ليست لها صفة الشركة فوحداته هم صغار المزارعين والمنتجين وأهل الحرف والتجار المستقلين، وهم لا يحتفظون ببيانات محاسبية وليسوا مسجلين في أي مكتب حكومي، وكثيرًا ما تكون الرتبيات المالية الرسمية غير متفقة مع احتياجات هذا القطاع، وحينئذ يكون التمويل غير الرسمي هو القناة المناسبة للحصول على التمويل اللازم لهم.<sup>137</sup>

✓ يعتمد الناس في الدول الغنية والفقيرة على السواء على المؤسسات غير الرسمية في تيسير المعاملات، ولكن هذه المؤسسات أكثر أهمية في الدول الفقيرة نظرًا لعدم قدرتهم على التعامل مع مؤسسات التمويل الرسمية.

### 3.2. تأثير التمويل غير الرسمي على التنمية الاقتصادية المحلية:

التمويل غير الرسمي، المعروف أيضًا بالتمويل غير البنكي أو التمويل الشمولي، يشير إلى الأنشطة المالية التي تتم خارج القطاع المصرفي التقليدي. يمكن أن يكون له تأثير كبير على التنمية الاقتصادية المحلية. إليكم بعض الطرق التي قد يؤثر بها:

➤ تعزيز الوصول إلى التمويل: هذا يشجع على نمو الأعمال الصغيرة والمتوسطة، مما يعزز التشغيل ويخلق فرص عمل جديدة.

➤ تحفيز النشاط الاقتصادي في المجتمعات النائية: من خلال توفير مصادر التمويل المناسبة لهم.

➤ تعزيز الاستدامة المالية للأفراد: يمكن للأفراد الحصول على التمويل اللازم لتحسين ظروفهم المعيشية والاستثمار في التعليم والصحة، مما يساهم في تحسين مستوى المعيشة وتعزيز التنمية البشرية.

<sup>137</sup> زيتوني عمار، التمويل غير الرسمي، مجلة العلوم الانسانية، العدد 09، بسكرة، 2012، ص10.

➤ تعزيز التمويل للمشروعات الاجتماعية: يمكن أن يسهم التمويل غير الرسمي في دعم المشروعات الاجتماعية والبيئية التي تهدف إلى تحقيق فوائد اجتماعية أو بيئية.

➤ تحسين الشمول المالي: حيث يمكن للأفراد الذين لا يمتلكون حسابات بنكية التمتع بفوائد الخدمات المالي.

### ثالثاً: مزايا وعيوب التمويل غير الرسمي:

1.3. مزايا التمويل غير الرسمي:

☒ مزايا التمويل الغير رسمي:

✓ المعرفة الشخصية بين مقدم التمويل وملتقيه توفر قدرًا من الضمانات خاصة وأن الجدارة الائتمانية للمشروعات الصغيرة تكمن في رأس المال البشري لصاحبه.

✓ تقليل تكاليف المعاملات المتمثلة في تجميع المعلومات عن طالب الائتمان ودراستها وتجهيزها وإعداد العقود وتكاليف الالتزام بتنفيذ التعليمات الحكومية في تسجيل الائتمان ودفع الضرائب.

✓ إمكان مزاولة المقرض نشاطه التمويلي من أي مكان ولا يحتفظ إلا بأبسط الحسابات ولا يستخدم موظفين وبذلك تقل التكاليف إلى أدنى حد.

✓ الخروج من إطار مراجعة السلطات النقدية في الدولة ومراقبتها وبذلك يكون الممول هو المرجع الأول والأخير في إدارة الائتمان الذي يقدمه.

✓ وجود قدر أكبر من المرونة في أداء العمل نظرًا للتحرر من اللوائح والقوانين.

✓ الاعتماد في حل المشكلات على التحكيم المحلي والاجتماعي بما له من سرعة في الفصل وتقرير جزاءات عادلة وفعالة مما يحد من مخاطر الائتمان.<sup>138</sup>

2.2. عيوب التمويل غير الرسمي:

إن الرأي الشائع عن التمويل غير الرسمي هو أنه يتمثل في مرابين يستغلون الفقراء باقتضائهم فوائد ربوية والاستيلاء دون وجه حق على الضمانة الإضافية ورغم أن المرابين ومدائنوا الرهانات الذين يمارسون ذلك هم أحد طرفين

<sup>138</sup> صوراية بوريدح، دور البنوك في تمويل وتنمية المؤسسات المصغرة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2005، ص 65.

يمارسان التمويل غير الرسمي بجانب غيرهم، إلا أن ما ذكر يمثل حقيقة ظاهرة وعبئاً كبيراً للتمويل غير الرسمي إضافة إلى العيوب التالية:

- ✓ حجم القروض التي يمكن تقديمها بواسطة التمويل غير الرسمي صغيرة لا تمكن المشروع من الحصول على كامل احتياجاته التمويلية.
- ✓ مدة القرض تكون قصيرة في العادة وبالتالي يناسب تمويل رأس المال العامل ويعجز في كثير من الأحيان عن توفير التمويل لرأس المال الثابت.
- ✓ إذ ان اسلوب التداول غير الرسمي للأموال، لا يقف ضرره عند احتمالات تعرض الجمهور لحالات نصب أو فرض رسوم مبالغ فيها وحسب، وانما يمتد هذا الضرر ليلحق الأذى بمساحة التداول المصرفي ويخلق الريبك في مشهد الاقتصاد الكلي، حين تبقى كتلة كبيرة من النقد الصادر خارج مساحة هذا التداول.
- ✓ أهم سلبية تحيط هذا التمويل هو تكلفة الحصول على هذه الأموال من خلال ما تعبر عنه أسعار الفائدة المرتفعة التي قد تبدوا من الناحية الشكلية معقولة والتي يعود سببها إلى طريقة حسابها بناء على الأيام أو الأشهر بنفس الصيغة التي تحسب بها لدى البنوك أو لانتقاء فترة سماح من معاملات هؤلاء المقرضين، الذين يطلق عليهم إزاء ذلك اسم تجار النقود وهم بذلك لا يختلفون عن المرابين، زيادة عن قبولهم لأي شكل من الضمانات وإن تمثلت في حلي وجواهر.
- ✓ كذلك ضآلة المبالغ الممنوحة، التي قد لا تكفي لسد الحاجات التمويلية لفترة طويلة.
- ✓ الحصول على تمويل مقابل أسعار فائدة كبيرة.
- ✓ نقاط الخدمات المالية التي يقدمها محدود بالإقراض فقط.

### 3.3. الفرق بين التمويل الرسمي وغير الرسمي

يمكن إبراز الفرق بين التمويل الرسمي وغير رسمي في النقاط التالية:

- ☒ اختلاف نوعية العملاء في كلا المصدرين، فلكل منهما خصوصية فإذا أخذنا التمويل في القطاع الرسمي نجد أن البنوك تقتصر تعاملها مع المتعاملين ذوي الجدارة والسمعة الائتمانية التي تضمن للبنك إدارة الأموال المقدمة في صورة قروض على أكمل وجه، على غرار مستفيدي التمويل الغير رسمي فيقتصر عادة على ذوي الدخل المحدود أو تلك المشروعات الناشطة بطريقة غير رسمية.

✘ تمنح مؤسسات التمويل الرسمي على تنوعها، فترة سماح تعفى من خلالها المقترض من دفع أقساط القرض، وتختلف هذه الفترة من نظام لآخر ومثل ذلك ينتفي بالنسبة للتمويل غير الرسمي.

✘ من الإجراءات التي ترافق طلب قرض من قبل جهات التمويل الرسمي هو طلب ضمانات والمستندات، التي تثبت ملكيتها كي تتيح لها حرية التصرف بها في حالة إعسار المقترض، وقد تمتد هذه الضمانات إلى أخرى تكميلية من خلال وثائق التأمين على الأصول المقدمة في سبيل الضمان على عكس تجار النقود الذين لا يشترطون مثل هذا الشكل من الضمان. ولقد لخصنا الفروقات في الجدول التالي:

الجدول رقم 04: الفرق بين التمويل الرسمي وغير الرسمي.

التمويل الغيررسمي	التمويل الرسمي	نوع التمويل الفرق
منح قروض لذوي الدخل المحدود او أصحاب مشروعات الناشئة او الناشطة بشكل غير رسمي	منح قروض مع المتعاملين ذوي الجدارة وسمعة الائتمانية	نوعية العملاء
تعجيل واستغلال الممولين بطريقة ربوية للمقترضين واستلائهم على الضمانات	منح إعفاءات للمقترضين من خلال دفع أقساط لفترة زمنية	فترة السداد
تجار النقود او مدينو الرهانات لا يشترطون إجراءات ضمان الملكية او وثائق التأمين والضمان	طلب ضمانات ومستندات تثبت الملكية ووثائق التأمين على الأصول المقدمة في سبيل الضمان	إجراءات الازمة للتمويل
ندرة وصعوبة في إيجاد التمويل بالقدر الازم لتنشيط المشروعات	توفر التمويل وبالحجم الازم لفتح المشاريع وتطويرها	حجم التمويل
تكون ربوية وغير معقولة وتتجاوز معدلات السوق الاصلية	تكون محددة بشكل رسمي وحسب متطلبات السوق	معدلات وأسعار الفائدة
لا توفر خدمات مالية	تقدم خدمات مالية كالدفع بالتقسيط	خدمات مالية

المصدر: صوراية بوريدح، دور البنوك في تمويل وتنمية المؤسسات المصغرة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية

العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2005، ص 66.

## المحاضرة الحادي عشر: المدخل الكمي للتمويل وفقا لنموذج

### GORDEN & SHAPIRO

إن عمليات التمويل من أهم جوانب إدارة الشركات وتأثيرها المباشر على قدرتها على النمو والتوسع، حيث يتطلب القرار بشأن كيفية تمويل الشركة استراتيجية دقيقة وتحليل عميق للعديد من العوامل المؤثرة، كما يعتبر نموذج GORDON-SHAPIRO أحد الأدوات الرئيسية التي تُستخدم في تقييم القيمة المالية للشركة، مما يساهم في اتخاذ قرارات التمويل بشكل فعال. تعتبر تقنيات التمويل الكمي أدوات حيوية في تحليل البيانات واتخاذ القرارات المالية من خلال إبراز علاقة المدخل الكمي في هذا النموذج بمعدل النمو المستدام ومعدل العائد المطلوب.

#### أولاً: الإطار العام للمدخل الكمي للتمويل:

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

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

#### 1.1. مفهوم المدخل الكمي للتمويل:

يقصد بالمدخل الكمي للتمويل استخدام الأساليب والتقنيات الكمية في دراسة وتحليل مجال التمويل. يعتمد هذا المدخل على الرياضيات والإحصاء والنمذجة الرياضية لفهم وتحليل القضايا المالية والاقتصادية. يتيح التوجه الكمي للتمويل للمحللين والمديرين استخدام أدوات تحليلية دقيقة ونماذج رياضية لاتخاذ القرارات المالية.

المدخل الكمي يتناول عدة مجالات في التمويل، بما في ذلك:<sup>139</sup>

✓ تقييم الأصول والمخاطر: استخدام النماذج الرياضية لتحليل قيمة الأصول المالية، وقياس المخاطر المالية المرتبطة بها.

<sup>139</sup> DUPALLENS. G. gestion financière d'entreprise, 11e édition, Ed: Dalloz , Paris, 1997, p 835.

✓ تسعير الأوراق المالية: استخدام النماذج لتقدير قيمة الأوراق المالية، مثل الأسهم والسندات، باستخدام عوائد متوقعة وعوامل الخطر.

✓ إدارة المحافظ: استخدام النماذج الكمية لتحليل وتحسين توزيع الأصول في محافظ الاستثمار بهدف تحقيق التوازن بين المخاطر والعوائد.

✓ تمويل الأعمال: استخدام نماذج التمويل لفهم تأثير القرارات المالية، مثل التمويل بالديون أو بالأسهم، على هيكل رأس المال وقيمة الشركة.

✓ تحليل السوق المالية: استخدام الأدوات الكمية لتحليل أداء الأسواق المالية، وتوقعات الأسعار، واتجاهات السوق.

✓ إدارة المخاطر: استخدام النماذج الكمية لتحديد وتقييم المخاطر المالية، وتطوير استراتيجيات لإدارتها بشكل فعال

## 2.1. خصائص المدخل الكمي للتمويل:

✓ استخدام النماذج الرياضية والإحصائية: هذا لتحليل وتفسير الظواهر المالية واتخاذ القرارات. كما يتيح ذلك للباحثين والمحليلين إجراء تحليل دقيق وتوقعات أفضل بناءً على الأرقام والبيانات.<sup>140</sup>

✓ التركيز على المعادلات والنماذج المالية: يركز المدخل الكمي على استخدام المعادلات المالية والنماذج لتقدير القيم والعوائد والمخاطر المالية. كما يمكن استخدام مثل هذه النماذج في تسعير الأصول، وتقييم المخاطر، وتحليل الأداء المالي.

✓ تكنولوجيا المعلومات وبرامج الحاسوب: يتطلب المدخل الكمي استخدام تكنولوجيا المعلومات وبرامج الحاسوب لتنفيذ الحسابات المعقدة وتحليل البيانات الضخمة. فهو بذلك يتيح ذلك للمحللين إجراء الحسابات بشكل أسرع وأكثر دقة.

✓ تحليل السلوك المالي باستخدام الإحصاء: يتيح فحص السلوك المالي باستخدام أساليب الإحصاء، مما يتيح فهم أفضل للتباينات والعلاقات في الأسواق المالية.

<sup>140</sup> غربي حمزة، السياسات المالية للمؤسسة، مطبوعة دروس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2015-2016، ص28.



✓ تقديم تقديرات رقمية دقيقة: يساعد في تقديم تقديرات رقمية دقيقة للقيم المالية والمخاطر، مما يسهم في اتخاذ قرارات مستنيرة.

✓ تحليل العلاقات بين المتغيرات المالية: فهم العلاقات المعقدة بين المتغيرات المالية وتأثير تغيير إحداها على الأخرى.

✓ تكامل بين مختلف مجالات التمويل: يسمح بتكامل بين مختلف فروع التمويل، مثل التمويل الشخصي والتمويل الشري، من خلال استخدام أساليب ونماذج مشتركة وذلك باستخدام هذه الخصائص، يسهم المدخل الكمي في تحسين دقة التحليل المالي واتخاذ القرارات المستنيرة في مجال التمويل.

### 3.1. أهمية المدخل الكمي:

☒ دقة التحليل: يوفر أدوات تحليل دقيقة تعتمد على الرياضيات والإحصاء، مما يساعد في فهم أعقد العلاقات المالية وتوقع التغيرات.<sup>141</sup>

☒ اتخاذ القرارات الاستثمارية: يساعد في تحسين عمليات اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث يمكن استخدام النماذج الكمية لتقدير العائد المتوقع وتحليل المخاطر.

☒ تحسين أداء المحافظ الاستثمارية: يُستخدم في تحليل وتحسين توزيع الأصول في المحافظ الاستثمارية لتحقيق توازن بين المخاطر والعوائد.

☒ فهم أعماق السوق المالية: يتيح للمحللين والمستثمرين فهم أعماق السوق المالية وتحليل السلوكيات المالية باستخدام الأساليب الكمية.

☒ تقييم التسعير والقيمة السوقية: يسهم في تقدير قيمة الأصول المالية، مثل الأسهم والسندات، وتقدير التسعير بناءً على العوائد المتوقعة.

☒ تحليل السلوك المالي: يسمح بفحص السلوك المالي باستخدام أساليب الإحصاء، مما يمكن من تحديد الاتجاهات والتغيرات في الأسواق المالية.

☒ تحليل المخاطر وإدارتها: فحص وتقدير المخاطر المالية بطريقة منهجية، مما يساعد في تطوير استراتيجيات فعّالة لإدارة المخاطر.

<sup>141</sup> بريش عبد القادر و بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية. للدراسات الاجتماعية والإنسانية، أ/قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد10، جوان2013، ص 13.

✘ الابتكار في المنتجات والأسواق: يسهم في إمكانية إطلاق منتجات مالية جديدة وتطوير أسواق مالية مبتكرة باستخدام النماذج الكمية.

✘ تكامل بين مجالات التمويل: يسمح بتكامل بين مختلف فروع التمويل، مما يعزز التفاعل والتبادل بين مفاهيم التمويل الشخصي، التمويل الشريكي، والأسواق المالية.

✘ بشكل عام، يعزز التمويل الكمي القدرة على فهم التعقيد المالي، ويوفر أدوات لاتخاذ قرارات مالية مستنيرة في بيئة اقتصادية متغيرة وتنافسية.

### ثانياً: مفاهيم أساسية حول المدخل الكمي للتمويل لنموذج قوردن Gordon و شاييرو Shapiro:

يظهر النموذج جوردن وشاييرو كأداة تحليلية قيمة، ولكن يتطلب استخدامه فهماً دقيقاً للظروف السوقية والاقتصادية، وكذلك مراعاة لتأثيرات المدخلات الكمية التي قد تؤثر على مكوناته الرئيسية، مثل معدل النمو المستمر وعائد الأرباح.

#### 1.2. تقديم نموذج قوردن Gordon و شاييرو Shapiro :

نموذج *Gordon-Shapiro* هو نموذج يستخدم في التمويل لتقدير سعر السهم باستخدام القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة للأرباح، يعتمد هذا النموذج على مفهوم أن القيمة الحالية للسهم يمكن حسابها باستخدام معدل العائد المطلوب من المستثمرين، فهو يقضي بضرورة أن تقوم المؤسسة بتوزيعات عالية للأرباح من أجل تقدير أحسن للمؤسسة في السوق، إذ تشكل الأرباح المدفوعة ومعدلات نمو الأرباح عوامل أساسية في تقييم السهم حيث:

المعادلة الأساسية لنموذج *Gordon-Shapiro* هي:<sup>142</sup>

▪ **P0** هو سعر السهم في الزمن الحالي.

▪ **D1** هو توزيع الأرباح المتوقع في الفترة القادمة.

▪ **r** هو معدل العائد المطلوب من المستثمرين.

▪ **g** هو معدل نمو الأرباح.

$$P_0 = \frac{D_1}{r-g}$$

<sup>142</sup> Roland GILLET, Jean-pierre JOBARD, Patrick NAVATTE, Philippe RAIMBOURG, finance, 2 e édition, DALLOZ, France, 2003, P 177-181.

يعبر معدل العائد المطلوب  $r$  عن العائد الذي يتوقعه المستثمرون من الاستثمار في السهم. يمكن أن يحسب بعدة طرق، مثل استخدام معدل العائد على السندات ذات المخاطر المماثلة، أو باستخدام نموذج تسعير أصول كابيتال (CAPM).

معدل نمو الأرباح  $g$  يعكس معدل الزيادة المتوقعة في الأرباح في المستقبل. يمكن حسابه بعدة طرق، مثل النمو التاريخي للأرباح أو التوقعات المستقبلية للشركة.

## 2.2. تحليل نموذج Gordon و شاپيرو: Shapiro :

يجب مراعاة أن هذا النموذج يعتبر نموذجًا بسيطًا ويعتمد على الافتراضات، بما في ذلك استمرارية معدل النمو وثبات هيكل رأس المال. ينبغي دائمًا مراعاة هذه العوامل عند استخدام هذا النموذج لتقييم الأسهم.

- عائد الأرباح الحالي:
- ✓ يُحسب عند قسمة العائد السنوي على السهم (التوزيعات السنوية) على سعر السهم الحالي. يُعبر هذا العنصر عن العائد المباشر الذي يحصل عليه المستثمر من توزيعات الأرباح.
- معدل النمو المستمر للأرباح:
- ✓ يُفترض أن هذا المعدل يظل ثابتًا على المدى الطويل. يُعبر هذا العنصر عن المعدل الذي يتوقع المستثمرون أن تنمو به أرباح الشركة في المستقبل.
- صيغة تقييم السهم:
- ✓ قيمة السهم = (العائد السنوي / معدل العائد المستمر) + معدل النمو المستمر.
- التحليل الحسابي:
- ✓ يتطلب التحليل الحسابي حصولك على بيانات العائد السنوي ومعدل النمو المستمر. يمكن أن يكون ذلك من خلال البيانات المالية للشركة.
- ☒ التقييم:

✓ بعد حساب القيمة باستخدام الصيغة، يمكن مقارنة هذه القيمة مع سعر السهم الحالي. إذا كانت القيمة المحسوبة أعلى من سعر السهم الحالي، فقد يُعتبر السهم مستهجنًا وقد يكون هناك فرصة للشراء. وإذا كانت القيمة أقل من سعر السهم، فقد يكون هناك مؤشر على أن السهم قد يكون مفرط التقييم.

### ثالثا: العلاقة بين التمويل الكمي ونموذج Gordon& shapiro

نموذج Gordon-Shapiro هو نموذج ومعدل النمو المستمر للأرباح، فالتمويل الكمي هو سياسة نقدية تتضمن زيادة كمية النقد في الاقتصاد من خلال شراء الأصول المالية، مثل السندات الحكومية والأوراق المالية الأخرى، بهدف تحفيز الاقتصاد وتعزيز التضخم، ورغم أن هناك عدة عوامل تؤثر على الأسواق المالية، إلا أنه يمكن أن يكون هناك تأثير للتمويل الكمي على بعض المتغيرات التي يأخذها في اعتباره نموذج Gordon-Shapiro<sup>143</sup>

#### ☒ معدل الفائدة:

✓ يمكن أن يؤثر التمويل الكمي على معدلات الفائدة، وهو أمر يؤثر بشكل مباشر على نموذج Gordon-Shapiro الذي يأخذ في اعتباره معدل العائد على الأرباح.

#### ☒ تأثير على الاقتصاد والأرباح:

✓ إذا كان التمويل الكمي يحقق أهدافه في تحفيز الاقتصاد ورفع معدل التضخم، فإن هذا قد يؤدي إلى نمو أفضل للشركات وبالتالي يمكن أن يؤثر على مؤشرات Gordon-Shapiro

#### ☒ تأثير على التقلبات في السوق:

✓ قد يكون هناك تأثير على تقلبات السوق نتيجة لتدخلات التمويل الكمي، وهو أمر يمكن أن يؤثر على التوقعات المستقبلية للنمو والأرباح.

✓ مع ذلك، يجب مراعاة أن الأسواق المالية تتأثر بعوامل متعددة ومعقدة، والتنبؤ بالتأثير الدقيق للتمويل الكمي على نموذج Gordon-Shapiro يعتمد على العديد من الظروف والعوامل الاقتصادية والسياسية.

✓ يُظهر المدخل الكمي للتمويل تأثيره على النموذج الكلاسيكي لتقييم الأسهم، "نموذج جوردن وشابيرو" حيث يعد هذا النموذج أحد الأدوات الرئيسية في تحليل الأسهم ويعتمد على مبادئ أساسية في تحديد القيمة الحالية للأسهم. مع ذلك، يجب أخذ الحذر والنظر في الظروف الاقتصادية والمالية الراهنة، حيث يمكن أن تتغير هذه الظروف بسرعة وتؤثر على توقعات الأرباح ومعدلات الفائدة. يعتبر التمويل الكمي محفزا اقتصاديا، ولكن يجب تقدير أي تأثيرات جانبية قد تنشأ عن هذه الإجراءات.

<sup>143</sup> Vizzavona Patrice, Gestion financière, 9 e Edition, Ed : Berti, Alger, 1999, p 393.

## المحاضرة الثاني عشر: هيكل التمويل الأمثل حسب

### MILLER & MODIGLIANI

يشكل مفهوم الهيكل المالي عنصرا هاما وضروريا في النشاط المالي للمؤسسة وذلك نظرا لتأثيره على الأداء المالي للمؤسسة وخاصة من ناحية تأثير هذا الهيكل على القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتبر الهدف الأساسي للوظيفة المالية للمؤسسة (تعظيم القيمة السوقية) ونتيجة لذلك فقد اهتم الباحثون في مجال الإدارة المالية بالهيكل المالي ومحاولة تحديد وتفسير لمختلف العوامل المحددة والمفسرة لاختيار نوع الهيكل المالي للمؤسسة، ولعل اهم النظريات المفسرة لذلك هي نظرية مودغلياني وميلر Modighiani et miller.

كما يتمحور التساؤل الرئيسي في مجال تمويل المؤسسة حول الإمكانية من عدمها للمؤسسة من تحقيق هيكل مالي أمثل حيث تتاح للمؤسسة العديد من السيناريوهات المتعلقة بنمط التمويل فتختلف درجة المخاطرة من نوع إلى آخر وعليه فمن باب الرشادة أن تحسن المؤسسة اختيارها لهيكلها المالي من خلال ترشيد السياسة التمويلية للمؤسسة. وقد كان مودغلياني و ميلر هما أول من قاما بتحليل نظري لأثار الهياكل المالية، خاصة العلاقة ( ديون /أموال خاصة ) على قيمة المؤسسة، و التي توصلا من خلالها أنه بقبول بعض الفرضيات فإن كل أشكال التمويل هي متعادلة تحت ظل وجود سوق مالي تسوده المنافسة التامة لكن الانتقادات التي قدمت بشكل تدريجي لهذه الفرضيات سمحت بإبراز تأثير عوامل أخرى محددة للهيكل المالي، الأمر الذي سمح برفض فرضية حيادية الهياكل التمويلية ومن هنا بدأت تظهر مقاربات وتيارات جديدة بين مؤيدة ومعارضة لها.

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

☒ الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق ومن بين النظريات نجد مدخل صافي الربح ومدخل صافي الربح التشغيلي،

النظرية التقليدية، ونظرية مودغلياني وميلر في ظل غياب الضرائب وتكلفة الافلاس؛

☒ الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق ومن بين النظريات نجد مودغلياني وميلر والضرية على دخل

المؤسسات، نظرية تكلفة الافلاس، ونظرية التسوية؛

☒ الهيكل المالي في ظل التيارات الجديدة حيث تضم نظرية الوكالة، نظرية الإشارة، نظرية التسلسل الهرمي

للتمول.

قدم الأستاذين **Merto Miller and Franco Modigliani** لأول مرة أدوات التحليل الاقتصادي لدراسة تمويل المؤسسات، وكانت النتيجة هي نظرية Miller and Modigliani المشار إليها باسم MM.<sup>144</sup> درس Miller and Modigliani نظرية هيكل رأس المال في عام 1958 ومن تحليلهما قاما بتطوير اقتراح عدم ملاءمة هيكل رأس المال، وأشارا إلى أن العلاقة بين هيكل رأس المال وتكلفة التمويل ليست ذات صلة (حيادية)، وهذا يعني ضمناً أن الزيادة في مستوى الدين ليس لها تأثير على تكلفة التمويل وهذه الأخيرة لا تؤثر على قيمة المؤسسة. وافترضوا كذلك أنه في الأسواق المثالية لا يهم هيكل رأس المال الذي تستخدمه المؤسسة لتمويل عملياتها. كما افترضوا أن القيمة السوقية للمؤسسة يتم تحديدها من خلال قدرتها على تحقيق الربح ومخاطر أصولها الأساسية، وأن قيمتها مستقلة عن الطريقة التي تختارها لتمويل استثمارها أو توزيع أرباحها<sup>145</sup>.

عند مناقشة موضوع هيكل رأس المال وتكلفة التمويل قدم M&M مجموعة من الافتراضات المبسطة مماثلة في بعض النواحي لتلك الخاصة بالنموذج التقليدي، فعلى سبيل المثال يفترض M&M أسواق رأسمال مثالية، أي لا توجد ضرائب (شركات أو شخصية) ولا توجد تكاليف معاملات على الأوراق المالية، والمستثمرون عقلانيون والمعلومات متماثلة بمعنى جميع المستثمرين يتمتعون بإمكانية الوصول إلى نفس المعلومات ويشاركون نفس التوقعات حول مستقبل المؤسسة مثلما يمكن للمديرين، ويمكن لكل من الأفراد المؤسسات الاقتراض أو الإقراض بسعر خالٍ من المخاطر، و بما أنه لا توجد ضرائب فمن المفترض أن يتم توزيع جميع الأرباح بعد الفوائد كأرباح، كما يفترض MM أن إعطاء قرار الاستثمار للمؤسسة ولا يولد أي نمو في الدخل، وبالتالي فإن جميع تدفقات الدخل المستقبلية دائمة.<sup>146</sup>

اعتبر كل من Miller and Modigliani أن المدخل التقليدي غير صحيح في سوق مثالية وبدون ضرائب. وافترضوا

كذلك<sup>147</sup> :

<sup>144</sup> Julio Pan , Evaluating theories of capital structure in different financial systems: an empirical analysis ,Master's Degree Program (under ex D.M. 270/2004) in Administration, Finance and Control, university of Ca Foscari, Venisia, Italy, A Y 2011/2012, p 11

<sup>145</sup> Robert Ouko Obonyo, The impact of capital structure on financial performance of companies listed at the nairobi securities exchange in Kenya, International Journal of Economics, Commerce and Management, United Kingdom, Vol. V, Issue 6, June 2017, p 189.

<sup>146</sup> JIM Mcmenamin, Financial management: an introduction, London, England, 1999, p 511.

<sup>147</sup> Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur Antonio Salvi, Corporate finance theory and practice, John Wiley & Sons Ltd, England, 2005, p 660.

- يمكن للمؤسسات أن تصدر نوعين فقط من الأوراق المالية: الديون والأسهم الخالية من المخاطر؛ تعمل إدارة بالنيابة عن المساهمين.
- وفقاً ل M & M ، يمكن للمستثمرين تحمل الديون مثل المؤسسات، لذا في السوق المثالية ليس لديهم سبب يدفع المؤسسات للقيام بشيء يمكنهم التعامل معه بدون تكلفة، إضافة إلى أنه لا يوجد تكاليف إفلاس، ولا يوجد تأثير للديون على أرباح المؤسسة قبل احتساب الفائدة والضريبة.<sup>148</sup>
- علاوة على ذلك، يتمتع المستثمرون بحرية بيع وشراء الأوراق المالية، والمستثمرين لديهم كامل المعرفة المطلوبة وهم قادرون على معرفة جميع التغيرات والمعلومات الخاصة بالمؤسسة، لا توجد تكلفة عند شراء وبيع الأوراق المالية (مثل عمولات السمسار، ورسوم التحويل، وما إلى ذلك)، والمستثمرون والمؤسسات الصغيرة متكافئون إذا كانوا يريدون الاقتراض 2، بالإضافة إلى التماثل في معلومات السوق بمعنى أن المؤسسات والمستثمرين لديهم نفس المعلومات 3، وكذلك استبعادهم لتكاليف الإفلاس.

#### ثانياً: نظرية مودغلياني وميلر Modigliani et miller في ظل غياب الضريبة 1958:

تشكل مقالة مودغلياني وميلر لسنة 1958 والتي نشرت في مجلة اقتصادية متخصصة The American Economic Review تحت عنوان "تكلفة رأس المال، مالية المؤسسة، ونظرية الاستثمار" حجر الزاوية لإدارة المالية الحديثة. إن المضمون النظري لمدخل M&M بشأن صياغة الهيكل المالي وفي ظل عد وجود الضريبة تتفق ونظرية صافي ربح التشغيل السابقة التحديد، إذ أكد مودي غلياني وميلر أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة تتأثر بصياغة الهيكل المالي أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية ولذلك هم أكدوا على عد وجود هيكل مالي أمثل. وتقم هذه الدراسة على نفس الفرضيات التي اعتمد عليها المدخل التقليدي بالإضافة إلى ما يلي<sup>149</sup>:

- ☒ أسواق رأس المال أسواق كاملة، المعلومة مجانية ومتاحة، ليس هناك ضريبة وليس هناك تكلفة المعاملة، مع افتراض أن للمستثمرين سلوك عقلاني.
- ☒ أن المستثمر يمكنه شراء وبيع كل ما يحتاجه من أوراق مالية مهما صغرت الكمية التي يرغب في شرائها،- استبعاد تكلفة الإفلاس.

<sup>148</sup> Seadin Xhaferi, Besa Xhaferi, Alternative theories of capital structure, European scientific journal, vol.11, No.7, March 2015,p330.

<sup>149</sup> Faruk Ahmeti, Burim Prenaj, A critical review of Modigliani and Miller,s theorem of capital structure, International journal of economics, Commerce and management, Vol. III, Issue 6, United Kingdom, 2015,p 916.

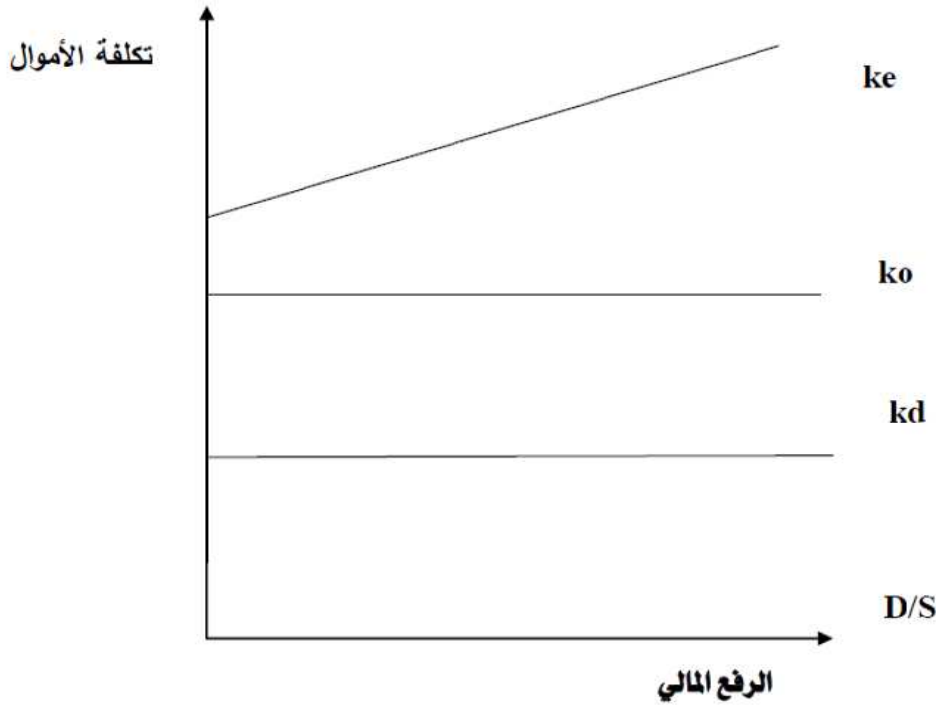
❑ يمكن تصنيف كل المؤسسات إلى فئات مخاطر متعادلة أين تكون أسعار الفائدة ثابتة

❑ يمكن للأفراد والمؤسسات الإقراض والاقتراض دون حدود بمعدلات دون مخاطرة.

❑ المسيرون يديرون مؤسساتهم بما يخدم مصالح المساهمين (غياب تضارب المصالح).<sup>150</sup>

إن كل من مودغيليانى وميلر لا يوافقان على نتائج التحليل التقليدي، فالدراسة الرائدة والشهيرة من طرف فرنكو مودكلياني ومرتن ميلر سنة 1958 في ظل عالم لا يخضع فيه دخل المؤسسة للضريبة، وهذا معناه أن قيمة المؤسسة مستقلة عن الهيكل المالي لها، وبالتالي فتكلفة الأموال ثابتة لكل المؤسسات المتماثلة المخاطر، فلو كانت هناك مؤسستين واحدة تعتمد في تمويلها كلياً على مصادر التمويل الداخلي والمؤسسة الأخرى تعتمد على مصادر التمويل الداخلي إضافة إلى مصادر التمويل الخارجي وكلا المؤسستين تنتمي لنفس فئة المخاطر، فالقيمة السوقية لكليهما متساوية، وإذا حدث وارتفعت القيمة السوقية لأحداهما فعملية الترجيح كفيلة لإعادة التوازن بين المؤسستين؛ والشكل التالي يوضح ذلك<sup>151</sup>:

الشكل رقم 16: نموذج مودغيليانى وميلر في ظل غياب الضرائب.



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

1997، ص 238.

<sup>150</sup> Trinh Thi Mai Thao , The impact of hedging derivatives on the firm,s value:The Singapore case study, Master degree programme in economia, Finanza , University of Venice, Italy, A Y 2016-2017,p 39.

<sup>151</sup> الياس بن سامي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الجزء الأول، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 408.



يتضح لنا من خلال الشكل أعلاه أنه يمكن تبني أي هيكل مالي دون أن يؤثر ذلك على تكلفة الأموال وبالتالي على

قيمة المؤسسة؛ ولقد وجهت مدخل مودغلياني وميلر في ظل غياب الضرائب عدة انتقادات من بينها ما يلي:

- **الفرض القائل بان المؤسسات والأفراد يمكنهم الاقتراض والإقراض بنفس معدل الفائدة، فهو فرض بعيد عن الواقع، إذ أن المؤسسة تتمتع بثقة أكبر من التي يتمتع بها الأفراد، فهي تملك حجم معين من الأصول الثابتة يكسبها هذه الثقة عند طلب القروض.**
- **من الخطأ افتراض أن الرفع المالي للشخص يحل محل الرفع المالي للمؤسسات، فإذا أفلست إحدى المؤسسات المستخدمة للرفع المالي فإن الخسارة تقع على كل مستثمر بمقدار حصته، أما في حالة إفلاس أحد المستثمرين للرفع المالي الشخصي فنجد أنه لا يخسر فقط حصته بل عليه سداد القرض.**
- **إن إدخال الضرائب على الدخل في الاعتبار سوف يغير نتائج هذا المدخل حيث أن الفوائد التي تدفعها المؤسسة على الاقتراض تعتبر من التكاليف التشغيلية الواجبة الخصم من الوعاء الضريبي لأرباح المؤسسة وهذا معناه أن كلفة الاقتراض بالنسبة للمؤسسة تكون أقل من معدل الفائدة المتعاقد عليه، فالفوائد تمنح المؤسسة ميزة جبائية تعود بإيرادات أكثر على الملاك والمقترضين (تحقيق وفرات ضريبية).<sup>152</sup>**

ويمكن شرح ما توصل إليه مودغلياني وميلر من خلال اقتراحهما الأول والثاني سنتعرض مضمونهما كما يلي:

## **1.2. الاقتراح الأول M&M بشأن صياغة الهيكل المالي سنة 1958:**

في ظل الاقتراح الأول الذي قدمه مودغلياني وميلر فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكل الأموال فيها، وأن القيمة السوقية للمؤسسة تتحدد من خلال صافي ربح العمليات الذي تحققه المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتهي إليها المؤسسة. كما يعتبر هذا المدخل أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاس لقرارات الاستثمار فيها.<sup>153</sup>

وبفاعلية تلك القرارات وقوتها الإيرادية أي بفاعلية توزيعها بين الاستثمارات الثابتة والاستثمارات المتداولة وليس بكيفية تمويل تلك الاستثمارات أي أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن صياغة الهيكل المالي. ويمكن صياغة الاقتراح الأول في شكل معادلة تكشف عن القيمة السوقية أي مؤسسة تنتهي إلى فئة لمخاطرة معينة كما يلي:

<sup>152</sup> Lutfa T Ferdous , Capital structure theories in finance research: a historical review, Australian finance & banking review; Vol. 3, No. 1, Published by Centre for Research on Islamic Banking & Finance and Business, USA Australia, 2019,p 13.

<sup>153</sup> Maria Chesnokova, Application of Modigliani-Miller theory to banking sector, Economics and Finance. , Université Paris I Panthéon-Sorbonne, UFR 02 sciences économiques L'année de soutenance : 2014-2015, p10.

▪  $V$  هي القيمة المؤسسية.

▪  $V_{cp}$  هي قيمة أموال الملكية.

$$V = V_{cp} + V_d$$

▪  $V_d$  هي قيمة الديون.

$$V = \frac{EBIT}{K_{CP}}$$

▪  $EBIT$  هو الربح التشغيلي للمؤسسة قبل اقتطاع الضريبة.

▪  $K_{cp}$  هو معدل العائد على حقوق الملكية.

من خلال المعادلة السابقة فإن القيمة السوقية للمؤسسة تساوي إلى مجموع القيمة السوقية لكل من أموال الملكية والقروض والتي تشكل هيكلها المالي، كما تساوي إلى صافي ربح العمليات قبل الضريبة مقسوما على معدل عائد حقوق الملكية (تكلفة أموال الملكية) وممولة فقط بأموال الملكية، وعليه لا علاقة لتركيب الهيكلي المالي بقيمة المؤسسة.

يمكن التعبير كذلك عن الاقتراح الأول M&M من التكلفة الوسطية المرجحة كما يلي:

$$WACC = \frac{EBIT}{V_{cp} + V_d} = \frac{EBIT}{V} = K_{cp}$$

يعتبر مدغلياني وميلر حسب هذه المعادلة على أن التكلفة الوسطية المرجحة لهيكل رأس المال لأي مؤسسة تنتهي لنفس شريحة الخطر ومهما كانت تركيبية هيكلها المالي تساوي لتكلفة حقوق الملكية لمؤسسات تنتهي لنفس شريحة الخطر وتعتمد فقط على أموال الملكية في هيكلها المالي، وبذلك فإن تكلفة الأموال تكون مستقلة تماما عن تركيبته، وبذلك فإن حسب الاقتراح الأول لمدغلياني وميلر فإن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة غت مقترضة إلا أنها تنتهي لنفس شريحة الخطر<sup>154</sup>.

$$V = V_n$$

يمكننا الإشارة إلى أن الاقتصاديات السابق ذكرهما قاما بإجراء دراسة على مؤسستان متماثلتان ولهما نفس البيانات المالية إلا أنهما مختلفتان من حيث الهيكل المالي، بمعنى أحدهما تستدين الأخرى لا تستدين، كما أنهما تختلفان من حيث قيمة الأموال الخاصة لكنهما على حد سواء فيما يتعلق بمجموع كل من الديون والأموال الخاصة، أي لهما نفس الحجم من الأصول الاقتصادية. فيبرهن هذان الاقتصاديان على أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي بأنه: "إذا

<sup>154</sup> Faruk Ahmeti, Burim Prenaj, A critical review of Modigliani and Miller's theorem of capital structure, International journal of economics, Commerce and management, Vol. III, Issue 6, United Kingdom, June 2015, P 916.

كان هناك اختلاف في قيمتي المؤسستين محل الدراسة، فان المساهمين في راس المال المؤسسة المعتمدة للاستدانة سيرون انهم من فائدتها بيع أسومهم واستبدالها بأسهم المؤسسة الاخرى التي لا تعتمد الاستدانة، مما يؤدي بالضرورة في الاخير الى التماثل في قيمتها، والاكثر تفصيلا، اذا كان هناك اختلاف بين قيمة المؤسستان، فإنها عملية التحكيم كقيلة بإعادة التوازن بينهما، حيث يشير الباحثان الى ان المكاسب التي حققها مستثمر ما من اسهم المؤسسة الاولى سوف تدفع غيره من المستثمرين الى ان يحذوا حذوه، بما يترتب على ذلك زياده المعروض من الاسهم المؤسسة الاخرى وزيادة الطلب على اسهم المؤسسة الاخرى، وهو ما يؤدي الى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة الثانية وارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة الاولى، ويستمر هذا الوضع اذا ان تتوازن القيمتان، واذا حدث وارتفعت القيمة السوقية للمؤسسة الاولى عن الثانية فسوف تبدأ عملية المراجعة العكسية.

## 2.2. الاقتراح الثاني M&M بشأن صياغة الهيكل المالي سنة 1958:

رغم أن التغير في الهيكل المالي سوف لن يغير من القيمة الكلية للمؤسسة كما ورد في الاقتراح الأول، إلا أن ذلك يحدث تغيرا مهما في قروض المؤسسة وحق ملكيتها. وعليه فإننا سوف نختبر ماذا يحصل للمؤسسة ما يتم تمويلها بالقروض وحقوق الملكية عندما تتغير نسبة القروض إلى حق الملكية فيها أي عندما تتغير نسبة الرافعة المالية.

إن معدل العائد المطلوب لمؤسسة ما والذي يتمثل بتكلفة التمويل المرجحة WACC، الممثلة بالمعادلة التالية<sup>155</sup>:

$$K_{wacc} = K_{cp} \frac{CP}{(CP + D)} + K_d \frac{D}{(CP + D)} \dots \dots \dots (1)$$

كما تكتب الصيغة العامة لأثر الرافعة كما يلي:

$$R_f = R_n + (R_n - i) \frac{D}{CP} \dots \dots \dots (2)$$

بتعويض المعادلة (1) في (2) نجد:

$$K_{wacc} = \frac{R_n}{CP + D} [CP + D]$$

$$K_{wacc} = R_n$$

<sup>155</sup> Glen Arnold, Corporate financial management, Fifth edition, Pearson education limited , England, 2013, p 790.

وعليه فان تكلفة رأس المال عبارة عن معدل المدروسة الاقتصادية الأدنى المفروض ما هي إذا مستقلة عن الهيكل

المالي، فتوصل الباحثان الى أن زيادة الديون في هيكل التمويل يؤدي الى:

✓ انخفاض تكلفة الأموال المرجحة بسبب رخص تكلفة القروض.

✓ زيادة تكلفة الملكية (الأموال الخاصة) تكون بالقدر الذي تتلاشى معه ميزة رخصة التكلفة القروض بحيث تظل تكلفة

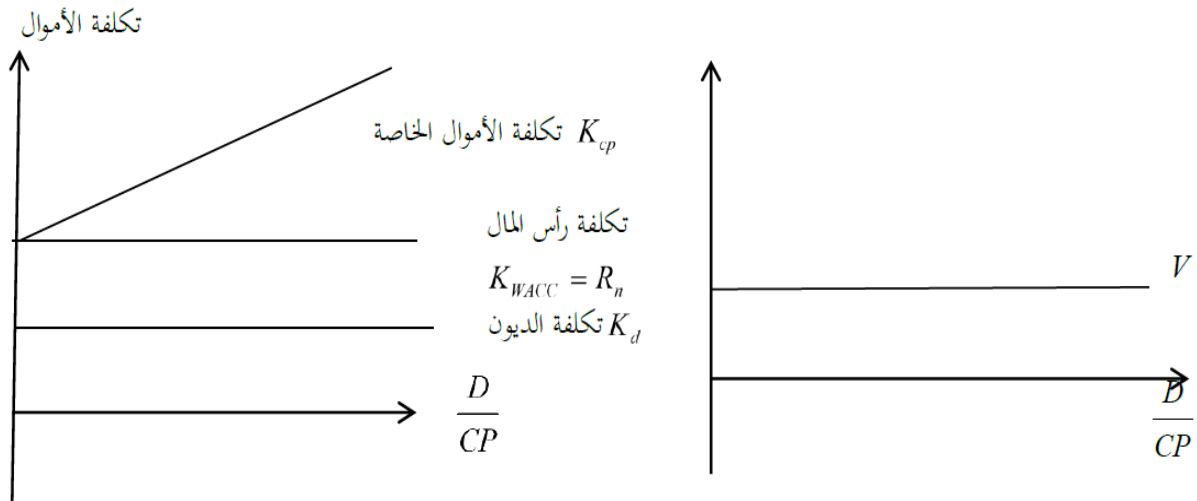
الأعمال المرجحة في التحليل النهائي ثابتة .

ومن ثم لا تتأثر قيمه المنشأة بتغير حجم الديون في ظل الافتراضات السوق التام وهذا ما أدى بهما فعلا الى

استخلاص النتيجة لا يؤثر الهيكل المالي للمؤسسة في قيمتها كما ان التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ثابتة مهما

كانت طبيعة الهيكل المالي والمنحنى البياني الموالي يبين ذلك<sup>156</sup>:

الشكل رقم 17: منحنى يمثل العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة رأس المال في ظل نموذج M&M.



المصدر: بلقلة براهيم، محاضرات في مقياس تمويل المؤسسة، مطبوعة موجهة لطلبة الأولى ماستر علوم اقتصادية

تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة حسيبة بن بوعلوي الشلف، 2021-2022، ص 106.

وعليه كما يظهر من الشكل أعلاه، إن زيادة اعتماد المؤسسة على القروض لابد وأن يسبب ارتفاع في تكلفة

التمويل الممتلك بسبب زيادة المخاطرة المالية التي يتعرض لها المالك، إلا أن تكلفة التمويل المرجحة تظل ثابتة مهما تغيرت

نسبة القروض إلى حق الملكية وتبرير ذلك أن تكلفة التمويل المقترض يظل مصدر تمويل منخفض التكلفة فالزيادة فيه

تعوض الارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك ولهذا سوف تظل التكلفة الكلية للتمويل ثابتة.

<sup>156</sup> بلقلة براهيم، محاضرات في مقياس تمويل المؤسسة، مطبوعة موجهة لطلبة الأولى ماستر علوم اقتصادية تخصص اقتصاد وتسيير

المؤسسة، جامعة حسيبة بن بوعلوي الشلف، 2021-2022، ص 106.

وبالتالي النقطة الهامة فيما قدمه "مودغلياني وميلر" في افتراضها الثاني هو أن تكلفة الأموال تظل ثابتة لا تتغير ولا تتأثر مكونات هيكل رأس المال وتساوي في نفس الوقت معدل العائد على أموال المالك في المؤسسة تنتهي لنفس شريحة الخطر ولا تعتمد على الافتراض في هيكل رأسماله.

الانتقادات الموجهة إلى تحليل كلا من مودغلياني وميلر بالرغم من تعددها فإنها تتمحور حول مسألة الواقعية للنموذج:

✘ في المقام الأول تم انتقاد الفرضية النظرية مجانية الأسواق في حين أن هذه النظرية تلعب دورا أساسيا في تحليل كلا من مودغلياني وميلر لأن قبول الأطروحة مشروط بتدخل آلية الموازنة أو التحكيم، والتي تفترض مسبقا وجود إمكانية إحلال مطلق بين الأوراق التي يكون لها خصائص متطابقة من حيث المخاطرة والمردودية.

✘ من جهة ثانية انتقد هذا النموذج من حيث افتراض عدم وجود ضرائب وهذا مالا يمكن قبوله في وجود فوائد قابلة للتخفيض في حساب الضرائب، في حين أن المساهمين ليس لهم الحق إلا في الأرباح بعد الضرائب.

### ثالثا: نظرية مودغلياني وميلر Modighiani et miller في ظل وجود الضريبة 1963:

تناولنا وجهة نظر كل من مودغلياني وميلر في عالم لا توجد فيه ضرائب والآن نعرض لوجهة نظريهما في شأن تأثير الافتراض على قيمة المؤسسة ولكن على فرض وجود ضرائب ففي مقال لهما سنة 1963 حاولا استدراك الانتقادات التي وجهت لنموذجهما خاصة تلك المتعلقة بتجاهلها للضريبة على ربح المؤسسة والضريبة على دخل المستثمر الشخصي . ففي حالة وجود ضريبة على دخل المؤسسات سوف يترتب عليه أن تنخفض تكلفة الأموال فمن بين الميزات التي تتيحها الاستدانة أن فوائد القروض تعتبر من بين التكاليف التي يمكن بخفيضها عند حساب الضريبة على الربح ومن ثم فإن خضوع ربح المؤسسة للضريبة يعني أن المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من قروض تستطيع تحقيق وفورات ضريبية ومن هذا المنطلق أدرك مودغلياني وميلر أن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكل تمويلها من قروض وأموال خاصة سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير أن هيكل تمويلها يتكون من أموال خاصة فقط إلا أنهما يؤكدان على أن هذا الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسات ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة أما إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك فإن عملية المراجعة كفيلا بإعادة التوازن بين قيمة المؤسسات.

وقد أعاد مودغلياني وميلر ما توصل إليه وفق المقترحين السابقين كما يلي:<sup>157</sup>

<sup>157</sup> Denzil Watson , Antony Head ,Corporate finance principles and practice, Seventh edition , England, 2016, p 267.

**المقترح الأول:** أعاد مودغلياني وميلر ما تواصل إليه سابقا وأكدا على أن: القيمة السوقية لمؤسسة تساوي

القيمة السوقية لمؤسسة لناشلة وتنتهي إلى نفس الدرجة من الخطر إلا أنها ممولة بالكامل بمصدر الملكية VND زائدا القيمة الحالية للوفورات الضريبية DT.

$$V_D = V_{ND} + K_d DT$$

وبدا أن الوفورات الضريبية تقدر بقيمة الفائدة مضروبة في معدل الضريبة على دخل المؤسسة فإنه يمكن

حساب القيمة الحالية للوفورات الضريبية وفقا للمعادلة التالية:

$$TD = \frac{K_d DT}{K_d}$$

**المقترح الثاني:** تقتضي الاقتراح الثاني بأن تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة مقترضة، ينبغي أن تتساوى مع تكلفة

حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة، مضافا إليها مكافآت عن المخاطر المالية تتحدد على أساس: الفرق بين تكلفة حقوق

الملكية لمؤسسة غير مقترضة وتكلفة الاقتراض التي يفتض مدغلياني وميلر أنها ثابتة لكافة المؤسسات، كما تتحد على

أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسات، ونسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية في هيكل رأس المال المؤسسة.<sup>158</sup>

إن معدل العائد المطلوب لمؤسسة ما والذي يتمثل بتكلفة التمويل المرجحة WACC، الممثلة بالمعادلة التالية:

$$K_{wacc} = K_{cp} \frac{CP}{(CP + D)} + K_d \frac{D(1-T)}{(CP + D)} \dots \dots \dots (1)$$

كما تكتب الصيغة العامة لأثر الرافعة كما يلي:

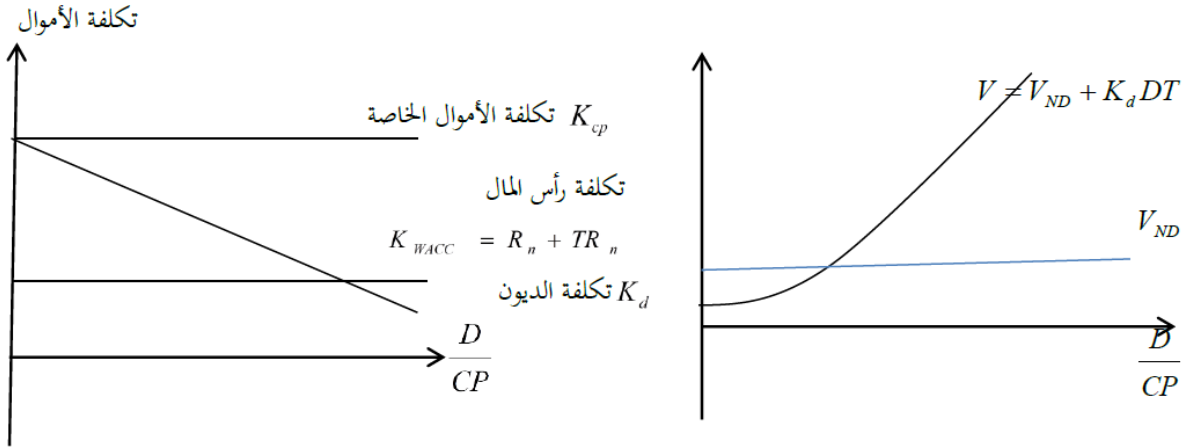
$$R_f = R_n (1-T) + (R_n - i) \frac{D}{CP} (1-T) \dots \dots \dots (2)$$

بتعويض المعادلة (2) في (1) نجد:

$$K_{wacc} = \frac{R_n (1-T)}{CP + D} [CP + D]$$
$$K_{wacc} = R_n - TR_n$$

<sup>158</sup> Peter Brusov, Tatiana Filatova, Natali Orekhova, Mukhadin Eskindarov, Modern corporate finance, Investments, Taxation and ratings, Second edition, Springer nature, Switzerland, 2018, p 19.

الشكل رقم 18: منحني يمثل العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة رأس المال في ظل وجود الضريبة.



المصدر: بلقلة براهيم، محاضرات في مقياس تمويل المؤسسة، مطبوعة موجهة لطلبة الأولى ماستر علوم اقتصادية

تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة حسيبة بن بوعلوي الشلف، 2021-2022، ص 109.

من الملاحظ أن التكلفة المرجحة للأموال تتناقص كلما زادت كمية المبالغ التي تقترضها المؤسسة، ويظهر من الشكل أيضا أن قيمة المؤسسة تصل إلى أعلى حد لها عندما تصل نسبة التمويل بالقروض إلى 100%، هذه النتيجة متفقة مع فروض مودغلياني وميلر، ولكنها ليست ملحوظة في الواقع العملي فلا يوجد هيكل تمويلي تصل نسبة القروض فيه إلى 100%.

يتضح من دراسة ميلر أنه يمكن استخلاص ما يلي:

- ☒ إن خصم الفوائد لأغراض حساب الضريبة، يؤدي إلى تفضيل استخدام القروض.
- ☒ إن التمايز في المعاملة الضريبة للإيرادات الناتجة عن الأسهم يؤدي إلى تخفيض معدل العائد المطلوب ومن ثم يفضل استخدام حقوق الملكية في التمويل، ولكن من الصعب معرفة الأثر المشترك (أي الصافي) لهذين العاملين، ويعتقد معظم المشتغلين في هذا المجال أن خصم الفوائد لأغراض الضريبة له تأثير قوي مما يرجح استخدام القروض في التمويل، ولكن نتيجة المعاملة المميزة للأرباح الرأسمالية تقلل من أهمية الإعفاء الضريبي للفوائد.<sup>159</sup>

<sup>159</sup> Júlio Pan ,op .cit,p 14.

## المحاضرة الثالث عشر: التمويل البنكي للمؤسسات الجزائرية

يشهد الاقتصاد العالمي تطورات سريعة أدت إلى ظهور مجموعة من التغيرات الاقتصادية والبنكية العالمية، التي لها انعكاس واضح على تطور أداء وأعمال البنوك من منظور أن الجهاز البنكي يؤدي دورا حيويا في النظم الاقتصادية والمالية بما له من تأثير ايجابي على التنمية الاقتصادية من خلال تعبئة الموارد المدخرات الكافية والتوزيع الكفاء لهذه المدخرات على الاستثمارات المختلفة، فالبنوك في مجموعها تكوّن حلقة تتفاعل داخلها شتى مجالات النشاط الاقتصادي، وكلما نعى واتسع هذا النشاط ا زدت تبعا لذلك حسابات البنوك وتعددت خدماتها، كما أن البنوك تقوم بدور رئيسي في تطور الدول اقتصاديا واجتماعيا وسياسيا، حيث تقوم بتمويل التنمية الاقتصادية ولقد ظهرت أهميتها منذ القدم حيث كانت تشكل فيما بينها أجهزة فعالة يعتمد عليها في تطوير وتنمية مختلف القطاعات الاقتصادية.

### أولا: الإطار العام للتمويل البنكي:

يمكن تقديم الإطار العام للتمويل البنكي من خلال التطرق الى تعريف التمويل البنكي ومن تم وظائف التمويل البنكي وصولا الى أهمية التمويل البنكي بالنسبة للمؤسسات ومعوقاته.

#### 1.1. تعريف التمويل البنكي:

ظهرت الحاجة للتمويل منذ ان استفحلت الازمة، مع الهبوط الكبير للأسعار في منتصف الثمانينات، ولكن التوجه نحو القطاع الخاص أخذ عدة أساليب إلى أن بلغ مرحلة الاعتماد على التمويل البنكي كأسلوب لتحريك التنمية الاقتصادية في الجزائر.<sup>160</sup>

يقصد بتمويل المؤسسة عموما منحها مختلف الموارد المالية سواء كانت دائمة أو مؤقتة لمزاولة النشاط الذي أسست من أجله استثمارا كان أو استغلالا. التمويل البنكي هي الطريقة التي تقدم بها الاموال اللازمة انجاز المشروع وفقا للمقاييس والشروط اللازمة والمتفق عليها إنجاز هذا المشروع وإعداد برامجه الاستثمارية إذن التمويل يمثل الاساس أو الركن الجوهري المحقق للتنمية الاقتصادية والاجتماعية ويرى الاقتصاديون أن هناك معينين للتمويل:

**المعنى الحقيقي:** يتمثل التمويل في توفير الموارد الرئيسية والمتمثلة في السلع والخدمات وتخصيصه لأغراض التنمية، أو لبناء طاقات إنتاجية، وكذا إنشاء مشروعات استثمارية وتكون رؤوس أموال جديدة .

<sup>160</sup> شاكور القرويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992.



**المعنى النقدي :** يقصد بالتمويل الحصول على الاموال النقدية اللازمة من أجل توفير موارد حقيقية و ذلك بهدف خلق رؤوس أموال جديدة .

وفي الاخير يمكن القول إن التمويل البنكي هو الطريقة التي من خلالها تقدم وتعرض الاموال من طرف المؤسسات البنكية المصارف على المؤسسات الاقتصادية التي تقوم بإنجاز مشروع معين سواء كان خاص أو عام وذلك لغرض التنمية مما يؤدي إلى تحسين الوضعية الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع.

التمويل البنكي هو مجموعة من الوظائف الادارية الخاصة بإدارة خط سير النقود ومدى الالتزام بهذا الخط ومدى قدرة البنك او المؤسسة على تنفيذ الاهداف ومدى القدرة على دفع الالتزامات المالية المترتبة على المؤسسة وتسديدها في الوقت المحدد.<sup>161</sup>

التمويل البنكي هو النواة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسة في توفير كل ما تحتاجه من المستلزمات والأدوات الإنتاجية وتسديد جميع مستحققاتها ونفقاتها.

التمويل البنكي هو البحث عن مصادر الأموال ثم إدارة هذه الأموال بأسلوب علمي وفني في نفس الوقت.

تمثل البنوك أهم شريك بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أنها غالباً ما تتجه إلى تدنية التزاماتها الائتمانية تجاه هذا النوع من المؤسسات؛ نظراً لطبيعتها الحساسة تجاه عدم تماثل المعلومات بينها وبين البنوك، والتي من شأنها أن تضاعف من حدة العجز والخطر المعنوي من جهة، وتضائل من محفزات منح الائتمان من جهة ثانية، فتتأثر تمثل البنوك أهم شريك بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أنها غالباً ما تتجه إلى تدنية التزاماتها الائتمانية تجاه هذا النوع من المؤسسات؛ نظراً لطبيعتها الحساسة تجاه عدم تماثل المعلومات بينها وبين البنوك، والتي من شأنها أن تضاعف من حدة العجز والخطر المعنوي من جهة، وتضائل من محفزات منح الائتمان من جهة ثانية، فتتأثر بذلك العلاقة التي تربط بينهما، ومن ثم تنشأ عوائق التمويل البنكي والتي قد تصل إلى حد التحصيل.

## **2.1. وظائف التمويل البنكي:**

التمويل البنكي يتميز بثلاث (3) وظائف وهي:<sup>162</sup>

<sup>161</sup> علي عباس، الادارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الشارقة، 2008، ص 258.  
<sup>162</sup> أحمد زهير شامية، اقتصاديات النقود والمصارف، منشورات حلب، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، حلب، سوريا، 2000.

- وظيفة الإنتاج: أصبح اللجوء إلى البنوك أمراً ضرورياً وذلك لتزايد احتياجات الاستثمار الإنتاجي لتمويل العمليات الاستثمارية مما يستوجب توفير قدر كبير من رؤوس الأموال، كما نجد البنوك تقوم بدور الوساطة بين المدخرين والمستثمرين لتسهيل وزيادة الاستثمار.
- وظيفة تمويل الاستهلاك: يمكن الحصول على السلع الاستهلاكية عن طريق الائتمان الذي يوظفه البنك وهذا عند عجز الفرد عن توفيره عن طريق الدخل، أي حصول المستهلكين على السلع الاستهلاكية حالياً مقابل دفع مستقبلي حسب مدة الائتمان.
- وظيفة تسوية المبادلات: يستخدم الائتمان بصورة واسعة في تسوية المبادلات وإبراء الذمم بين مختلف الأطراف، وهذه التسوية تتم بشيكات كوسيلة للتبادل مع اعتماد أقل للبنوك الحاضرة في القيام بهذه المهمة.

### 3.1. أهمية التمويل البنكي بالنسبة للمؤسسات ومعوقاته:

بالرغم من التنوع الكبير الذي يحصل في المشاريع الاستثمارية، إلا أنها تحتاج إلى التمويل المالي لكي تستمر وتنمو وتتطور، حيث يعد المال أحد أهم المقومات التي تحافظ على استمرارية المشاريع والذي يعتبر بمثابة الماء الذي يروي المشروع.

#### \* أهمية التمويل البنكي: للتمويل البنكي أهمية كبيرة تتمثل في:<sup>163</sup>

- ✓ العمل على توفير رؤوس الأموال لدعم المشاريع وتطويرها وإنشائها، والتي تساعد في توفير العديد من فرص العمل وتقليل البطالة، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية.
- ✓ العمل على تحقيق الرفاهية للمجتمع بشكل عام وللأفراد بشكل خاص، وذلك عن طريق توفير فرص العمل للأفراد وتوفير الأموال بين أيديهم ومساعدتهم على تحقيق جميع حاجاتهم الأساسية، وكذلك قد يصلوا إلى تحقيق رغباتهم الرفاهية، فعندما يملك الفرد الأموال التي تسد حاجاته الأساسية عندها يتجه إلى الكماليات والرفاهية.
- ✓ يعتبر التمويل بمثابة الدورة الدموية في المؤسسة حيث يجب أن تصب الأموال بدقة في القنوات المختلفة حتى تحقق الأهداف.
- ✓ يسهل ويؤمن عملية انتقال الفوائض النقدية والقوى الشرائية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض التي يكون لها عجز مالي.

<sup>163</sup> محمد توفيق سعودي، الوظائف غير التقليدية للبنك التجاري، دار الأمين للنشر والتوزيع، القاهرة، 2002.

✓ يوفر المبالغ النقدية اللازمة للوحدات الاقتصادية ذات العجز في أوقات عجزها، ويحقق نمو اقتصادي مقبول وتنمية شاملة.

✓ يساهم التمويل البنكي في تحقيق أهداف المؤسسة لتحديد أو تحسين رأس المال الثابت للمؤسسة أو استبدال المعدات والآلات.

✓ يعتبر أيضا وسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة لتواجه احتياجاتها الخارجية والخروج من حالة العجز المالي.

### \* معوقات التمويل البنكي:

ترتبط مقدرة البنوك على التمويل والزيادة في حجمه، من خلال مقدرة هذه الأخيرة على النمو والتطور وإمكانية مواكبة التحولات الاقتصادية الجديدة وعلى المنافسة المفتوحة في مجال الخدمات والمنتجات المصرفية، وسنحاول من خلال هذا العنصر التعرض لاهم المعوقات التي تعترض التمويل البنكي الجزائري للمؤسسات الاقتصادية، حيث تتمثل في عدة عوائق منها:<sup>164</sup>

☒ شفافية المعلومات : وهذا راجع إلى ضعف الإدارة في إنتاج و تبليغ معلومات شفافة و ذات ارتباط مع طبيعة القرض المطلوب.

☒ شخصية و سلوك المسير : يرتبط هذا العامل ارتباطا وثيقا بعدم تماثل المعلومات بين المقترض والمقرض.

☒ ضعف الضمانات : أغلبية المؤسسات لا تملك ضمانات رسمية أو مستندات قانونية تكفي لتلبية قيمة التمويل الممنوح لها من طرف البنوك.

☒ ارتفاع درجة المخاطرة : تتسم بارتفاع درجة المخاطر نظرا لطبيعة تكوينها و ضعف المراكز المالية لها.

☒ العلاقة العكسية بين القرض و تكلفة المشروع : إن تكاليف دراسة القرض في البنك مرتفعة في حالة تمويل المؤسسات مقارنة بمبلغ القرض.

☒ محدودية حجم و نوع التمويل : عادة ما تكون حجم القروض الممنوحة من البنوك التجارية محدودة و غير كافية لتنمية المؤسسات مع نقص شديد في تمويل طويل الأجل.

ثانيا التمويل البنكي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية:

### 1.2. السياسة التمويلية في الاقتصاد المخطط (1962-1990):

<sup>164</sup> محمد عبد الفتاح الصرفي، ادارة البنوك، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2014.

أولاً: الفترة الأولى : (1962-1971): ويمكن أن نقول أنها مرحلة إقامة جهاز مصرفي جزائري ولقد كان من الأهداف الأساسية، حيث بعد الاستقلال ورثت الجزائر عن النظام الاستعماري نظاما بنكيا يتجاوز 20 بنكا للجزائر المستقلة في الميدان المالي تأمين هذا النظام البنكي الأجنبي، وتأسيس نظام بنكي وطني تسيطر عليه الدولة، ويضطلع بتمويل التنمية، ومن الأسباب التي تكون قد كرسست هذه الرؤية ودعمت هذا التوجه وسرعة هذا المسار، هو رفض البنوك الأجنبية القيام بتمويل عمليات التراكم الاستثمار التي تقوم بتا المؤسسات الوطنية، واقتصارها إلى حد كبير على تفضيل تمويل عمليات الاستغلال للمؤسسات التي تتمتع فقط بملاءة مالية جيدة وتمويل عملية التجارة الخارجية، وقد وجد البنك المركزي نفسه في غالب الأحيان عاجزا عن التحكم في هذه البنوك وإلزامها على القيام على تمويل الاقتصاد الوطني.

وفي هذه المرحلة كان على المؤسسات أن تضمن تمويل استثماراتها عن طريق البنك المركزي وكذا المصارف التجارية، لكن سرعان ما تبين أن الصندوق الجزائري للتنمية جهاز ممرکز لاستثمارات المؤسسة حتى ولو تضمن التمويل الأولي، حيث واجهت هذه الأخيرة مشكلة عدم قدرتها في الحصول على قروض من البنوك التجارية، وهذا الرفض يعود إلى تخوف البنوك من المخاطر، بالإضافة إلى أن القروض تتم حسب ميزانية المعدات التي من المفروض أن يسيرها الصندوق الجزائري للتنمية من خلال الأموال التي يتقاضاها من الخزينة، ولكن لوحظ أن الصندوق الجزائري للتنمية يعتبر وسيط بين خزينة الدولة والمؤسسات العمومية، إذ ساهمت في إنشاء المؤسسات الجزائرية الأولى وفي القيام ببعض عمليات الخزينة العمومية التي تتعلق بتسيير ميزانية التجهيز إلى غاية 1960

ونظرا للعجز الكبير الذي كان يسود المؤسسات العمومية التي كانت تعاني اختلال في بنيتها منذ بداية نشاطها، فان مواصلة عملية تمويل هذه الأخيرة تطلبت من البنوك التجارية اللجوء المتزايد إلى صلفات البنك المركزي والاستدانة الخارجية للحصول على الموارد الناقصة، فيتم توفير السيولة عن طريق الإصدار النقدي بدون مقابل، ودون مراقبة القروض الموزعة، سواء على مستوى الخزينة أو من طرف مديرية التخطيط للذين تجاوزتهما ضخامة هذا العمل.<sup>165</sup>

ومن مميزات نظام التمويل في هذه الفترة لقد كان الأمر الذي ميز هذه الفترة، هو البحث عن كيفية ضمان استمرار تمويل الاقتصاد الوطني أمام قلة الموارد المالية من جهة، وعدم قيام القطاع المصرفي الأجنبي بدوره من جهة أخرى، لكن أسلوب التمويل المنتهج تميز بتعارض طرق التمويل مع أهداف التنمية أهداف القطاع المصرفي وأهداف المؤسسات الوطنية ويمكن تلخيص مميزات سياسة التمويل في النقاط التالية:

<sup>165</sup> طاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.

❑ غياب القرض المصرفي في تمويل المؤسسات وتكفل الخزينة بذلك.

❑ اعتبار التسبيقات التي تمنحها الخزينة للمؤسسات العمومية بمثابة هبات.

❑ عدم إعطاء الأهمية لتكاليف المشروع ولمردودية رؤوس الأموال من طرف الأعوان الاقتصاديين مؤسسات

عمومية، هيئات قرض.

ثانيا: الفترة الثانية: (1962-1971): لقد كانت اغلب الاستثمارات تمول في هذه الفترة عن طريق القروض والتي

يمكن تحديدها فيما يلي

✓ قروض بنكية متوسطة الأجل تتم بواسطة سندات قابلة للخصم لدى البنك المركزي

✓ قروض طويلة الأجل ممنوحة من طرف مؤسسات مالية متخصصة مثل البنك الجزائري للتنمية وتمثل مصادر هذه

القروض في الإيرادات الجنائية، وموارد المدخرات المعبأة من طرف الخزينة، والتي منح أمر تسييرها إلى هذه

المؤسسات المتخصصة.

✓ التمويل عن طريق القروض الخارجية تكون مكتنبة من طرف الخزينة والبنوك والمؤسسات الاقتصادية، بتصريح

مسبق من طرف وزارة المالية.<sup>166</sup>

ثالثا: الفترة الثالثة: (1986-1990): وهي مرحلة الإصلاح المصرفي واستقلالية البنوك، ففي هذه الفترة عرف

الاقتصاد مرحلة كساد حاد، بفعل ندرة الموارد التمويلية بفعل الهزة النفطية، واتضح ذلك جليا في محافظ المصارف

التجارية التي أصبحت تحتوي على ديون المؤسسات العمومية المشكوك في تحصيلها، وقد تكون منعدمة، مما أدى إلى

تكبد الجهاز المصرفي خسارة معتبرة كان نتيجتها انخفاض السيولة ومن خلال كل هذه الأسباب جعل السلطات العليا

تعيد النظر في دور البنوك وكيفية أداء مهامه من خلال صدور قانون القرض والبنك في 19/08/1986 لإدخال تغيير على

الوظيفة البنكية، وتوحيد الإطار القانوني الذي تسيير عليه البنوك العمومية، لتقوم على مبادئ الربحية، المردودية،

الأمان في منح القروض حيث مكن هذا القانون من استفادة البنك المركزي من وظيفته كبنك للبنوك وإدخال مفهوم

الخطر البنكي وفصله عن البنوك التجارية كمقرض أخير مع تقليص دور الخزينة في تمويل الاستثمارات، وتولى الجهاز

المصرفي تلك المهام. غالبا أن هذا الإصلاح لم يرق لتحقيق الأهداف المسطرة له، وبقيت القروض تنتقل إلى المؤسسات

العمومية بقرارات إدارية دون أن تكون للبنوك القدرة على الرفض، مما أدى إلى زيادة الديون المشكوك فيها وأعباء

<sup>166</sup> العلي أسعد حميد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 201

القروض، وعجز البنوك التجارية على تقديم السيولة للمؤسسات العمومية، مما تطلب حال جذريا وإصلاحا شاملا أتى مع بداية التسعينيات.

## 2.2. التمويل البنكي في ظل التحرير المالي (ما بعد 1990):

يعتبر صدور القانون المتعلق بالنقد والقرض بتاريخ 14/04/1990، بمثابة الوثبة النوعية في تجسيد عملية الإصلاحات الاقتصادية التي وضعتها الجزائر للانتقال من اقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، حيث جاء قانون النقد و القرض الإصلاح الجهاز المصرفي وإعطاء المهام الحقيقية لكل من الخزينة العمومية والبنك المركزي، والبنوك التجارية وكذا تحديد العالقة بصفة واضحة بين مختلف الفاعلين في النظام البنكي و المالي ويعتبر إصلاح النظام المصرفي من أهم مشاريع الإصلاح الجاري مباشرتها في الجزائر ضمن مجموعة الإصلاحات الاقتصادية الأخرى، وتستمد عملية الإصلاح المصرفي أهميتها كون القطاع يشكل احد أهم العوامل التي تحدد مستقبل العالقات الاقتصادية بين الجزائر وشركائها الاقتصاديين، فالعمل المصرفي لم يعد محصورا في نطاق ضيق التطبيق بين مجموعة من المتعاملين، بل أصبح قطاعا يؤثر في سلوكيات الأفراد والمؤسسات على اختلافها، وهو يسعى لتوفير الظروف الملائمة التي تسمح للاقتصاد بالتطور و النمو وتحقيق الاستقرار الضروري لإحداث التنمية الاقتصادية .

## ثالثا: المصارف والمؤسسات المالية الناشطة في الجزائر 2023:

عرفت مؤشرات الوساطة المصرفية والعمق المالي، والصلابة ومردودية القطاع المصرفي تطورا حسنا بالعموم<sup>167</sup>.

### 1.3. مؤشرات الوساطة المصرفية:

مع دخول بنك جديد حيز الخدمة، وهو البنك الوطني للإسكان، المعتمد في 29 ديسمبر 2022 ، يضم النظام المصرفي الجزائري في نهاية ديسمبر 2022، 28 بنكا ومؤسسة مالية، مقرهم الاجتماعي كلهم بالجزائر العاصمة. ويجدر الإشارة إلى أن 12 من البنوك، من أصل 20 بنكا، تقدم منتجات وخدمات تابعة للتمويل الإسلامي.

تتوزع المصارف والمؤسسات المالية حسب طبيعة نشاطها على النحو التالي:

- ✓ سبعة (07) بنوك عمومية.
- ✓ ثلاثة عشر (13) بنكا خاصا برأس مال أجنبي بما في ذلك بنكا مختلط رأس المال.
- ✓ مؤسستان (02) ماليتان عموميتان.

<sup>167</sup> بنك الجزائر، التقرير السنوي 2022، سبتمبر 2023، ص 55.

- ✓ خمسة (05) مؤسسات متخصصة في الايجار المالي من بينها ثلاثة (03) عمومية.
- ✓ تعاضدية (01) واحدة للتامين الفلاحي، معتمدة للقيام بالعمليات المصرفية والتي اتخذت صفة مؤسسة مالية.
- من هذا المنطلق، كان لزاما علينا قبل كل ذلك التعرف على البنوك العامة والخاصة الموجودة في الجزائر وذلك بهد الامام بموضوع التمويل البنكي للمؤسسات وبذلك تقديم البنوك الفعلية والموجودة حاليا لتوفيره.

#### الجدول رقم 05: البنوك العامة في الجزائر.

رمز البنك	ملكية البنك	اسم البنك	صورة البنك
BNA	الدولة	البنك الوطني الجزائري	
BEA	الدولة	بنك الجزائر الخارجي	
BDL	الدولة	بنك التنمية المحلية	
BADR	الدولة	بنك الفلاحة والتنمية الريفية	
CPA	الدولة	القرض الشعبي الجزائري	
CNEP	الدولة	الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط	
CNMA	الدولة	الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على المواقع الرسمية للبنوك.

#### الجدول رقم 06: البنوك الخاصة في الجزائر.

رمز البنك	ملكية	اسم البنك	صورة البنك
Al Baraka	بحريني جزائري	بنك البركة الجزائر	
Bank ABC	بحريني جزائري	المؤسسة المصرفية العربية الجزائر	
Arab Bank Algeria	أردني جزائري	البنك العربي الجزائر	
Gulf Bank Algeria	كويتي جزائري	بنك الخليج الجزائر	
Trust bank Algeria	كويتي جزائري	بنك الثقة الجزائر	
Housing Bank for Trade and Finance Algeria	أردني جزائري	بنك الإسكان للتجارة والتمويل الجزائر	
Al Salam Bank	البحرين	بنك السلام الجزائر	
Citibank	أمريكي	سي تي بنك الجزائر	
HSBC Algeria	بريطاني	إتش إس بي سي الجزائر	
Natixis - Banque	فرنسي	بنك ناتكسيس الجزائر	



 <b>SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ALGERIE</b>	سوسيتيه جنرال الجزائر	فرنسي	<b>Société Générale Algérie</b>
 <b>BNP PARIBAS El Djazaïr</b>	باريبا الجزائر	فرنسي	<b>BNP Paribas el Djazair</b>
 <b>CRÉDIT AGRICOLE</b>	قرض الفلاحة وبنك المؤسسات الاستثمارية الجزائر	فرنسي	<b>Crédit agricole CIB</b>

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على المواقع الرسمية للبنوك.

تتوزع في نهاية 2022، تضم شبكة المصارف في الجزائر 1626 وكالة منها 1226 وكالة تابعة للمصارف العمومية و400 وكالة تابعة للمصارف الخاصة، على مستوى إجمالي وكالات البنوك، نجد 69 وكالة مخصصة حصرياً للتمويل الإسلامي نهاية عام 2022 مقابل 58 وكالة مع نهاية عام 2021. من جهتها خصصت البنوك العمومية 10 وكالات للتمويل الإسلامي مع نهاية عام 2022، بينما وصل عدد وكالات البنوك الخاصة 59 وكالة، منها 54 وكالة للبنوك للبنكين المتخصصين في التمويل الإسلامي فقط و 5 وكالات للبنوك التجارية الأخرى.

أما بالنسبة للمؤسسات المالية، فقد بلغ عدد وكالاتها، 99 وكالة في نهاية 2022 مقابل 98 وكالة نهاية 2021. سجل إجمالي وكالات النظام المصرفي والمؤسسات المالية لعام 2022، 1725 وكالة مقابل 1702 وكالة في عام 2021، أي ما يمثل وكالة واحدة لأجل 26551 شخص في 2022 مقابل 26675 شخص في 2021

الجدول رقم 07: المصارف والمؤسسات المالية الناشطة في الجزائر 2022.

2022	2021	2020	2019	2018	
20	19	20	20	20	(أ) المصارف
7	6	6	6	6	البنوك العمومية
13	13	14	14	14	البنوك الخاصة
8	8	8	8	8	(ب) المؤسسات المالية
6	6	6	6	6	المؤسسات المالية العمومية
2	2	2	2	2	المؤسسات المالية الخاصة
28	27	28	28	28	(ج) المجموع

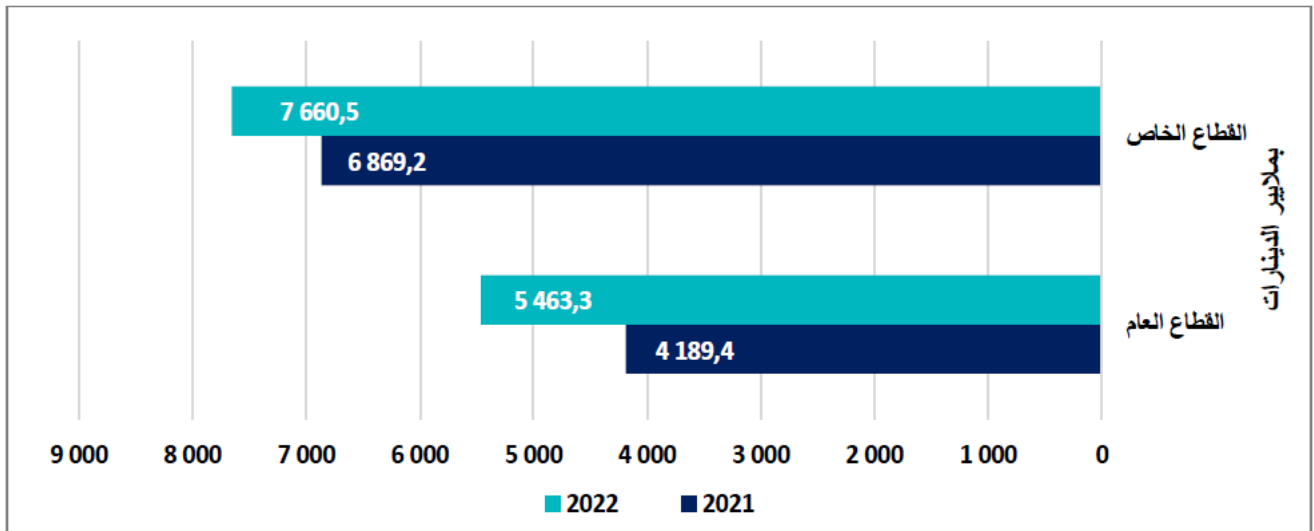
المصدر: بنك الجزائر، التقرير السنوي 2022، سبتمبر 2023، ص 53.

اجمالا، ارتفع عدد وكالات كل من المصارف ومركز الصكوك البريدية إلى 5 769 وكالة، لتسجل نسبة السكان العاملين إلى الوكالات ارتفاعا طفيفا، أي ما يعادل وكالة واحدة لكل 2 319 شخص في سنة 2022 مقابل 2 325 شخصتم تقديرها في سنة 2021.<sup>168</sup>

### 2.3. تطور الودائع في البنوك حسب القطاع القانوني لسنتي 2021 و2022:

حسب القطاع المؤسساتي، يظهر تطوّر إجمالي ودائع المؤسسات العمومية والهيئات العمومية الأخرى نهاية ديسمبر 2022 شبه مماثلا لعام 2021 حيث ارتفعت الودائع بنسبة 30,4٪ مقابل 31,3٪ نهاية عام 2021. انتقلت هذه الودائع من 4 189,4 مليار دينار نهاية 2021 إلى 5 463,3 مليار دينار نهاية 2022، بالإضافة أنها تمثلت 37,6٪ من إجمالي الودائع المصرفية المجمعة مقابل 33,6٪ نهاية 2021. هذه الزيادة هي ناتجة بصفة أساسية عن الزيادة الملحوظة لودائع تحت الطلب للمؤسسات العمومية بنسبة 25,4٪ نهاية 2022 مقابل نمو بنسبة 45٪ نهاية 2021. أما بالنسبة للودائع لأجل للمؤسسات العمومية والهيئات العمومية الأخرى، فهي في تزايد كبير حيث أحرزت نموًا فاق 37,3٪ في سنة 2022 مقابل نمو قدره 16,2٪ سجّل خلال سنة 2021.

### الشكل رقم 19: تطور الودائع في البنوك حسب القطاع القانوني لسنتي 2021 و2022.



المصدر: بنك الجزائر، التقرير السنوي 2022، سبتمبر 2023، ص 57.

بالنسبة لحصة الودائع لأجل في إجمالي ودائع القطاع العمومي فقد تقدمت ب 3,7 نقطة مئوية مقارنة بعام 2021

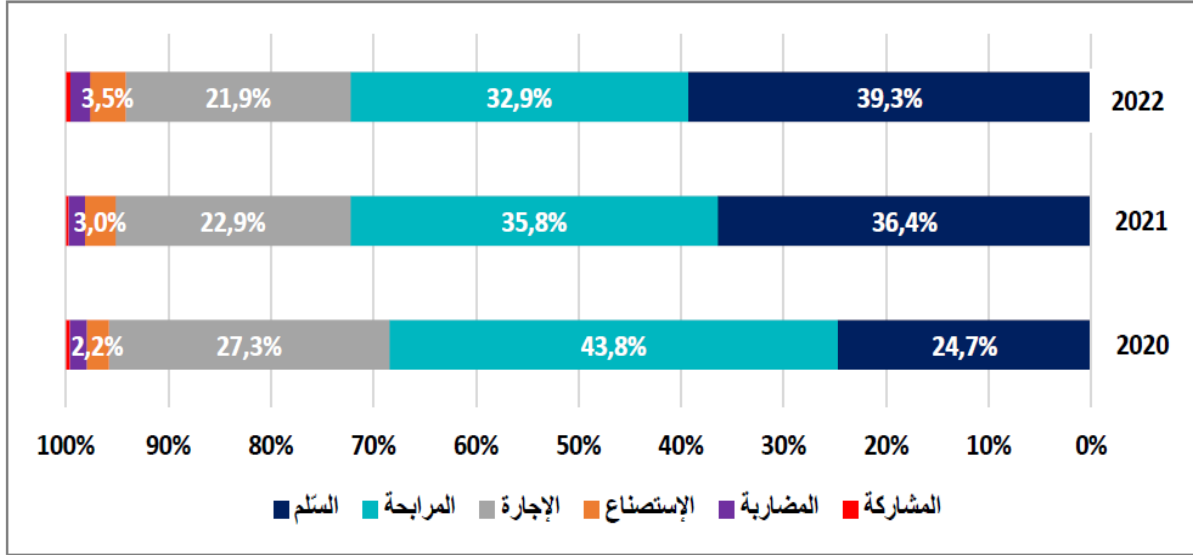
37,9٪ خارج الودائع المخصصة كضمان) لتسجل بذلك 41,6٪ نهاية عام 2022

<sup>168</sup> بنك الجزائر، التقرير السنوي 2022، سبتمبر 2023، ص 57.

### 3.3. منتجات التمويل في البنوك الجزائرية:

فيما يتعلّق بالمنتجات التمويليّة، بلغ قائمها نهاية سنة 2022 قيمة 381,7 مليار دينار مقابل 358,3 مليار دينار نهاية سنة 2021، بزيادة قدرها 6,5٪. ويعدّ هذا النّمو أقل من النّمو المسجّل خلال السّنة السّابقة والذي كان بنسبة 18,5٪.

الشكل رقم 20: هيكل قائم منتجات التمويل.



المصدر: بنك الجزائر، التقرير السنوي 2022، سبتمبر 2023، ص 64.

خلال سنة 2022، سجّل المبلغ القائم لعمليات التمويل من قبل المصارف العموميّة ارتفاعا بمقدار 3,4 مليار دينار مقارنة بسنة 2021، بحيث انتقل من 1,7 مليار دينار نهاية سنة 2021 إلى 5,1 مليار دينار نهاية سنة 2022 ومع ذلك، لا تزال حصّتها في إجمالي التمويل منخفضة للغاية حيث تمثّل نسبة 1,3٪ فقط سنة 2022 وتجدر الإشارة إلى أنّ منتجي "المرابحة" و"الإجارة" لا يزالان المنتجين الوحيدين للتمويل الإسلامي التي تسوّقهما المصارف العموميّة.

من ناحية أخرى، ومع وجود مجموعة واسعة من المنتجات المخصّصة للتمويل الإسلامي، تظلّ حصّة المصارف الخاصّة في تمويل المنتجات الإسلامية مهمّة جدا خلال سنة 2022 بمعدّل 98,7٪ لتصل إلى مبلغ قدره 376,6 مليار دينار نهاية سنة 2022 مقابل 356,6 مليار دينار خلال السّنة السّابقة.

يظهر تحليل هيكل التمويل حسب المنتج خلال سنة 2022 هيمنة ثلاثة منتجات "السّلم"، "المرابحة" و "الإجارة". في المقابل، فإنّ منتجات "المشاركة"، "المضاربة" و "الإستصناع" هي الأقلّ تسويقا من قبل المصارف. حيث، نهاية سنة 2022، ارتفع التمويل بمنتج "السّلم"، الذي يمثّل حصّة 39,3٪ من إجمالي التمويل مقابل 36,4٪ خلال سنة 2021.

## المحاضرة الرابع عشر: تمويل المؤسسة -دراسة حالة-

### حالة الصندوق الوطني للتأمين على البطالة CNAC

يعد من الملاحظ هنا أن سياسة التمويل تحتل مكانة عظيمة في صياغة الاستراتيجية المالية للمؤسسة، ولذلك تختلف مصادر التمويل الداخلية والخارجية، حيث يكتسب نشاط التمويل في المؤسسة أو في الشركات أهمية كبيرة بل ويمكن اعتباره من ضمن العناصر الأساسية المتحكمة في نشاط المؤسسة نفسها.

إن مسألة التمويل من أعقد المسائل التي تواجه المسير المالي في المؤسسة، إذ تقع على عاتقه عملية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة. فإذا كانت النظرية المالية التقليدية تهتم فقط بكيفية تدبير والحصول على الأموال الضرورية لاستمرار نشاط المؤسسة، فإن النظرية المالية الحديثة أصبحت تهتم إلى أبعد من ذلك بالطرق والكيفيات التي تمكن من الحصول على هذه الموارد المالية بأقل التكاليف الممكنة.

لقد أصبح من الضروري على المسير المالي، عند تحديد سياسة التمويل التي يتبعها للحصول على الأموال، وقبل اتخاذ قرار التمويل، التفكير في جملة المتغيرات التي تحكم وتحدد عملية التمويل، إذ تسعى المؤسسة إلى امتلاك وسائل التمويل المناسبة واللازمة لتحقيق نشاطاتها وتغطية احتياجاتها من الأموال.

#### أولاً: ماهية الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة CNAC:

##### 1.1. تقديم الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة CNAC:

يقصد الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة: هي مؤسسة عمومية ذات تسيير خاص طبقاً للمقرر التنفيذي رقم 94 / 187 المؤرخ في 06 جويلية 1994 الحامل القانون التأسيسي للصندوق الوطني للتأمين عن البطالة حيث يسير الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة 03 أجهزة هي:

▪ التأمين عن البطالة: يغطي الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة "البطالة اللاإرادية" المترتبة عن أسباب اقتصادية ويسير الاداءات المخصصة في هذا المجال.

يعد جهاز التأمين عن البطالة بمثابة استجابة وجمية لوضعية البطالة الناجمة بصفة لا ارادية ولأسباب اقتصادية حيث يقوم الصندوق الوطني لتأمين عن البطالة بتسديد تعويض شهري لفائدة مستدفيه مع ضمان لهم تغطية اجتماعية وطبية.

■ جهاز إحداث النشاطات: وتوسيعها من طرف البطالين البالغين من العمر ما بين 30 و55 سنة من خلال التوجيه، المرافقة، التمويل والمتابعة.

■ جهاز دعم ترقية الشغل: يشارك الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة في سياسة دعم وترقية التشغيل من خلال التكفل بخفض اشتراكات أرباب العمل فضلا عن تشجيع التكوين وإعانة التشغيل.

منذ تاريخ إنشائه سنة 1994 كمؤسسة عمومية للضمان الاجتماعي (تحت وصاية وزارة العمل والتشغيل والضمان الاجتماعي) تعمل على "تخفيف" الآثار الاجتماعية المتعاقبة الناجمة عن تسريح العمال الأجراء في القطاع الاقتصادي وفقا لمخطط التعديل الهيكلي، عرف الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب) في مساره عدة مراحل مخصصة للتكفل بالمهام الجديدة المخولة من طرف السلطات العمومية.

■ تعويض البطالة: ابتداء من سنة 1994، شرع الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب) في تطبيق نظام تعويض البطالة لفائدة العمال الأجراء الذين فقدوا مناصب شغلهم بصفة لا إرادية ولأسباب اقتصادية ومن مهن الصندوق الأولى، دفع تعويض البطالة الذي استفاد منه لغاية أواخر سنة 2006:

✓ أكثر من 189.830 عاملا مسرّحا من مجموع 201.505 مسجّلا، أي بنسبة استيفاء 94 بالمائة.

✓ يناهز عدد المستفيدين الذين تمّ توقيف تعويضاتهم جراء عودتهم إلى العمل بعقود محدّدة المدّة أو بقاءهم بالمؤسّسات المؤهلة للتصفية 5.275 مستفيدا.

✓ أكبر موجة تسجيل في نظام التأمين عن البطالة تمّت في الفترة الممتدّة بين سنتي 1996 و1999 التي سايرت تنفيذ إجراءات مخطط التعديل الهيكلي، عند ذلك، بدء منحى الانتساب في التقلص.

## 2.1. الإجراءات الاحتياطية:

انطلاقا من سنة 1998 إلى غاية سنة 2004، قام الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص و ت ب) بتنفيذ إجراءات احتياطية بإعادة إدماج البطالين المستفيدين عن طريق المرافقة في البحث عن الشغل و المساعدة على العمل الحرّ تحت رعاية مستخدمين تمّ توظيفهم و تكوينهم خصيصا ليصبحوا مستشارين-منشطين على مستوى مراكز مزودة بتجهيزات و معدّات مخصصة لهذا الشأن، بهذا تمّ تسجيل النتائج الآتية:

☒ أكثر من 11.583 بطّالا تمّ تكوينهم من طرف المستشارتين-المنشطين في مجال تقنيات البحث عن الشغل.

☒ أكثر من 2.311 بطّالا تمت مرافقتهم في إحداث مؤسّساتهم المصّغرة.

☒ أكثر من 12.780 بطلًا تابعوا منذ سنة 1998 تكوينات لاكتساب معارف جديدة تؤهلهم لإعادة الإدماج في

حياتهم المهنية.

### 3.1. الوكالة الولائية للصندوق الوطني للتأمين عن البطالة بسعيدة:

تعد الوكالة الولائية للصندوق الوطني للتأمين عن البطالة في الصنف الثالث من خلال التصنيف الإداري تابعة للقطب الغربي وهران(1)، تقع بعاصمة الولاية توظف 41 عامل مبينة في الجدول الآتي حسب متغير الجنس ومنصب العمل كتابع:

الجدول رقم 08: التصنيف الإداري للوكالة.

المجموع	أعوان التنفيذ	أعوان التحكم	الإطارات المتوسطة	الإطارات السامية	منصب العمل
التكرارات	التكرار	التكرار	التكرار	التكرار	الجنس
30	06	05	19	01	ذكور
11	00	00	10	00	إناث
41	06	05	29	01	المجموع

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات المقدمة من طرف الوكالة.

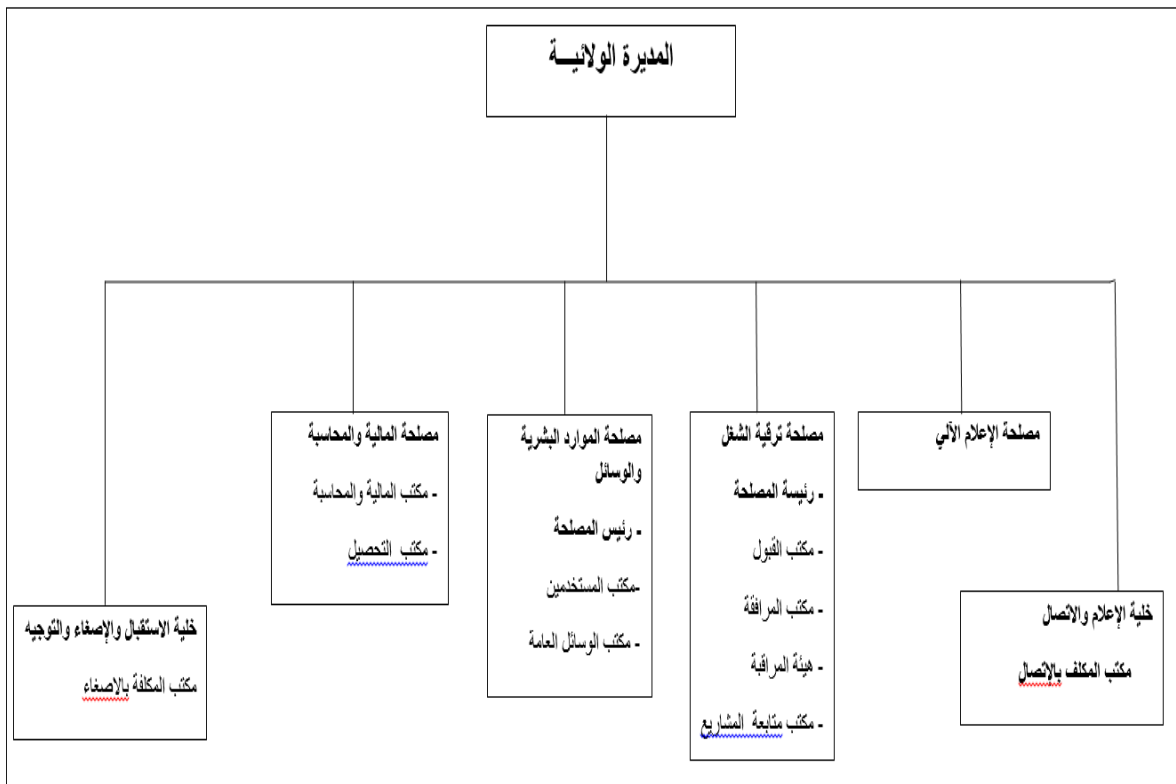
يعتبر الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة من أهم أجهزة دعم التشغيل واستحداث مناصب عمل بالإضافة إلى أجهزة أخرى، مثل... ANSEM, ANEM, ANGEM؛ حيث يستفيد صاحب المشروع الممول من طرف CNAC من مجموعة من الامتيازات الجبائية والمساعدات المالية خلال مراحل انجاز واستغلال المشروع؛ مجموع المشاريع الممولة خلال فترة الدراسة بلغ 1410 مشروع ممول؛ من مجموع الملفات المودعة و المقدره ب:5115 ملف كما ان إقبال الرجال أكبر من إقبال النساء على إقامة المشاريع الاستثمارية الممولة من طرف الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة لولاية سعيدة.

يحتل قطاع النقل وقطاع الخدمات المراتب الأولى لذوي المشاريع الممولة من طرف الصندوق الوطن للتأمين عن البطالة لولاية سعيدة خلال الفترة المدروسة؛ كما ان ميول بنك الفالحة والتنمية الريفية أكبر عدد من المشاريع بالإضافة الى ان مجموع مناصب الشغل المستحدثة بلغ 1410 منصب؛ فكلما زاد عدد المشاريع الممولة من طرف CNAC سعيدة زادت فرصة خلق مناصب شغل جديدة؛ كما يوجد استحداث لمناصب شغل جديدة من طرف الصندوق الوطن للتأمين عن البطالة كل سنة.

#### 4.1. الهيكل التنظيمي للوكالة:

يمثل الهيكل التنظيمي الموضح في الشكل رقم 01 للوكالة الولائية للصندوق الوطني للتأمين عن البطالة بسعيدة بحث هذا هو المخطط الذي يوضح مراكز ومراتب الموظفين، ويوضح عدد الأقسام والمصالح الموجودة بالمؤسسة. بحيث يندرج هذا الهيكل التنظيمي تحت المخطط العام للوزارة الذي يحدد التقسيمات الإدارية لكل مؤسسة تابعة لوزارة العمل والتشغيل والضمان الاجتماعي بموجب مراسيم تنظيمية التي تحدد عدد ورتب ومراكز الموظفين اللذين قد تم توظيفهم على مستوى المؤسسة.

الشكل رقم 21: الهيكل التنظيمي للوكالة.



المصدر: الوثائق والمعلومات المقدمة من طرف الوكالة.

تضم المؤسسة مكتب المسؤول الأول على المؤسسة في رأس الهيكل التنظيمي وهو المدير الولائي المسؤول عن إدارة الوكالة. ويندرج تحتها ستة مصالح إدارية موزعة توزيعاً أفقياً. وهي خلية الإعلام والاتصال مكتب المكلف بالاتصال. ومصالحة الإعلام الآلي ومصالحة ترقية الشغل الذي يحتوي على أربع مكاتب وهي: مكتب القبول-مكتب المرافقة-هيئة المراقبة-مكتب متابعة المشاريع ومصالحة الموارد البشرية والوسائل التي تحتوي على مكتبين: مكتب المستخدمين-مكتب الوسائل العامة. ومصالحة المالية والمحاسبة الذي يضم مكتبين: مكتب المالية والمحاسبة-مكتب التحصيل. بالإضافة إلى خلية الاستقبال والإصغاء والتوجيه التي تضم مكتب المكلفة بالإصغاء.

### ثانياً: طريقة التمويل من الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة CNAC:

#### 1.2. يتناول تقييم مشروع الاستثمار العناصر المفصلة كما يلي:

- التجيزات والعتاد الجديد الواجب اقتناؤه بالرسم على القيمة المضافة.
- الضمان على كافة المخاطر و/أو متعدد المخاطر محسوبا على اساس مبلغ الاستثمارات المؤمن عليها مع حساب حافة الرسوم.
- صندوق النفقات اليومية الضروري لانطلاق المشروع.
- القرض الاضافي غير مكافئ عند الضرورة، المسعى القرض غير المكافئ.
- مبلغ الاسهام الشخصي يحدد ب 1 بالمتة من المبلغ الاجمالي للاستثمار عندما يكون هذا الأخير قل أو مساويا لـ 5 مليون دينار جزائري و 2 بالمتة من مبلغ الاستثمار عندما يكون اعلى من 5 مليون دينار و اقل او مساوي لـ 10 مليون دينار.
- القرض الغير المكافئ محدد ب 29 بالمتة ن الميل الإجمالي للاستثمار عندما يكون هذا الأخير أقل او مساو لـ 5 مليون دينار وب 28 بالمتة من المبلغ الإجمالي للاستثمار عندما يكون أعلى من 5 مليون دينار وأقل أو مساوي لـ 10 مليون دينار.
- مبلغ القروض البنكية الممنوحة تكون 70 بالمتة من التكلفة الاجمالية للمشروع.
- يحضر الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة الملف المتعلق بالإنشاء أو التوسيع الذي قدمه البطالون دو المشاريع إلى لجنة الانتقاء والتمويل للتصديق عليها وتمويلها بحضور المرافق.

#### 2.2. تنصب لجنة الانتقاء والتمويل للمشاريع على المستوى المحلي:



مهمتها هي بحث المشاريع المعدة من طرف البطالين ذوي المشاريع التصديق عليها في إطار جهاز الدعم لإنشاء نشاطات البطالين ذوي المشاريع البالغين من العمر 30 إلى 55 سنة واتخاذ قرار حول قابلية المشروع للتمويل. وبعد مرور صاحب المشروع عبر لجنة الانتقاء التمويل للصندوق الوطني للتأمين عن البطالة cnac وقبول مشروعه فإنه رسميا قابل للتمويل وبالتالي فإنه سينطلق في إجراءات جديدة تستطيع تحميلها. تُدرس استثمارات البطالين ذوي المشاريع من طرف أعضاء لجنة الانتقاء والاعتماد و التمويل المجتمعة على مستوى كل وكالة ولأئية. وحضور البطال صاحب المشروع أمام هذه اللجنة أكيد.

يتأسس هذه اللجنة مدير الوكالة الولائية للصندوق الوطني للتأمين عن البطالة وهي تتكلف بدراسة المشاريع المقدمة من طرف ذوي المشاريع بتأطير من مصالح الصندوق المختصة، إعطاء رأي حول توافق، نجاعة وتمويل المشروع.

### 3.2. تشكيلة لجنة الانتقاء والاعتماد والتمويل وتتألف ذات اللجان من:

- ✓ ممثل الوالي،
- ✓ ممثل (1) من مديرية التشغيل الولائية،
- ✓ ممثل (1) من الفرع الولائي للمركز الوطني للسجل التجاري،
- ✓ ممثل (1) من مديرية الضرائب الولائية،
- ✓ ممثل (1) من الوكالة الولائية للتشغيل،
- ✓ مستشار-منشط (1) من الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة، مكلف بمرافقة ذوي المشاريع،
- ✓ ممثل (1) من البنوك المعنية (بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، بنك التنمية المحلية (BDL)، بنك الجزائر الخارجي (BEA)، البنك الوطني الجزائري (BNA) والقرض الشعبي الجزائري (CPA)،
- ✓ ممثل (1) من المصالح المالية للصندوق الوطني للتأمين عن البطالة،
- ✓ ممثل (1) من الغرفة المهنية المعنية.

### 4.2. قرارات لجنة الانتقاء والاعتماد والتمويل:

يُمكن إصدار قرارين إثنين (2):

- ☒ **قرار إيجابي:** يسمح بإعداد شهادة القابلية والتمويل تُسلم لصاحب المشروع من قبل الوكالة الولائية للصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب) المختصة إقليميا. في حالة إعطاء أعضاء لجنة الانتقاء والاعتماد والتمويل

"ل.إ.ب.ت" بعض التحفظات، "يُؤجّل" إقرار المشروع. وفي هذه الحالة، يتكفل صاحب المشروع برفع مجمل التحفظات المسجلة لأجل دراسة المشروع من جديد.

❏ **قرار سلمي:** يسمح بإعداد تبليغ الرفض يُسلم لصاحب المشروع من قبل الوكالة الولائية للصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب) المختصة إقليمياً. وفي هذه الحالة، يُمكن لصاحب المشروع تقديم طعن لدى مدير الوكالة الولائية بصفته رئيساً للجنة. ولا يُسمح بالطعن إلا مرة واحدة لدى اللجنة في أجل أقصاه خمسة عشر (15) يوماً: في حالة ما إذا أصدرت اللجنة رأياً إيجابياً عقب دراسة الطعن المودع، يتم تسليم شهادة القابلية والتمويل لصاحب المشروع، في حالة ما تمسكت اللجنة بقرار الرفض، يُمكن لصاحب المشروع تقديم طعن لدى اللجنة الوطنية للطعن المتواجدة بمقر المديرية العامة. ويسمح الرأي الإيجابي الصادر عن اللجنة الوطنية بإعداد شهادة القابلية والتمويل تُسلم للوكالة الجهوية المعنية. وفي حالة الرفض، يتم تبليغ صاحب المشروع من طرف الوكالة الولائية المعنية. وفي جميع الحالات، يُمكن للبطلان صاحب المشروع إنجاز استثمار آخر يُوافق مؤهلاته على أن يُراعى شروط القبول المقررة.

**ثالثاً: مراحل التمويل من قبل الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة CNAC :**

1.3. تكوين البطالين ذوي المشاريع في CNAC:

يتأسس يُخصص تكوين قصير المدى من طرف مصالح الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب) لفائدة البطالين ذوي المشاريع بغرض تحسين قدراتهم ومؤهلاتهم في مجال تقنيات تسيير المؤسسة المصغرة.

#### ■ **غاية التكوين:**

✓ تلقين صاحب المشروع التقنيات القاعدية لتسيير مؤسسة مصغرة.

✓ المواد المنتقاة لهذا التكوين:

✓ المؤسسة ووسطها،

✓ التسويق،

✓ قواعد سير المؤسسة المصغرة،

✓ المحاسبة،

✓ التسيير المالي على مستوى المؤسسة المصغرة،

✓ الضرائب.

يتم استدعاء متدخلين خارجيين (الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية (CNAS)، الضرائب، الصندوق الاجتماعي للعمال غير الأجراء (CASNOS)، البنوك، إلخ) لإعلام البطالين ذوي المشاريع بحقوقهم وواجباتهم وتسلم شهادة المشاركة لصاحب المشروع عند الانتهاء من التكوين.

### 2.3. إيداع ملف التمويل البنكي:

لأجل الحصول على تبليغ الإقرار البنكي: يتعين على صاحب المشروع تقديم الملف بنسختين (2) بحيث تقوم مصالح الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة بتحويل الأصلي إلى البنك المعين لتمويل المشروع. وينبغي أن يكون الملف مؤلف من المستندات التالية:

#### ■ المستندات واجب توفرها كالتالي:

- ☒ طلب تمويل موجه إلى البنك، مُعد من طرف البطال صاحب المشروع (نموذج ص.و.ت.ب).
- ☒ نسخة من شهادات الميلاد رقم 12 أو 14 بالنسبة لمجهولي تاريخ الازيد المضبوط،
- ☒ شهادة أو بطاقة الإقامة،
- ☒ نسخة من شهادة التكوين أو شهادة معادلة تثبت التأهيل،
- ☒ نسخة من شهادة التكوين أو شهادة معادلة تثبت التأهيل،
- ☒ شهادة القابلية والتمويل، معدة من طرف الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب).
- ☒ نسخة من الدراسة التقنية-الاقتصادية، مرفقة بفواتير شكلية: للتجهيزات، العتاد، رأس المال المتداول، البيانات التقديرية لأشغال التهيئة والترتيب المرتقب إنجازها.

### 3.3. تمويل المشروع:

في هذه المرحلة، يباشر صاحب المشروع في تسديد مبلغ إسهامه الشخصي في الحساب التجاري المفتوح لذات الغرض لدى البنك المعين محلّ الدفع.

يُسلم البطال صاحب المشروع الوثائق الآتي ذكرها لمصالح الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب) لتكوين ملف القرض دون فائدة، كما يتألف الملف الخاص بطلب قرض دون فائدة من:

✓ تبليغ الإقرار البنكي (ساري المفعول) (الأصلي).

- ✓ نسخة من كشف التعريف المصرفي (RIB)،
- ✓ نسخة من وصل تسديد الإسهام الشخصي الإجمالي،
- ✓ نسخة من عقد الانخراط ووصل تسديد رسوم الانخراط في صندوق الكفالة المشتركة لضمان قروض الاستثمارات.
- ✓ نسخة من السجل التجاري أو وثيقة معادلة.
- ✓ نسخة من بطاقة الجباية أو رقم التعريف الجبائي،
- ✓ نسخة من شهادة الإشارك في الصندوق الاجتماعي للعمال غير الأجراء،
- ✓ نسخة من عقد إيجار، عقد ملكية أو عقد تحويل أرض فلاحية،
- ✓ نسخة من تصريح بممارسة نشاط أو الاعتماد بما في ذلك المؤقت بالنسبة للنشاطات المصنفة أو المنظمة،
- ✓ محضر معاينة وجود محل أو إقرار العنوان أو محضر وجود أراضي فلاحية معد من طرف المراقب،
- ✓ اتفاقية "صاحب مشروع-مؤرد" موقع قانونا من قبل الطرفين،
- ✓ نسخة من شهادة المشاركة في التكوين الخاص بتقنيات تسيير المؤسسة المصغرة.
- ✓ دفتر الأعباء: هو وثيقة يحدد فيها التزامات صاحب المشروع إزاء الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة.

بعد تسليم الوثائق المؤلفة لملف السلفة غير المكافأة، تقوم مصالح الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب) بإعداد دفتر الأعباء واتفاقية السلفة غير المكافأة ومقرر منح الامتيازات الجبائية في مرحلة إنجاز المشروع التي يتم توقيعها من طرف صاحب المشروع ومدير الوكالة الولائية معاً. فور تسديد السلفة غير المكافأة من طرف مصالح الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب) في الحساب التجاري الخاص بصاحب المشروع، يُباشر البنك بدوره في تسديد القرض البنكي المخصص له. تتمثل هذه الامتيازات في:

- ☒ مراعاة البنود الواردة في دفتر الأعباء،
  - ☒ أداء الضمانات (رهن سيارة، رهن عتاد، ملحق توكيل التأمين المتعدد المخاطر).
  - ☒ اتفاقية السلفة غير المكافأة: هي وثيقة تُحدد شروط استخدامه وتسديده.
  - ☒ مقرر منح الامتيازات الجبائية في مرحلة إنجاز المشروع: هو وثيقة مخصصة لإدارة الضرائب.
- قبل التوقيع على هذه الوثائق (اتفاقية السلفة غير المكافأة ودفتر الأعباء)، يتعين على صاحب المشروع الاطلاع

على الإجراءات والالتزامات الواردة بغرض التقيّد بها.

### 4.3. إنجاز المشروع:

#### 1. اقتناء التجهيزات و/أو المعدات الجديدة وتركيبها:

##### المرحلة 1: طلبية التجهيزات و/أو المعدات:

- إذن التحويل بنسبة 10% مشروط بتقديم لدى الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب) نسخة من اتفاقية القرض المبرمة بين البنك وصاحب المشروع.
- تتجسّد هذه العملية بتسليم الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب) إذن التحويل بنسبة 10% يسمح له بتقديم طلبيته لدى مورد أو عدة موردين.
- يُسلم البنك المعني لصاحب المشروع صك أو صكوك محررة باسم المورد أو الموردين مرفقة بتأمين.

##### المرحلة 2: اقتناء المعدات والأجهزة وتركيبها:

- يتم تسليم إذن التحويل بنسبة 90% لفائدة صاحب المشروع بتقديم شهادة الجاهزية التي يُشار فيها الخاصيات المفصلة للتجهيزات و/أو المعدات الواجب اقتناءها.
- يُسلم البنك المعني لصاحب المشروع صك أو صكوك محررة باسم المورد أو الموردين مرفقة بتأمين.
- خلال مرحلة الإنجاز هذه المحددة بإثنتي عشر (12) شهرا، تُباشر مصالح الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب) في إجراء متابعة بغرض التثبت من تقدّم المشروع المنجز.

##### 2. انطلاق النشاط واستغلاله:

- المرحلة 1: انطلاق النشاط: بدء نشاط المؤسسة المصغرة يسمح لصاحب المشروع بالاستفادة من الامتيازات الجبائية في مرحلة إستغلال المشروع. ولأجل ذلك، يتعيّن على صاحب المشروع إيداع طلب (استمارة- (ص.و.ت.ب)) للحصول على مقرر منح الامتيازات الجبائية في مرحلة إستغلال المشروع (م.م.إ.ج.!) رفقة المستندات التالية:

☒ الفواتير النهائية،

☒ تصريح القيد الجبائي،

☒ نسخة من البطاقة الجبائية،

☒ نسخة من السجل التجاري أو وثيقة معادلة،

☒ نسخة من ترخيص (نهائي أو مؤقت) لممارسة نشاطات منظّمة أو مصنّفة،

✘ نسخة من جدول استيفاء القرض البنكي،

✘ نسخة من عقد ملكية أو كراء محل،

✘ نسخة من بطاقة الصندوق الاجتماعي للعمال غير الإجراء (CASNOS) أو نسخة من وصل مستحقات الإشتراك.

✘ نسخة من البطاقة الرمادية للسيارة تتضمن عبارة "مرهونة لفائدة الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة

(ص.و.ت.ب)" أو نسخة من شهادة رهن العتاد المتنقل،

✘ ملحق توكيل التأمين المتعدد المخاطر لصالح الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب) للصف الثاني،

✘ نسخة من رهن حيازة التجهيزات لصالح الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب) للصف الثاني،

### المرحلة 2: استغلال النشاط:

✘ إزاء هيئات الضمان الاجتماعي: الصندوق الاجتماعي للعمال غير الإجراء (CASNOS) والصندوق الوطني للتأمينات

الاجتماعية (CNAS) (تحيين الاشتراكات)،

✘ إزاء إدارة الضرائب (تصريحات جبائية).

✘ تسديد القروض الممنوحة من طرف البنك (صنف 1) والصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب) (صنف 2).

✘ المتابعة بعد إحداث المؤسسة المصغرة:

✘ تُعد المتابعة "بعد إحداث" المؤسسة المصغرة المبتدئة بمثابة مسعى إلزامي مشخّص.

✘ تتم هذه العملية فور بدء النشاط.

✘ الغاية منها هو الحفاظ على نشاط المؤسسة المصغرة وضمان ديمومتها.

✘ تتضمن المصالح المختصة التابعة للصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (ص.و.ت.ب) دعماً تقنياً وبيداغوجياً في

صيغة نصائح وتوجيهات.

## قائمة المراجع:

### المراجع باللغة العربية:

1. إبراهيم مختار، التمويل المصرفي منهاج اتخاذ القرارات، دار الطباعة الحديثة المصرية، القاهرة، الطبعة 3، 1993،

ص183.

2. أحمد أمين سعد الله، شركات رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار الخاص ودورها التمويلي مع دراسة حالة الجزائر، Revue des Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale n°8/2010، ص 41.
3. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008، ص 27.
4. أحمد جابر بدران، خصائص وضوابط التمويل الإسلامي، بنك الكويت الصناعي، ط 1، الكويت 2007، ص 32.
5. أحمد زهير شامية، اقتصاديات النقود والمصارف، منشورات حلب، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، حلب، سوريا، 2000.
6. احمد عرفة احمد يوسف، الدعم الاقتصادي حقيقته وأنواعه، دار التعليم الجامعي، 2020، ص 44.
7. أحمد معي الدين العجوز، الميراث العادل في الإسلام، مؤسسة المعارف، بيروت، ط 1، 1986، ص 10.
8. إرشيد محمود عبد الكريم، "الشامل في عمليات المصارف الإسلامية"، دار النفائس، عمان، 2007، ط 2، ص 73.
9. الجريدة الرسمية الجزائرية، الامر رقم 03-01، 2003، الصفحة 04.
10. الجريدة الرسمية الجزائرية، المرسوم التنفيذي رقم 20-392، صفحة 8.
11. الجريدة الرسمية الجزائرية، المرسوم التنفيذي رقم 94-188، صفحة 5.
12. العلي أسعد حميد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 201.
13. القران الكريم، سورة الكهف، الآية 19.
14. المرسوم التنفيذي رقم 03-188 المؤرخ في 22 افريل 2003.
15. المرسوم التنفيذي رقم 07-78 المؤرخ في 25 فيفري 2007.
16. الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولات 2023، تاريخ الاطلاع: 2023/11/14  
<http://www.ansej.org.dz/index.php/fr/support/documents>
17. الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الجزء الأول، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 408.
18. بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة sofinance، مجلة الباحث، العدد 05، 2007، ص 10.
19. بريش السعيد: رأس المال مخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الاقتصادية، 2006، ص 05.
20. بريش عبد القادر و بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، أ/قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 10، جوان 2013، ص 13.
21. بشير عباس العلاق، المعجم الشامل لمصطلحات العلوم الإدارية والمحاسبة والتمويل والمصارف، (ط 1)، الدار الجماهيرية للنشر والتوزيع والإعلان، 1425هـ)، ص 213.
22. بعلوج بولعيد، تأجير الأصول الثابتة كمصدر تمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني الأول حول: "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية"، جامعة الأغواط، 08-09 أفريل 2002.
23. بلقلة براهيم، محاضرات في مقياس تمويل المؤسسة، مطبوعة موجهة لطلبة الأولى ماستر علوم اقتصادية تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2021-2022، ص 106.

24. بن عميروش ريمة، الآيات تشجيع الاستثمار في الجزائر في ظل الإصلاحات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، سنة 2012، ص 114.
25. بنك الجزائر، التقرير السنوي 2022، سبتمبر 2023، ص 55.
26. بودرة فاطمة، فعالية الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولات ANADE في بعث الروح في المؤسسات المتعثرة في الجزائر (دراسة تحليلية)، مجلة المقرري للدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 06 العدد 01، 2022، ص 117.
27. بوشوشة محمد، أهمية التمويل غير الرسمي في المؤسسات الاقتصادية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص واقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة سي بلعباس، 2014-2015، ص 12.
28. تلي سيف الدين، سياسات تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 11 العدد 02، 2022، ص 345.
29. حسن العالي، سندات الدين وبدائلها الشرعية في البنوك الإسلامية، مجلة اتحاد المصارف العربية، 2000، المجلد 20، العدد 22، ص 70.
30. حسن علي خربوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، 2012، ص 120.
31. حسين صيام، سياسة دعم الأسعار دراسة عن الإعانات الاقتصادية مع تركيز خاص على التجربة المصرية، أطروحة دكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، 1983، ص 11.
32. حسين عثمان، التوريق المصرفي للدين، اتحاد المصارف العربية، 2002، ص 7.
33. حمزة محمود الزبيدي، ادارة الاتمان المصرفي والتحليل الائتماني، دار الوراق، عمان، 2001، ص 80.
34. حنصال ابو بكر، بن احمد سعدية، استراتيجية الدعم الحكومي المطبقة في الجزائر من منظور الفعالية الاقتصادية وتحقيق العدالة الاجتماعية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعقدة، رقم 08، 2018، ص 11.
35. خوني رابح، حساني رقية، واقع وآفاق التمويل التاجيري في الجزائر وأهميته كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي حول " متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية"، جامعة الشلف، 17-18 أفريل 2006.
36. دراجي كريمو، شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات دراسة حالة الجزائر، جامعة الجزائر، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 09، سبتمبر 2013، ص 343.
37. دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 99.
38. رفقة المحجوب، المالية العامة، دار النهضة العربية للنشر، ط1، 1997، ص 487.
39. رفيق يونس المصري، النظام المصرفي الإسلامي، دار المكتب للطباعة والنشر، مصر، 2001م، ص 13.
40. زراري ميمي، دور رأس مال المخاطر في دعم المشاريع الاستثمارية دراسة مقارنة في الجزائر والمغرب، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة.ماستر أكاديمي، جامعة أم البواقي، 2013-2014، ص 63.
41. زغيب مليكة، استخدام قرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد 07، فيفري 2005، ص 212.
42. زيتوني عمار، التمويل غير الرسمي، مجلة العلوم الانسانية، العدد 09، بسكرة، 2012، ص 10.



43. زينب توفيق السيد عليوة، تقييم أثر الدعم الحكومي في النمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة من 1990 الى 2014، مقال في المجلة بحوث اقتصادية عربية العدد 75-74، 2016، ص 09.
44. سحنون سمير: فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس مال مخاطر، دراسة حالة: تونس، المغرب، الجزائر، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة ابوبكر بلقايد، تلمسان، 2013، ص 107.
45. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل هياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، 1997، ص 55.
46. سوزي عدلي ناشد، الوجيز في المالية العامة، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2000، ص 66.
47. شاكرو القرويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992.
48. شايف عكاشة، مدخل إلى عالم المنهج الإسلامي، ديوان المطبوعات الجامعية، مصر، 1993م، ص 15.
49. شلهوب علي محمد، "شؤون النقود وأعمال البنوك"، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2007، ط 1، ص 435.
50. شوقي اسماعيل شحات، البنوك الإسلامية، المؤسسة الجامعية بالقاهرة، مصر، 2005م، ص 25.
51. شوقي حسن عبد الله، التمويل والإدارة المالية، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، 1984، ص 419.
52. صخر أحمد الخصاونة، عقد التأجير التمويلي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2005.
53. صلاح الدين حسين السيسي، التسهيلات المصرفية للمؤسسات والأفراد، دار الوسام للطباعة والنشر، لبنان، 1998، ص: 200.
54. صوان محمود حسن، "أساسيات العمل المصرفي الإسلامي"، دار وائل للنشر، عمان، 2001، ص 152.
55. صوراية بوريدح، دور البنوك في تمويل وتنمية المؤسسات المصغرة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2005، ص 65.
56. صبيودة إيناس، رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة sofinance، الملتقى الوطني حول: التوجهات الحديثة لسياسات المالية للمؤسسة، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، الجزائر، يومي: 14-15 نوفمبر 2016 ص 86.
57. ضياف علية، حمادة كمال، رأس المال المخاطر: اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة دراسة حالة الجزائر، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 5، 2016، ص 181.
58. طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2019، ص 10.
59. طاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص 57.
60. عادل طه قايد، التأجير التمويلي، البنك المركزي، مصر، 2002.
61. عاشور كتوش، عبد الغني حريري، التمويل بالائتمان الإيجاري، الاكتتاب في عقود وتقييمه-دراسة حالة الجزائر، الملتقى الدولي حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية"، جامعة بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006.
62. عبد الجليل بوداح، بدائل التمويل الخارجي في المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الدورة التدريبية الدولية حول "تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية"، جامعة سطيف، 25-28 ماي 2003.

63. عبد الرزاق الهبتي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 371
64. عبد العزيز جراد: 2020-10-03: تدخل في اختتام اشغال الندوة الوطنية الأولى للمؤسسات الناشئة، "ألجيريا ديسرابت 2020"، الجزائر العاصمة: المركز الدولي للمؤتمرات.
65. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002.
66. عبد الغفار عبد السلام وآخرون، إدارة المشروعات الصغيرة، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، 2001.
67. عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة، إدارة الائتمان، دار وائل للطباعة والنشر، 1999، عمان، الأردن، ص: 102
68. عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2008، ص 50.
69. عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، دار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000.
70. عدنان الهندي وآخرون، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، 1995، ص 14-36.
71. عدنان هاشم السمراني، الإدارة المالية منبرج التحليل الشامل، الجامعة المفتوحة، الطبعة 1997، 2، ص 262.
72. عراب فاطمة الزهراء، صديقي خضراء، دور الدولة في دعم المؤسسات الناشئة بالجزائر الجديدة، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، جامعة بشار، المجلد 08 العدد 01، 2021، ص 45.
73. علاء على على الزغل، فعالية استراتيجية الدعم كآلية لتحقيق العدالة الاجتماعية في مصر، مجلة دراسات في الخدمة الاجتماعية والعلوم الإنسانية، جامعة حلوان، مجلد 13 العدد 31، سنة 2011، ص 6163.
74. علي عباس، الادارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الشارقة، 2008، ص 258.
75. غربي حمزة، السياسات المالية للمؤسسة، مطبوعة دروس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2015-2016، ص 28.
76. فتحي ابراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسيوط، مصر، 2017، ص 25.
77. فؤاد السرطاوي، التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص، دار المسيرة، عمان، ط1، 1999م، ص 97.
78. قدور نبيلة، العرابي حمزة، التمويل برأس المال المخاطر واهم تجاربه في بعض دول العالم (الجزائر، الو م أ، فرنسا، المملكة المتحدة، تونس)، مجلة الدراسات المالية المحاسبية والإدارية، العدد السابع، جوان 2017، جامعة ام البواقي، الجزائر، ص 886.
79. مبارك لسلس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004. ص 190.
80. محمد أحسن الخضير، التمويل، مجمعة لنيل العربية، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2000.
81. محمد توفيق سعودي، الوظائف غير التقليدية للبنك التجاري، دار الأمين للنشر والتوزيع، القاهرة، 2002.
82. محمد عبد الحميد محمد فرحان، التمويل الإسلامي للمشروعات -دراسة لأهم مصادر التمويل، رسالة ماجستير، الأكاديمية العربية لعلوم المالية والمصرفية، كلية العلوم المالية، قسم المصارف، 2010 ص 31.
83. محمد عبد الفتاح الصربي، ادارة البنوك، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2014.

84. محمد مفلح عمد، مقدمة الإدارة المالية والتحليل المالي مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2006، ص1.
85. منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، مصر، 2008، ص10.
86. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1998، ص05.
87. منيرة نوري، البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة والمفاضلة بينها في ظل الإصلاح البنكي دراسة حالة مركب تكرير الملح الوطاية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص: تخصص: نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2004-2005، ص84.
88. محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، الطبعة 2، 1999، ص506.
89. محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة الجزائر، 2016، ص115.
90. محمد شعبان، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة المؤسسة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة احمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2010، ص12.
91. محمد عبد الحليم عمر، التمويل عن طريق القنوات غير الرسمية، دورة تدريبية دولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، 28 ماي 2003.
92. محمد كمال خليل: اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000، ص433.
93. محمد نجاته الله صديقي، المصارف الإسلامية: المبدأ والتصور والمستقبل، مجلة الاقتصاد الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد، 1998، ص7.
94. منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، مصر، سلسلة الفكر الحديث في الهندسة المالية، 2006، ص10.
95. نهلا أبو العز، صناديق للتوريق بضاعتها أوراق مالية وزبائنها مستثمرون افراد، مجلة البورصة المصرية، العدد 275، 2002، ص70.
96. نور الدين خبابة، الإدارة المالية دار النشر، بيروت، لبنان، 1997، ص49.
97. هيثم صاحب عجم، نظرية التمويل، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2016، ص31.
98. والي نادية، النظام القانوني الجزائري للاستثمار ومدى فعاليته في استقطاب الاستثمارات الأجنبية، أطروحة دكتوراه، جامعة مولود معمري، سنة 2016، ص107.
99. وكالة الأنباء والمعلومات الفلسطينية، التمويل والمؤسسات التمويلية... مفهوم وأهداف وسياسات، تاريخ الاطلاع 2023.10.19، الرابط [https://info.wafa.ps/ar\\_page.aspx?id=4327](https://info.wafa.ps/ar_page.aspx?id=4327)
100. وليد المهدي ياسين: 2020-10-03: تصريح للصحافة خلال اشغال الندوة الوطنية الأولى للمؤسسات الناشئة، "ألجيريا ديسرايت 2020"، الجزائر العاصمة: المركز الدولي للمؤتمرات.

1. Antoine BONDUELLE, soutiens et subventions de l'état aux énergies en France, Greenpeace France, Décembre 1998, p09
2. Benamar Zohra : « le crédit –bail (leasing), projet E.S.B », septembre 2000, Alger.p200.201
3. Benedict Clements et al, Government Subsidies: Concepts, International Trends, and .Reform Options, International Monetary Fund, Working Paper, September 1995.page 1.
4. Brueggeman and Fisher, Financial Management: Real Estate Finance and Investment, Irwin, 1997, p.588.
5. Charles gardien, financement, autofinancement et administration des grades entreprise, paris, dallas, 1941 ,p2.
6. Chiha .K, finance D'entreprise approche stratégique, édition houma, Alger, 2009.
7. Christian Marmuse, Gestion De Trésorerie, Librairie Vuibert, Paris 1988, P. 110.
8. Constantin ZOPOUNIDIS ; La Gestion du capital risque ; Edition ECONOMICA ; 1990. ; P112.
9. Cyril DEMARIA ; Introduction au Private Equity ; les base du capital investissement Edition Revue Banque ; 2°Edition ; Paris 2008 ; p58.
10. Denzil Watson , Antony Head ,Corporate finance principles and practice, Seventh edition , England, 2016, p 267.
11. DUPALLENS. G. gestion financière d'entreprise, 11e édition, Ed: Dalloz , Paris, 1997, p 835.
12. Emerging Markets Securitization : opportunities Challenge, Journal Union Arab banks, Lebanon, 2000, N. 238 , P. 130.
13. Emmanuelle dubogage ;(thèse) ; le capital-risque ; édition la découverte ; 2006 ; p 211.
14. Emmanuelle dubogage ; le capital-risque un mode de financement dans un contexte d'incertitude ; p28.
15. ERIC STEPHANY ; la relation capital risque & PME fondement et pratiques ; de boeck ; 2003 ; p17.
16. Fabien provost ; entrepreneurs ; quel private equity pour vous accompagner ? Edition revue banque ; année ; 2009. p 114.
17. Faruk Ahmeti, Burim Prenaj, A critical review of Modigliani and Miller,s theorem of capital structure, International journal of economics, Commerce and management, Vol. III, Issue 6, United Kingdom, 2015,p 916.
18. Farouk Bouyacoub, l'entreprise et le financement bancaire, Casbah éditions, Alger 2000, P 234
19. Farouk hemici, pierre conso, gestion financière de l'entreprise, édition dunod, paris, 2002, p 248.

20. Ghifary D. Rohman, Abdulmajid O. H. Saleh, Anas A. Kassim: Financial Intermediation in Direct and Indirect Financing and Its Role in The Financial System, AL-HIKMAH RESEARCH & PUBLICATION CENTER, 2021, p79.
21. Gille copin ; le capital-risque en France, un mode ou une institution ; revue du financier, 1986 ; p 14.
22. Gilles mougenot ; tout savoir sur le capital investissement ; gualino édition ; paris ; 2007 ; p58.
23. Glen Arnold, Corporate financial management, Fifth edition, Pearson education limited , England, 2013, p 790.
24. Jean lachman ; le seed capital ; une nouvelle forme de capital risque ; édition ; Ecomomica 1992 ; p 06.
25. JIM Mcmenamin, Financial management: an introduction, London, England, 1999, p 511.
26. Julio Pan , Evaluating theories of capital structure in different financial systems: an empirical analysis ,Master's Degree Program (under ex D.M. 270/2004) in Administration, Finance and Control, university of Ca Foscari, Venisia, Italy, A Y 2011/2012, p 11
27. KARYOTIS Catherine, "La crise financière en 40 concepts clés", ed.Revue Banque, France, 2009, p 11.
28. Laurent Batsch, Finance Et Stratégie, Gestion Economica, Paris, Janvier 1999.
29. Lelewis S .Ranieri,The Origins of Securitization ,Edited by Leon ,Kendall and Michael Fishman ,The MIT Press,Cambridge, London, 1996,PP.33-34
30. Lutfa T Ferdous , Capital structure theories in finance research: a historical review, Australian finance & banking review; Vol. 3, No. 1, Published by Centre for Research on Islamic Banking & Finance and Business, USA Australia, 2019,p 13.
31. Marc BEMLONECHE ; Le Capital-Risque ; édition banque ; 2004 ; p33.
32. Marty Rosenblatt, Jim Johnson & Jim Mountain, Securitization Accounting, seventh edition, Deloitte, financial services, 2005.
33. Marty Rosenblatt, Jim Johnson & Jim Mountain, , Securitization Accounting under FASB 140 (The Standard Formerly Known as FASB 125) 1 ST Edition ,Deloitte and Touche , Jan 2001.
34. Maria Chesnokova,Application of Modigliani-Miller theory to banking sector, Economics and Finance. , Université Paris I Panthéon-Sorbonne, UFR 02 sciences économiquesL'année de soutenance : 2014-2015, p10.
35. M.CHERIF & Stéphane DUBREUILLE ; Création de valeur et capital investissement ; édition collection syntaxe ; 2005 ; p194.
36. Mondher CHERIF et Stéphane DUBREUIL : Asymétrie d'information & Financements des PME ; Revue d'économie financier n ° 57 ; 1999 ; p154.
37. Norman Myers and Jennifer Kent, Government sponsored perversity. Review of: Perverse Subsidie, edition BioScience , Vol: 51 No: 5, May 2001, p: 408

38. Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur Antonio Salvi, Corporate finance theory and practice, John Wiley & Sons Ltd, England, 2005, p 660.
39. Peter Brusov, Tatiana Filatova, Natali Orekhova, Mukhadin Eskindarov, Modern corporate finance, Investments, Taxation and ratings, Second edition, Springer nature, Switzerland, 2018, p 19.
40. Pierre BATTINI ; il a exercé pratiquement tout les métier lies au capital risque dans plusieurs établissement connues et renommés tel que SOFINNOVA, ELCTRONOVA, La casse des dépôt , il a également crée l'enseignant du capital risque a PARIS Dauphine et la Sorbonne ( PANTHEON) .
41. Richard L.Meyer and Geetha Nagar Jan/ An assement og the role of informal finance in the developement process/ department of agricultural Economics and Rural Sociology/ The ohio state university /1991.
42. Robert Ouko Obonyo, The impact of capital structure on financial performance of companies listed at the nairobi securities exchange in Kenya, International Journal of Economics, Commerce and Management, United Kingdom, Vol. V, Issue 6, June 2017, p 189.
43. Roland GILLET, Jean-piérre JOBARD, Patrick NAVATTE, Philippe RAIMBOURG, finance, 2 e édition, DALLOZ, France, 2003, P 177-181.
44. Seadin Xhaferi, Besa Xhaferi, Alternative theories of capital structure, European scientific journal, vol.11, No.7, March 2015,p330.
45. Steven L.Schwarcz, Structuring and Legal Issues of Asset Securitization in U.S, IMF Pub, 1998, Law Library, Wash, D.C, P.18.
46. Trinh Thi Mai Thao , The impact of hedging derivatives on the firm,s value:The Singapore case study, Master degree programme in economia, Finanza , University of Venice, Italy, A Y 2016-2017,p 39.
47. Walid A, Chammah, An Overview of Securitization, International Monetary Fund, Pub1996, Law Library, Wash, D.C, PP.13-14
48. Vizzavona Patrice, Gestion financière, 9 e Edition, Ed : Berti, Alger, 1999, p 393.