

### تمهيد:

يعتبر موضوع التمويل من أهم المواضيع ذات الحساسية بالنسبة لأي مؤسسة اقتصادية تبحث عن أسلوب تمويلي ملائم، مما يعني ضرورة البحث الدائم عن مصادر التمويل المناسبة من أجل تغطية كل احتياجات نشاطاتها، غير أن هذه المصادر قد تعددت وتنوعت وهو ما يجعل المؤسسة تفاضل في اختيار مصادرها التمويلية المناسبة لنشاطاتها، ويتم هذا الاختيار وفق عدة معايير ومعطيات، لعل من أهمها: تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة، بالإضافة إلى تحليل تركيبة الهيكل المالي.

### أولاً: مفهوم التمويل

يُعرف التمويل بأنه مجموعة المهام والعمليات التي تسعى في مجموعها إلى البحث عن الأموال في مصادرها الممكنة بالنسبة للمؤسسة، وتحديد احتياجاتها من الأموال لخططها وبرامجها الاستثمارية. ويُعرف التمويل كذلك بأنه أحد مجالات المعرفة، وهو يتكون من مجموعة من الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تتعلق بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة، وحسن إستخدامها من طرف المؤسسات.

وتُعرف وظيفة التمويل على أنها الحصول على الأموال بالشكل الأمثل وتوزيع (تخصيص) هذه الأموال في المؤسسة بالشكل الأمثل بهدف تعظيم ثروة المساهمين وبكلمات أخرى، تتعلق وظيفة التمويل بإدارة حقبية استثمارات المؤسسة بشكل يعظم العائد على هذه الاستثمارات لمستوى مقبول من الخطر، وبتحويل هذه الاستثمارات بمزيج مناسب من مصادر التمويل لتخفيض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى.

كما يُعرف التمويل كذلك على أنه تلك الوظيفة الإدارية في المشروع التي تختص بعمليات التخطيط للأموال والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الاحتياجات اللازمة لأداء أنشطة المشروع المختلفة بما يساعد على تحقيق أهدافه، وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة للفتات المؤثرة في نجاح

واستمرار المشروع والتي تشمل المستثمرين والعمال والمديرين والمجتمع والمستهلكين.  
إذاً؛ فالتمويل هو كافة الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها الحصول على النقدية، واستثمارها في عمليات مختلفة، تساعد على تعظيم قيمة النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلاً.

### ثانياً: محددات المفاضلة بين البدائل التمويلية

تُعبّر بدائل التمويل عن مجموعة من الخيارات وطرق التمويل التي يمكن أن تؤدي إلى توفير الاحتياجات المالية للمؤسسة، حيث تواجه المؤسسات عند قيامها بعملية التمويل عدة بدائل يتطلب الأمر المفاضلة فيما بينها بالاعتماد على مجموعة من المحددات، والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عندما تكون بصدد المفاضلة بين بدائل التمويل، ونذكر منها على سبيل المثال لا الحصر ما يلي:

- **التكلفة:** يركز المدير المالي اهتمامه على تدنية تكلفة التمويل إلى أقصى حد ممكن، والتي يعبر عنها بمعدل الفائدة السنوي، أي أنه يهتم باختيار المصدر الأقل تكلفة بالمقارنة بالبدائل الأخرى، مع عدم إغفال العوامل المؤثرة الأخرى.
- **أثر المصدر على نسبة المديونية:** قد يترتب على استخدام بعض المصادر التأثير على مستوى المديونية للمؤسسة بالمقارنة بالمصادر الأخرى، فتجاوز المديونية لمستوى معين يؤثر على مقدرة المؤسسة في الحصول على أموال إضافية، ويرفع من تكلفة هذه الأموال.
- **مدى الوثوق والاعتماد على المصدر في توفير احتياجات المؤسسة:** حيث تتفاوت هذه المصادر من حيث إمكانية الاعتماد عليها في الحصول على الأموال عند الحاجة إليها وفي الوقت المناسب.
- **القيود المفروضة على استخدام المصدر:** قد يكون لبعض المقرضين المقدرة على فرض قيود على المؤسسة أكثر من غيرهم، فقد تكون هذه القيود في شكل وضع حد

من أموالهم الخاصة، أو تلك التي تنشأ داخلها ويقصد هنا التمويل الذاتي بمختلف مكوناته: النتائج الصافية بعد التوزيع، الاحتياطات، زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة.

- **حسب الغرض:** هناك تمويل للإستغلال وتمويل للإستثمار؛ فالتمويل الذي يخص دورة الاستغلال مثل: تمويل المخزونات، تمويل الخزينة..، ونجد تمويلًا يخص دورة الاستثمار وهو تمويل طويل ومتوسط الأجل.

- **حسب الوساطة:** هناك تمويل مباشر وتمويل غير مباشر؛ ونفرق بينهما بوجود وساطة مالية مصرفية بين الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض المالي من جهة، وذوي العجز من جهة أخرى.

- **حسب المدة:** ينقسم إلى ائتمان قصير، متوسط وطويل الأجل؛ ويعتبر التقسيم الرئيسي للائتمان هو تقسيمه حسب مدته إلى قصير، متوسط وطويل الأجل.

وفيما يلي تفصيلًا لمختلف مصادر تمويل المؤسسة وفق التقسيم الأكثر شيوعًا، ويشمل:

- مصادر التمويل الداخلية.
- مصادر التمويل الخارجية متوسطة وقصيرة الأجل.
- مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل.

#### 1. مصادر التمويل الداخلية: إن المصدر الأول لتمويل

المؤسسة هو المصادر الداخلية التي تمتلكها المؤسسة، وهو ما يُفسر قدرة المؤسسة على تحمل عبء تمويل مختلف نشاطاتها خلال دورة الاستغلال، فاعتماد المؤسسة على إمكانياتها الخاصة يحدد حجم الأموال التي تحتاجها من مصادر خارجية للتمويل، وبالتالي فكلما كانت نسبة اعتماد المؤسسة على قدرتها الذاتية مرتفعة كلما أعطى ذلك ضمانًا للمتعاملين وأصحاب رؤوس الأموال لاستثمار أموالهم في المؤسسة، وهي ما يجعل المركز المالي للمؤسسة في حالة جيدة.

- **تعريف التمويل الداخلي:** يمكن تعريف التمويل الداخلي بأنه: "تلك الأموال المتولدة من العمليات الجارية للمؤسسة، أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية".

أقصى على ما يتم توزيعه من أرباح، وعلى المكافآت، والإنفاق الرأسمالي.

▪ **المرونة:** قد تكون بعض المصادر أكثر مرونة من غيرها، بحيث يمكن للمؤسسة أن تحصل على أو تسدد جزء من ديونها.

هذه أهم المحددات التي يمكن أخذها بعين الاعتبار، عندما تكون المؤسسة بصدد المفاضلة بين بدائل التمويل، حين تواجه عدة خيارات تمويلية متاحة.

#### ثالثًا: مصادر تمويل المؤسسة

يقصد بمصادر التمويل؛ تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنها تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم وهو ما يطلق عليه بـ: "الهيكل المالي"، والهيكل المالي هو عبارة عن مجموعة من القنوات التمويلية إما في شكل أموال قادمة للمؤسسة من مصادر مختلفة سواء مالكي المؤسسة (المساهمين) أو الغير، على شكل قروض بكافة أنواعها، وأيضاً مجموعة قنوات استخدام الأموال من استثمارات وأصول ثابتة.

وعلى أساس ما سبق، نجد أن هناك نوعين من التمويل، وهما:

- تمويل ذاتي: ويشمل:

- ✓ رأس مال المساهمين.
- ✓ أرباح مؤجلة تتزايد تدريجياً أو تقل حسب النجاح الإقتصادي للمؤسسة.
- ✓ احتياطات ومخصصات.

- تمويل خارجي: ويتضمن:

- ✓ قروض قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل.
- ✓ منح ومساعدات.

كما يمكن تقسيم مصادر التمويل التي تلجأ لها المؤسسات حسب مجموعة من المعايير، وهي:

- **حسب الجهة:** هناك تمويل داخلي وتمويل خارجي؛ ويقصد بالتمويل الداخلي كل الأموال التي يساهم بها مالكو المؤسسة

جامعة زيان عاشور - الجلفة / الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

التخصص: السنة الثانية ليسانس علوم التسيير  
إعداد البروفيسور: علّة مراد

مقياس: اقتصاد المؤسسة  
المحاضرة السادسة: تمويل المؤسسة

إن التمويل الذاتي يمثل المصدر الأساسي لتمويل الاستثمارات حيث يمول من 60% إلى 70% من مجموع الاستثمارات، فهو أحد أهم العناصر التي يجب أن تولي لها المؤسسة اهتماماً بالغاً، فهو يعتبر:

✓ مؤشر متعلق بنشاط المؤسسة وضماناً لأصحاب الأموال لاستثمار أموالهم.

✓ يُعبر عن قدرة المؤسسة في تسديد ديونها والتزاماتها اتجاه المتعاملين الخارجين.

وعليه، فكلما كان التمويل الذاتي مرتفعاً فإنه يعبر عن التسيير الجيد والعقلاني للإمكانيات الخاصة للمؤسسة حتى تستطيع هذه الأخيرة تحديد احتياجاتها التمويلية من المصادر الأخرى، وذلك على المدى القصير أو المتوسط والطويل الأجل.

2. مصادر التمويل الخارجية متوسطة وقصيرة الأجل: وتشتمل على ثلاثة أنواع، وهي:

☞ القروض المصرفية متوسطة الأجل: وهي تلك القروض التي تقدم للحصول على معدلات وتجهيزات الإنتاج الذي لا يتجاوز عمرها الإنتاجي سبع سنوات على الأكثر، وعليه؛ فالقروض متوسطة الأجل هي تلك القروض التي تنحصر مدتها بين سنتين كحد أدنى وسبع سنوات كحد أقصى، وتهدف عادة إلى تحويل الاستثمارات المنقولة (آلات، معدات نقل..)، وغالباً ما تكون القروض المصرفية متوسطة الأجل على أقساط دورية متساوية، وقد لا تكون هذه الأقساط متساوية، أو تكون متساوية باستثناء الدفعة الأخيرة التي قد تكون أكبر من سابقاتها، ويتم التسديد في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه من قبل الطرفين.

☞ التمويل باستئجار عناصر الأصول: قد تلجأ المؤسسة إلى استئجار الأصول، وذلك من أجل تلبية احتياجاتها من التمويل طويل الأجل بدلاً من حيازتها، لأنه من المعروف أن حيازة هذه الأصول مكلفة بالنسبة للمؤسسة، وإقبال المؤسسة على شراء هذه الأصول يؤدي إلى تجميد مقدار كبير من الأموال، كان بالأحرى أن توجه إلى تسديد التزامات أخرى مثل: القروض

من خلال التعريف يمكن القول بأن التمويل الداخلي يشمل الأموال الناتجة من النشاط الاستغلالي العادي للمؤسسة الذي يستخدم الموارد المتاحة.

ويرى Repallers أن التمويل الداخلي يمكن المؤسسة من تغطية الاحتياجات المالية اللازمة لسداد الديون، وتنفيذ الاستثمارات الرأسمالية وزيادة رأس مال العامل، ويشمل التمويل الداخلي الفائض النقدي المتولد من العملية التجارية، وكذلك ثمن بيع الأصول غير المستخدمة، حيث يشكلان القدرة الذاتية للمؤسسة على التمويل من مصادرها الداخلية.

- أنواع التمويل الداخلي: ينقسم إلى نوعين، وهما:

☞ التنازل عن الأصول: يمكن للمؤسسة بيع بعض الأصول، وهو ما يعطي رؤوس أموال جديدة للمؤسسة، وتجدر الإشارة إلى أنه يجب عدم الخلط بين التنازل الناتج عن إنجاز استثمارات جديدة من أجل تغطية الاستثمارات المهلكة، والتنازل الناتج عن الاختيار المقصود منه هو تقوية رأس مال المؤسسة، وبالتالي يمكن استغلال القيمة المتبقية للأصول المتنازل عنها في تغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة، وهو ما يعتبر مصدر من مصادر الداخلية للمؤسسة.

☞ التمويل الذاتي: هو جملة المصادر التي تستطيع المؤسسة بنفسها خلقها، وغالباً ما تكون هذه المصادر من أموال الملاك على شكل أرباح محتجزة لم يتم توزيعها، بالإضافة إلى بعض المخصصات المالية، وخاصة مخصص الاستهلاك والمؤونات الأخرى المختلفة.

ويعرف التمويل الذاتي كذلك على أنه: قدرة المؤسسة في استغلال المورد الجديد المتحصل عليه من نشاطه والاحتفاظ به لتمويل مشاريعها الاستثمارية بنفسها، كما ينظر إليه بأنه الفائض الإجمالي للاستغلال المتحصل عليه من خلال نشاط المؤسسة، وتعتمد عليه المؤسسة لتمويل مشاريعها المستقبلية.

جامعة زيان عاشور - الجلفة / الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

مقياس: اقتصاد المؤسسة  
المحاضرة السادسة: تمويل المؤسسة

التخصص: السنة الثانية ليسانس علوم التسيير  
إعداد البروفيسور: علّة مراد

☞ الأسهم الممتازة: هي أسهم تُشكل نسبة من ملكية المؤسسة، لكنها لا تمنح الحق في التصويت للمساهمين، وتعتبر الأسهم الممتازة ذات أرباح مضمونة وثابتة، بعكس الأسهم العادية ذات الأرباح المتغيرة، وعند تصفية المؤسسة يحصل المساهم في السهم الممتاز على حصته قبل المساهمين الآخرين، وينظر بعض المستثمرين إلى هذه الأسهم بصفتها دين مُرتب على رأس المال.

وعليه، تظهر ثلاثة اختلافات رئيسية بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية، وهي:

✓ يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة، كما لهم أولوية الحصول على قيمة الأصول في حالة التصفية.

✓ عادة نجد حداً أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحملة الأسهم الممتازة الحصول عليه.

✓ غالباً لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق الدائم في التصويت وحضور الجمعية العمومية.

☞ السندات: تعرف السندات كأداة دين تصدرها المؤسسة وتحمل قيمة اسمية، ومعدل فائدة اسمي، وتاريخ استحقاق محدد، ويحدد العائد حتى الاستحقاق على السند بحساب معدل الخصم الذي يساوي ما بين القيمة المخصومة لدفعات الفائدة الدورية زائد القيمة المخصومة للقيمة الاسمية وبين سعر السند في السوق.

وقد تلجأ المؤسسة إلى التمويل عن طريق إصدار السندات، وتلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من مصادر التمويل من أجل الحصول على قروض طويلة الأجل لتمويل مختلف نشاطاتها، وما يميز هذه السندات هو التداول، أي إمكانية شراء وبيع هذه السندات في السوق المالية.

وتلجأ المؤسسة إلى إصدار السندات للأسباب التالية:

✓ تجنب زيادة عدد المساهمين الذين من حقهم المشاركة في إدارة المؤسسة والمشاركة في الحصول على

طويلة الأجل، أو للاستثمار في مجالات أخرى من شأنها تحسين المركز المالي للمؤسسة.

☞ الائتمان المصرفي قصير الأجل: يُعد هذا النوع من الائتمان من الوسائل الهامة في التمويل قصير الأجل، ويتميز بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في حالات عدم الاستفادة من الخصم النقدي، كما يعتبر مصدر لتمويل الأصول الثابتة (في المؤسسات التي تعاني صعوبات في الحصول على مصادر تمويلية طويلة الأجل)، وهو أكبر مرونة من الائتمان التجاري، لأن البنك يدفع القرض على شكل نقد، بينما الائتمان يتم الحصول عليه في شكل بضاعة.

3. مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل: وتحصل عليه المؤسسة خاصة من المؤسسات المالية المختلفة مثل البنوك وشركات التأمين، وغالباً ما تستحق هذه القروض بعد فترة طويلة من الزمن، وتتوقف عملية الاقتراض طويل الأجل على ما يتم الاتفاق عليه من شروط بين المؤسسة والجهات التي تقدم هذه الأموال، وذلك فيما يتعلق في معدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وطريقة السداد، وما إذا كان التسديد مرة واحدة أو على دفعات، فالقرض الذي تجاوزت مدته سبع سنوات يعتبر من القروض طويلة الأجل، وتشتمل مصادر التمويل طويلة الأجل على أربعة أنواع، وهي:

☞ الأسهم العادية: وهي أوراق مالية لا تستحق تحمل قيمة اسمية ولا تعد بتوزيع نسبة الأرباح الثابتة، تصدرها المؤسسة للحصول على أموال ملكية تمنح الأسهم لحاملها حقاً للملكية النهائية للمؤسسة، وما يتبع ذلك من تحمل مخاطر أعمال الشركة وتبعات المسؤولية التي تحددها نسبة المساهمة في المؤسسة، وفي حالة تصفية المؤسسة لا يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة بحقوقهم إلا بعد تسوية متطلبات المقترضين وحملة الأسهم الممتازة كافة.

من خلال التعريف السابق، نلاحظ أن نصيب حامل السهم يكون بقدر السهم التي يملكها مقارنة بالأسهم الكلية.

جامعة زيان عاشور - الجلفة / الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

التخصص: السنة الثانية ليسانس علوم التسيير  
إعداد البروفيسور: علّة مراد

مقياس: اقتصاد المؤسسة  
المحاضرة السادسة: تمويل المؤسسة

الأرباح، بينما حاملو السندات لهم الحق في إدارة المؤسسة، كما أن لهم الحق في الحصول على فائدة محددة.

✓ الفائدة المدفوعة على السندات تمثل مصاريف، لذلك تخصم من الوعاء الضريبي.

✓ تجنب تعطيل المؤسسة.

☞ التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل: يعتبر قرضاً طويل الأجل؛ كل القروض التي تهدف إلى تمويل الاستثمارات التي يفوق عمرها الإنتاجي سبع سنوات، وبالتالي فإن القرض طويل الأجل يمنح لمدة تمتد بين سبع سنوات كحد أدنى، وقد تصل إلى غاية العشرين سنة، ويوجد هذا النوع من القروض لتحويل نوع خاص من الاستثمارات والمتمثل في الحصول على عقارات سواء كانت أراضي أو مباني بمختلف استعمالاتها المهنية.

ويأخذ التمويل المباشر طويل الأجل أحد الشكلين الرئيسيين، وهما:

✓ قروض لأجل محددة من البنوك التجارية وشركات تأمين.

✓ قروض من خلال إصدار مالية جديدة.

على أساس ما تقدم، يتلخص التمويل في مجموع الأعمال التي تمكن المؤسسة من الحصول على الأموال من المصادر المتاحة لها، وهذا لتغطية احتياجاتها التمويلية من الاستثمارات والاحتياجات التمويلية الأخرى، كما أن المؤسسة تبحث دائماً من أجل الحصول على المصادر الأقل تكلفة، والذي يسمح لها بتحقيق أرباح كبيرة، وهذا ما يحتم عليها اختيار الأسلوب الأكثر مرونة، والذي يسمح لها بتغطية حاجاتها التمويلية، لأن أي خطأ في اختيار مصدر التمويل المناسب من شأنه أن يؤزم وضعيتها المالية أكثر.