



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير
تخصص: مالية مؤسسة

بـعنوان:

فعالية سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب "ENAFOR"

خلال الفترة (2005 - 2009)

من إعداد الطالبة:

سلفاوي بدرة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2011/10/02

أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا

مشرفا

مناقشا

الأستاذ: عتيق العلاء

الدكتور: بكارى بلخير

الدكتور: دادن عبد الوهاب

... إني رأيت أنه لا يكتب إنسان كتاباً في يومه، إلا قال في غده
لو غير هذا لكان أحسن، ولو زيد هذا لكان أفضل، ولو
ترك ذلك لكان أجمل، وهذا من عظيم العبر، وهو دليل
على استيلاء النقص على جملة البشر...

(العماد الأصفهاني)

شكر وعرفان

الحمد لله حمداً طيباً كثيراً مباركاً فيه، كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه أن وفقني في إنجاز هذا العمل المتواضع؛

وصل اللهم وبارك على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

جزيل الشكر والتقدير للأستاذ المشرف الدكتور بكاري بلخير على إشرافه على هذا العمل، وعلى تصويباته وتوجيهاته الرشيدة فجزاه الله كل خير.

كما لا يفوتني في هذا المقام أن أشيد بجهود الأستاذة تبر زغود، وعلى تقديمها يد المساعدة طيلة فترة البحث ودون كلل فجزاها الله كل خير، وكل من ساهم في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد خاصة فاطمة وبمينة.

الملخص:

تتناول هذه الدراسة فعالية سياسة التمويل في تغطية مختلف احتياجات المؤسسة من الموارد المالية اللازمة لاستمرار نشاطها ومواجهة تحديات النمو والبقاء؛ وفي إسقاط لهذه الدراسة على حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب خلال الفترة 2005 - 2009 خلصنا إلى بعض النتائج التي تؤكد في مجملها على ضرورة ترشيد استخدام الموارد المالية، وذلك عن طريق تحليل علمي ودقيق للبدائل التمويلية المتاحة ودراسة تأثيراتها المحتملة على وضعية المؤسسة.

الكلمات المفتاح: الاستثمار، الاحتياج في رأس المال العامل، مصادر التمويل، التوازن المالي، المردودية.

Résumé:

Cette étude vise à étudier l'efficacité de la politique de financement pour satisfaire les différents besoins de l'entreprise comme des ressources financières nécessaires à la continuité de ses activités, et pour faire face aux défis de croissance et pérennité;

On a appliqué cette étude sur l'entreprise national de forage au cours de la période 2005 - 2009, on a obtenu quelques résultats parmi eux: la nécessité de rationaliser l'utilisation des ressources financières à travers des analyses scientifiques et précisément au alternatifs de financement disponibles et à étudier leurs impact probables sur de l'entreprise.

Mots clés: l'investissement, le besoin en fond de roulement, les ressources financières, l'équilibre financier, La rentabilité.

32	..... خلاصة الفصل
33	..... الفصل الثاني: سياسات تمويل الاحتياجات المالية في المؤسسة
34	..... تمهيد
35	..... المبحث الأول: سياسة التمويل الذاتي
35	..... المطلب الأول: مفهوم وتكوين التمويل الذاتي
35	..... الفرع الأول: مفهوم التمويل الذاتي
35	..... الفرع الثاني: تكوين التمويل الذاتي
36	..... المطلب الثاني: مكونات التمويل الذاتي
36	..... الفرع الأول: الأرباح المحتجزة
38	..... الفرع الثاني: مخصصات الاهتلاكات
39	..... الفرع الثالث: مخصصات المؤونات
40	..... المطلب الثالث: دور التمويل الذاتي في تمويل الاحتياجات المالية في المؤسسة
41	..... المطلب الرابع: حدود التمويل الذاتي كمصدر للتمويل
41	..... الفرع الأول: المزايا
42	..... الفرع الثاني: النقائص
43	..... المبحث الثاني: سياسة الرفع في رأس المال
43	..... المطلب الأول: مفهوم وأساليب الرفع في رأس المال
43	..... الفرع الأول: مفهوم الرفع في رأس المال
43	..... الفرع الثاني: أساليب الرفع في رأس المال
48	..... المطلب الثاني: نتائج الرفع في رأس المال
49	..... المبحث الثالث: سياسة الاستدانة
49	..... المطلب الأول: التمويل عن طريق الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل
49	..... الفرع الأول: القروض الطويلة والمتوسطة الأجل
50	..... الفرع الثاني: السندات
52	..... الفرع الثالث: الاعتماد التجاري
57	..... المطلب الثاني: التمويل عن طريق الاستدانة قصيرة الأجل
57	..... الفرع الأول: الائتمان التجاري
58	..... الفرع الثاني: الائتمان المصرفي

62	المطلب الثالث: حدود الاعتماد على الاستدانة.....
63	خلاصة الفصل.....
64	الفصل الثالث: آليات اختيار وتقييم سياسة التمويل.....
65	تمهيد.....
66	المبحث الأول: اختيار سياسة التمويل.....
66	المطلب الأول: القيود المتحكمة في اختيار التمويل.....
66	الفرع الأول: قيود كلاسيكية.....
68	الفرع الثاني: قيود أخرى.....
70	المطلب الثاني: معايير اختيار مصادر التمويل.....
70	الفرع الأول: تكلفة التمويل.....
83	الفرع الثاني: معايير أخرى.....
84	المبحث الثاني: تقييم سياسة التمويل.....
84	المطلب الأول: تحليل التوازن المالي باستخدام جدول تدفقات الخزينة.....
84	الفرع الأول: تعريف جدول تدفقات الخزينة.....
85	الفرع الثاني: نماذج بناء جدول تدفقات الخزينة.....
88	الفرع الثالث: تحليل التدفقات والعلاقات المالية للتوازن.....
91	المطلب الثاني: المردودية وآلية الرافعة المالية.....
91	الفرع الأول: المردودية الاقتصادية.....
92	الفرع الثاني: المردودية المالية.....
93	الفرع الثالث: آلية أثر الرافعة المالية.....
98	خلاصة الفصل.....
99	الفصل الرابع: دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب (ENAFOR).....
100	تمهيد.....
101	المبحث الأول: تقديم المؤسسة الوطنية للتنقيب.....
101	المطلب الأول: نشأة المؤسسة وتطورها.....
101	الفرع الأول: نشأة المؤسسة.....

103	..... الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي للمؤسسة
107	..... المطلب الثاني: إمكانيات المؤسسة ومهامها
107	..... الفرع الأول: مهام ووظائف المؤسسة
107	..... الفرع الثاني: إمكانيات المؤسسة
110	..... المبحث الثاني: تحليل سياسة التمويل في المؤسسة
110	..... المطلب الأول: تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام جدول تدفقات الخزينة
110	..... الفرع الأول: بناء جدول تدفقات الخزينة
112	..... الفرع الثاني: تحليل تدفقات خزينة الاستغلال
118	..... الفرع الثالث: تحليل تدفقات خزينة الاستثمار
120	..... الفرع الرابع: تحليل تدفقات خزينة التمويل
124	..... المطلب الثاني: تحليل المردودية وأثر الرافعة المالية
124	..... الفرع الأول: تحليل المردودية الاقتصادية و المردودية المالية
128	..... الفرع الثاني: تحليل أثر الرافعة المالية
132	..... خلاصة الفصل
134	..... الخاتمة
138	..... المراجع
143	..... الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
20	عناصر الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال	جدول (1.1)
21	عناصر الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال	جدول (2.1)
27	الاحتياج في رأس المال العامل المعياري	جدول (3.1)
28	الخزينة	جدول (4.1)
86	جدول تدفقات الخزينة وفق الطريقة المباشرة	جدول (1.3)
87	جدول تدفقات الخزينة وفق الطريقة غير المباشرة	جدول (2.3)
108	تطور عدد عمال المؤسسة	جدول (1.4)
111	جدول تدفقات الخزينة وفق الطريقة غير المباشرة	جدول (2.4)
114	تطور الاحتياج في رأس المال العامل	جدول (3.4)
116	تحليل عناصر المخزون	جدول (4.4)
117	تحليل عنصر العملاء	جدول (5.4)
118	تحليل عنصر الموردون	جدول (6.4)
122	تطور حجم الديون	جدول (7.4)
125	تطور المردودية الاقتصادية و المردودية المالية	جدول (8.4)
126	تحليل المردودية الاقتصادية	جدول (9.4)
128	تحليل أثر الرافعة المالية	جدول (10.4)
128	تطور المصاريف المالية	جدول (11.4)
131	تطور القدرة على السداد	جدول (12.4)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
10	سيرورة اتخاذ القرار الاستثماري	الشكل (1.1)
18	دورة الاستغلال في المؤسسة الإنتاجية	الشكل (2.1)
40	التمويل الذاتي للبقاء والنمو	الشكل (1.2)
79	العلاقة بين تكلفة رأس المال والهيكل المالي وفق المنظور التقليدي	الشكل (1.3)
81	العلاقة بين الهيكل المالي وتكلفة رأس المال في وجود الضريبة	الشكل (2.3)
94	توزيع الثروة في المؤسسة	الشكل (3.3)
103	الهيكل التنظيمي للمؤسسة الوطنية للتنقيب	الشكل (1.4)
115	التمثيل البياني لتطور الاحتياج في رأس المال العامل	الشكل (2.4)
119	التمثيل البياني لتطور حجم الاستثمارات	الشكل (3.4)
121	التمثيل البياني لتطور الأموال الخاصة	الشكل (4.4)
123	التمثيل البياني لتطور حجم الديون	الشكل (5.4)
127	التمثيل البياني لتطور المردودية المالية و المردودية الاقتصادية	الشكل (6.4)
129	التمثيل البياني لتطور المصاريف المالية	الشكل (7.4)
130	التمثيل البياني لتطور تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة	الشكل (8.4)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
143	الميزانية المحاسبية 2005	الملحق 1
144	الميزانية المحاسبية 2006	الملحق 2
145	الميزانية المحاسبية 2007	الملحق 3
146	الميزانية المحاسبية 2008	الملحق 4
147	الميزانية المحاسبية 2009	الملحق 5
148	جدول حسابات النتائج 2005	الملحق 6
149	جدول حسابات النتائج 2006	الملحق 7
150	جدول حسابات النتائج 2007	الملحق 8
151	جدول حسابات النتائج 2008	الملحق 9
152	جدول حسابات النتائج 2009	الملحق 10
153	جدول حركة الاستثمارات 2005	الملحق 11
154	جدول حركة الاستثمارات 2006	الملحق 12
155	جدول حركة الاستثمارات 2007	الملحق 13
156	جدول حركة الاستثمارات 2008	الملحق 14
157	جدول حركة الاستثمارات 2009	الملحق 15
158	حقوق الاستثمارات	الملحق 16
159	تخصيص النتيجة	الملحق 17
160	جدول حركة الديون	الملحق 18
161	توزيع رقم الأعمال حسب طبيعة النشاط	الملحق 19

مقدمة

يشهد الاقتصاد العالمي في الآونة الأخيرة تحولات سريعة في ضوء المتغيرات والتطورات الدولية المتسارعة والتقدم التكنولوجي في اتجاه التحرير الكامل لكافة النظم. بمختلف أبعادها السياسية والاقتصادية والاجتماعية، دون أن يكون لأي نظام القدرة على البقاء. بمنأى عن الكيان العالمي، وهو ما يجعل تفتح الاقتصاد الجزائري على غرار الاقتصاديات المختلفة أمراً حتمياً، وذلك بالتحول إلى اقتصاد السوق.

في ظل هذه التحولات، أصبح لزاماً على المؤسسة الاقتصادية القيام بإصلاحات جذرية على كافة الأصعدة والمستويات من أجل تحقيق انطلاقة جديدة، تمكنها من تثبيت موقعها في السوق ومن ثم القدرة على مواجهة تحديات المنافسة في محيط يتسم بالانفتاح والتطلع نحو العالم الخارجي.

وتعد إشكالية التمويل إحدى أكبر العقبات التي ظلت تعترض مسيرة تطور المؤسسة الاقتصادية ونموها وتحول دون قدرتها على تحقيق أهدافها في خلق الثروة وتحقيق الفوائض المالية؛ ذلك أن التمويل يشكل الدعامة والمحرك الأساسي لاستمرار نشاطها وضمأن بقائها، ففي ظل محدودية الموارد المالية من جهة وتعدد الاحتياجات المالية للمؤسسة وتزايدها من جهة أخرى يتعين عليها تبني سياسة عقلانية ورشيدة لتسيير مواردها المتاحة واستغلالها استغلالاً أمثل.

أ. الإشكالية :

تتجلى معالم إشكالية هذا البحث في السؤال التالي :

ما مدى فعالية ونجاعة سياسة التمويل المنتهجة في تغطية الاحتياجات المالية للمؤسسة الوطنية للتنقيب؟
ويندرج ضمن هذه الإشكالية التساؤلات الفرعية الآتية :

- فيما تتمثل مصادر التمويل في المؤسسة؟

- ما هي أهم الموارد المالية البديلة؟

- فيما تتجلى قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها المالية؟

ب. الفرضيات :

في محاولة للإجابة على هذه التساؤلات قمنا بصياغة الفرضيات التالية :

- تشكل عمليات الاستدانة أهم مصادر التمويل المعتمدة لدى المؤسسة الوطنية للتنقيب؛

- تعد عملية الرفع في رأس المال مصدراً تمويلياً ذو طابع استثنائي؛

- إن قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها تتحدد بالحفاظ على المردودية، والتحكم في التوازن المالي على مستوى الخزينة.

ت. دوافع وأسباب اختيار الموضوع :

تعد مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية بشكل عام - والجزائرية بشكل خاص - ودراسة وتقييم سياسة التمويل فيها من بين المواضيع الحساسة وذات الأهمية البالغة في مجال مالية المؤسسة، وهذا ما شكل أحد الدوافع الأساسية لاختيارنا لموضوع هذا البحث، فضلا عن توافقه مع تخصصنا العلمي.

ث. أهداف البحث :

إن من أهم النقاط التي تهدف هذه الدراسة إلى معالجتها نذكر ما يلي:

- إعطاء تفسير لتوجهات سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية في المرحلة التي يشهد فيها المحيط الاقتصادي تحولات هيكلية تمثلت في مختلف الإصلاحات التي عرفها هذه الأخرى سعيا من الجزائر للانضمام للمؤسسات الدولية، والاستعداد لمواجهة المنافسة العالمية بتبني اقتصاد السوق كضرورة حتمية؛
- تقديم حكم حول مدى فعالية سياسة التمويل المنتجة من قبل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وتصور الحلول الممكنة لتحقيق سياسة تمويل ناجحة تضمن تغطية مختلف الاحتياجات المالية للمؤسسة مع تحقيق الأهداف العامة لها من ربح، نمو، بقاء، استقلالية مالية.

ج. أهمية البحث :

تحقيقا للأهداف السابقة وانطلاقا من أهمية الموارد المالية في نشاط واستمرارية المؤسسة الاقتصادية، فإن أهمية البحث تتجلى في محاولة الاطلاع على سلامة قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من خلال دراسة حالة إحدى أهم تلك المؤسسات.

ح. حدود البحث :

بشكل عام، حاولنا تسليط الضوء على طبيعة الاحتياجات المالية في المؤسسة الاقتصادية، كما تعرضنا بالدراسة والتحليل لمختلف السياسات المتبعة لتمويل هذه الاحتياجات، العوامل المتحكمة في اختيارها، ومن ثم حاولنا تقييم فعالية هذه السياسات في تحقيق أهدافها وذلك من خلال الجانب التطبيقي باستخدام أدوات التحليل المستعرضة في الجانب النظري للدراسة؛

- بالنسبة للحدود المكانية فقد تم اختيار المؤسسة الوطنية للتنقيب كنموذج باعتبارها إحدى أهم المؤسسات التي تنتمي إلى قطاع استراتيجي والذي يعتبر المصدر الأساسي للدخل الوطني في الاقتصاد الجزائري؛

- أما بالنسبة للحدود الزمنية فقد تم الاعتماد على المعطيات المالية والمحاسبية للمؤسسة محل الدراسة لفترة تمتد لخمس سنوات من 2005 إلى 2009.

خ. المنهج المستخدم :

للإجابة عن إشكالية البحث ومحاولة اختبار صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الوصفي فيما يخص الجانب النظري لأنه ملائم لتقرير الحقائق وفهم عناصر الموضوع، بينما تم الاعتماد على منهج دراسة الحالة فيما يتعلق بالجانب التطبيقي من أجل إسقاط الدراسة على واقع المؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

د. هيكل البحث :

إن تحليل إشكالية تقييم سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية، واختبار صحة الفرضيات المقدمة تم ضمن أربعة فصول استهلقت بمقدمة وتلتها خاتمة تضمنت نتائج الدراسة وذلك كالآتي:

خصص الفصل الأول للتعريف بطبيعة الاحتياجات المالية في المؤسسة والتي تدفع بهذه الأخيرة إلى البحث عن مصادر التمويل الملائمة لتغطيتها، ومن أجل ذلك تم تقسيمه إلى مبحثين رئيسيين؛ حيث خصص المبحث الأول من هذا الفصل لدراسة الاحتياجات المالية على المدى الطويل والمتعلقة بدورة الاستثمار، أما المبحث الثاني فيهتم بالاحتياجات المالية على المدى القصير والمتعلقة بدورة الاستغلال في المؤسسة؛

أما الفصل الثاني فتم التعرض فيه لدراسة مختلف السياسات التي يمكن للمؤسسة انتهاجها في سبيل تلبية احتياجاتها المالية، وتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث رئيسية وقد خصص الأول منها لأهم تلك السياسات والمتمثلة في التمويل الذاتي، أما المبحث الثاني فخصص لسياسة الرفع في رأس المال كوسيلة للتمويل، فيما خصص المبحث الثالث لسياسة التمويل عن طريق اللجوء إلى الاستدانة؛

ويهتم الفصل الثالث باختيار وتقييم سياسة التمويل ويضم مبحثين؛ الأول خصص للتعرف على تلك القيود التي تفرض على المؤسسة اختيار سياسة تمويل معينة دون أخرى، إلى جانب تلك المعايير المعتمدة للمفاضلة والاختيار بين مختلف مصادر التمويل، أما المبحث الثاني فتعرضنا فيه إلى الأدوات التي يمكن من خلالها استصدار حكم حول فعالية سياسة التمويل وذلك عن طريق جدول تدفقات الخزينة إلى جانب آلية الرافعة المالية؛

أما الفصل الرابع فيعتبر محاولة لتجسيد وتطبيق أهم النقاط التي تم التطرق إليها سابقا في الجانب النظري من هذا البحث ميدانيا من خلال دراسة تطبيقية للمؤسسة الوطنية للتنقيب، وهذا بالتعرض فيه لدراسة سياسة التمويل خلال الفترة (2005 - 2009)، حيث يخصص المبحث الأول من هذا الفصل لإعطاء تقدم عام للمؤسسة، ومن ثم تحليل سياسة التمويل المنتهجة من قبل هذه الأخيرة وذلك من خلال المبحث الثاني.

ذ. صعوبات البحث :

تتلخص صعوبات البحث في تعذر الحصول على البيانات المالية اللازمة والكافية لإعداد الجانب الميداني من الدراسة.

الملخص:

تتناول هذه الدراسة فعالية سياسة التمويل في تغطية مختلف احتياجات المؤسسة من الموارد المالية اللازمة لاستمرار نشاطها ومواجهة تحديات النمو والبقاء؛ وفي إسقاط لهذه الدراسة على حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب خلال الفترة 2005 - 2009 خلصنا إلى بعض النتائج التي تؤكد في مجملها على ضرورة ترشيد استخدام الموارد المالية، وذلك عن طريق تحليل علمي ودقيق للبدائل التمويلية المتاحة ودراسة تأثيراتها المحتملة على وضعية المؤسسة.

الكلمات المفتاح: الاستثمار، الاحتياج في رأس المال العامل، مصادر التمويل، التوازن المالي، المردودية.

Résumé:

Cette étude vise à étudier l'efficacité de la politique de financement pour satisfaire les différents besoins de l'entreprise comme des ressources financières nécessaires à la continuité de ses activités, et pour faire face aux défis de croissance et pérennité;

On a appliqué cette étude sur l'entreprise national de forage au cours de la période 2005 - 2009, on a obtenu quelques résultats parmi eux: la nécessité de rationaliser l'utilisation des ressources financières à travers des analyses scientifiques et précisément au alternatifs de financement disponibles et à étudier leurs impact probables sur de l'entreprise.

Mots clés: l'investissement, le besoin en fond de roulement, les ressources financières, l'équilibre financier, La rentabilité.

فهرس المحتويات

IV	.....الشكر
V	.....الملخص
VI	.....فهرس المحتويات
XI	.....قائمة الجداول
XII	.....قائمة الأشكال البيانية
XIII	.....قائمة الملاحق
أ	.....المقدمة
1	.....الفصل الأول: الاحتياجات المالية في المؤسسة
2	.....تمهيد
3	.....المبحث الأول: الاحتياجات المالية طويلة المدى (دورة الاستثمار)
3	.....المطلب الأول: الاستثمار مفهوم وخصائص
3	.....الفرع الأول: مفهوم الاستثمار ودورته
4	.....الفرع الثاني: تصنيفات الاستثمار
5	.....الفرع الثالث: خصائص المشروع الاستثماري
7	.....المطلب الثاني: اتخاذ قرار الاستثمار
7	.....الفرع الأول: قرار الاستثمار
11	.....الفرع الثاني: معايير اختيار الاستثمار
14	.....المبحث الثاني: الاحتياجات المالية قصيرة المدى (دورة الاستغلال)
14	.....المطلب الأول: دورة الاستغلال
14	.....الفرع الأول: مفهوم دورة الاستغلال
15	.....الفرع الثاني: مراحل دورة الاستغلال
19	.....المطلب الثاني: احتياجات تمويل دورة الاستغلال
19	.....الفرع الأول: طبيعة احتياجات دورة الاستغلال
23	.....الفرع الثاني: الاحتياج في رأس المال الدامل المعياري
28	.....المطلب الثالث: الخزينة
28	.....الفرع الأول: مفهوم الخزينة
30	.....الفرع الثاني: تسيير الخزينة

الفصل الأول: الاحتياجات المالية في المؤسسة

تمهيد:

تبدأ الخطوة الرئيسية لقرار التمويل بتقدير الأموال اللازمة وكذا الفترة الزمنية التي ستحتاج خلالها المؤسسة إلى هذه الأموال، وذلك انطلاقاً من ضرورة أن تكون مصادر التمويل المستخدمة ملائمة لطبيعة الأصول التي ستقوم هذه المصادر بتمويلها؛

حيث يتم تقدير احتياجات المؤسسة من الموارد المالية والتي تختلف طبيعتها من احتياجات طويلة المدى من أجل بحث استثماراتها والتي تسمح بالحفاظ على وسائل الإنتاج في المؤسسة، توسيع قدراتها وتطوير إمكاناتها، واحتياجات قصيرة المدى ذات طابع دوري ترتبط بعمليات الاستغلال هذه الأخيرة التي تضمن سيرورة النشاط العادي في المؤسسة.

وعليه سوف نتناول ضمن هذا الفصل مبحثين كما يلي:

- المبحث الأول : الاحتياجات التمويلية طويلة المدى وتعلق بدورة الاستثمار في المؤسسة؛
- المبحث الثاني : الاحتياجات التمويلية قصيرة المدى وتعلق بدورة الاستغلال في المؤسسة.

المبحث الأول: الاحتياجات المالية طويلة المدى (دورة الاستثمار)

يتميز النشاط الاقتصادي في المؤسسة بحركية دائمة تديرها الاستثمارات المختلفة، وباعتبار هذه الأخيرة المحرك الأساسي الذي يسمح للمؤسسة بالبقاء والتطور، فإن ذلك يتطلب منها المحافظة على قدراتها الإنتاجية عن طريق حيازة الاستثمارات وتجديدها بشكل دائم، وهذا ما يتطلب بدوره البحث عن مصادر لتمويل الاحتياجات الناجمة عنها. وعليه نتعرض في هذا المبحث إلى ماهية الاستثمار وذلك من خلال تعريفه وخصائصه، ومن ثم أهمية قرارات الاستثمار في حياة المؤسسة.

المطلب الأول: الاستثمار مفهوم وخصائص

إن الدورة المالية في المؤسسة تنجز إلى ثلاث وظائف أساسية كبرى هي: عمليات الاستثمار، عمليات الاستغلال، عمليات التمويل.

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار ودورته

1. تعريف دورة الاستثمار:

إن الأصول وعلى اختلاف تصنيفاتها (المادية، المعنوية، المالية) التي تتم حيازتها تساهم خلال مدة حياتها في توليد تدفقات نقدية لتسديد تكاليف رأس المال المستثمر فيها، لتحدد دورة الاستثمار في المؤسسة بمدة حياته الاقتصادية وتنتهي عندما يصبح الأصل غير قادر على تأمين سيولة كافية لذا يتم التنازل عنه؛ وبالتالي فإن دورة الاستثمار هي دورة طويلة الأجل مرتبطة بالعمر الإنتاجي للاستثمارات¹.

2. تعريف الاستثمار:

يمكن تعريف الاستثمار من عدة زوايا مختلفة²:

- من المنظور المحاسبي: يشمل الاستثمار مجموعة القيم الثابتة مادية أو معنوية، سواء تم حيازتها أو إنشاؤها من قبل المؤسسة والتي توجه لاستعمالها كوسيلة دائمة للاستغلال؛
- من المنظور الاقتصادي: يتمثل الاستثمار في تكوين رأس المال الثابت، أي تلك الموارد اللازمة للمحافظة على الطاقة الإنتاجية للمؤسسة أو التوسع فيها أو تحسينها، أي زيادة أصول المؤسسة؛
- من المنظور المالي: يعبر الاستثمار عن استغلال الأموال الحاضرة (نفقات حالية) في انتظار الحصول على عوائد في فترات مستقبلية.

¹ Gérard Charreaux, finance d'entreprise, 2^{ème} édition, EMS, 1997, p17

² Abdallah Boughaba, analyse et évaluation des projets, BERTI édition, 1998, p7

فالاستثمار يمثل إحلال قيمة مالية أكيدة ومتاحة حاضراً مقابل توقع الحصول على مداخيل مالية مستقبلاً.

الفرع الثاني: تصنيفات الاستثمار

تصنف الاستثمارات حسب الأهداف الإستراتيجية العامة للمؤسسة إلى¹:

- استثمارات الإحلال أو التجديد: وهي الاستثمارات المرتبطة مباشرة بالاستغلال والتي تسمح بالمحافظة على الطاقة الإنتاجية للمؤسسة؛
- استثمارات التحديث: وتمثل في الاستثمارات الهادفة إلى تقليل تكاليف الإنتاج بتكثيف الآلية وتطوير أجهزة الإنتاج؛
- استثمارات التوسع: وتشمل الاستثمارات التي يكون الغرض منها توسيع الطاقة الإنتاجية والبيعية للمؤسسة، بإدخال أو إضافة منتجات جديدة وزيادة الإنتاج من أجل توسيع الحصة السوقية وزيادة القدرة التنافسية.

كما يمكن أن تصنف الاستثمارات حسب طبيعتها إلى:

- الاستثمارات المادية: تتمثل في العناصر ذات الطبيعة الملموسة كالأراضي، المباني والتجهيزات التقنية والتجارية كالآلات والمعدات والتي تقوم المؤسسة بإنشائها أو حيازتها والتي توجه إلى عدة استخدامات مختلفة؛
- الاستثمارات التقنية (معنوية): وتمثل ذلك الجزء من الاستثمارات الموجهة لحيازة براءات الاختراع، رخص الإنتاج وكذا أنشطة البحث والتطوير، ويكتسب هذا النوع من الاستثمارات أهمية خاصة في المؤسسات الكبيرة الحجم حيث تكون عرضة للمنافسة، ويهدف هذا الاستثمار أساساً إلى تدنق: التكاليف وتحسين النوعية عبر الزمن وذلك عن طريق تكثيف الآلية وتطوير الجهاز الإنتاجي وبالتالي القدرة على مواجهة المؤسسات المنافسة في مختلف الأسواق؛
- الاستثمارات المالية: وتمثل في توظيف الفوائض المالية بشراء القيم المنقولة من أسهم وسندات والخدمات البنكية المتنوعة؛
- الاستثمارات غير المادية: وتتضمن النفقات المرتبطة بالعلاقات مع الزبائن (الإشهار، حملات العلاقات العامة...)، وكذلك النفقات المرتبطة بتطوير الإمكانيات البشرية في المؤسسة وتشمل نفقات التكوين، التدريب...

ويمكن الإشارة إلى أنه قد نجد استثمار معين يجمع بين عدة أنواع في الوقت نفسه، كالاستثمارات التوسعية مثلاً والتي قد تؤدي أيضاً إلى تحقيق أغراض إستراتيجية إلى جانب خدمة مجال البحث والتطوير.

¹ André BOYER, l'essentiel de la gestion, 2^{ème} édition, édition d'organisation, paris, 2001, p131

الفرع الثالث: خصائص المشروع الاستثماري

وتشمل عناصر المشروع الاستثماري والمتمثلة في :

1. رأس المال المستثمر (تكلفة الاستثمار) :

وتشمل كافة النفقات اللازمة لإنجاز المشروع من بدايته إلى أن يتم وضعه في حالة صالحة لمباشرة الاستغلال وتتضمن¹ :

1) سعر الشراء أو تكلفة الإنتاج للأصول الثابتة وذلك بقيم خارج الرسوم؛

2) المصاريف الملحقمة بحيازة الاستثمار وتشمل:

- تكاليف متعلقة بالشراء كالنقل و التأمين؛

- تكاليف التجهيز و التهيئة اللازمة لتشغيل الاستثمار؛

- الضرائب والرسوم.

3) مصاريف الدراسات والبحوث السابقة لانطلاق الاستثمار؛

4) مصاريف تكوين المستخدمين؛

5) التغير في الاحتياج في رأس المال العامل² BFR : فكل مشروع استثماري جديد يترتب عليه عادة ارتفاع

في كل من المخزونات، حقوق العملاء، ديون الموردين، نتيجة لارتفاع مستوى النشاط (رقم الأعمال).

وعليه:

$$\text{المبلغ المستثمر} = \text{تكلفة الإنتاج (أو الحيازة)} \times \text{ر}^* + \text{المصاريف الملحقمة} \times \text{ر} + \text{التغير في الاحتياج في رأس المال العامل}$$

2. مدة حياة المشروع (فترة الاستغلال) :

وهي المدة التي يحقق فيها المشروع إيرادات صافية، وعادة ما يصعب تقدير مدة الحياة الاقتصادية خاصة في الأجل الطويل ولذا يؤخذ بمدة الاهتلاك المحاسبي كأساس للتقييم؛

3. القيمة المتبقية:

وتتمثل في القيمة المحتملة لإعادة بيع الاستثمار في نهاية عمره الإنتاجي بعد احتساب الضرائب على فائض قيمة

التنازل (قيمة التنازل عن الاستثمار - القيمة المحاسبية الصافية)، والاقتصاد في الضريبة على نقص قيمة التنازل

(في حالة قيمة التنازل عن الاستثمار أقل من القيمة المحاسبية) ؛

¹ Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, finance d'entreprise manuel & application, 2^{ème} édition, DUNOD, paris, 2009, p283

² Besoin en fond de roulement

* خارج الرسم

4. تدفقات الخزينة المتولدة عن الاستثمار :

وتعرف بالتدفق النقدي (cash flow) ويمثل الفرق بين التدفقات السلبية (التدفقات المسددة) والتدفقات الايجابية (التحصيلات المستلمة) لدورة الاستغلال خلال مدة الاستثمار والتي يتم تقديرها بناء على المرازات التقديرية للمبيعات والتكاليف، ثم يحدد التدفق النقدي وفق العلاقة التالية:¹

$$\text{التدفق النقدي} = \text{التحصيلات النقدية} - \text{التدفقات النقدية}$$

أي أنه لا يدخل في حسابه الإيرادات والمصاريف المؤجلة وكذلك المصاريف الوهمية مثل الاهتلاكات التي لا تنتفع نقدياً ولكنها تسجل محاسبياً.

تجدر الإشارة إلى أن الاستثمار قد يستلزم بعد سنوات من الاستغلال مصاريف تجديد بعض التجهيزات والمعدات للحفاظ على مستوى النشاط، وفي هذه الحالة يجب أن تلحق هذه المصاريف بالتكلفة الأولية للمشروع الاستثماري وذلك عند تقييم مردودية هذا الأخير.²

5. المخاطرة:

تميز البيئة الاقتصادية والمالية بشكل عام بخاصية عدم التأكد، ومن ثم فإن هذه الخاصية تؤدي إلى احتمال المخاطرة، وطالما أن قرار الاستثمار بطبيعته قرار طويل الأجل فهو يتعلق بالمستقبل وما يصاحبه من مخاطر محتملة؛

وتنجم مخاطر الاستثمار عن حالة عدم التأكد بشأن تحقق العائد المتوقع من وراء الاستثمار، وقد تمتد تلك المخاطر لتشمل رأس المال المستثمر بالإضافة للعائد المتوقع.³

ولذا لابد من تقييم المخاطر المتعلقة بالاستثمار قبل الشروع فيه، وتصنف هذه المخاطر إلى صنفين رئيسيين:

- المخاطر النظامية: وتصيب كل الاستثمارات بفعل عوامل مشتركة تؤثر في النظام الاقتصادي ككل مثل العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، إذ لا يقتصر تأثير هذه العوامل على مؤسسة بعينها أو قطاع اقتصادي معين دون أن يكون لمنخذ القرار أي قدرة في تحديدها والسيطرة عليها مثل حالات الاضطراب العام، حالات الكساد أو التضخم، التغيرات في أسعار الفائدة، وغيرها من العوامل التي يصعب التحكم في تأثيرها؛

¹Idem.

² Pierre Conso, Farouk Hemici, gestion financière de l'entreprise, 9^{ème} édition, DUNOD, paris, 1999, p385

³ André BOYER, op cit, p134

- المخاطر غير النظامية: ويقصد بها حالات عدم التأكد التي تنشأ بسبب ظروف خاصة أو عوامل متعلقة بمؤسسة معينة أو قطاع معين، بحيث تكون مستقلة عن مخاطر النشاط الاقتصادي ويمكن التحكم فيها.

المطلب الثاني: اتخاذ قرار الاستثمار

إن كل قرار يتعلق بإنفاق مبلغ مالي معين لحيازة أصل ما في سبيل الحصول على تدفقات نقدية مستقبلا كما يهدف إلى تعظيم ثروة المؤسسة والحفاظ عليها يعد قراراً استثمارياً، حيث يكتسي هذا القرار أهمية كبرى في حياة المؤسسة وبقائها ونموها.

الفرع الأول: قرار الاستثمار

يعتبر قرار الاستثمار من أهم القرارات وأخطرها لارتباطه بالعديد من المتغيرات الاقتصادية التي يصعب التنبؤ بسلوكها أحياناً، ويستمد قرار الاستثمار في المؤسسة أهميته من مجموعة من الخصائص أهمها¹:

- ضخامة المبالغ المالية المخصصة للحصول على الاستثمارات؛
- يعتبر الاستثمار تجميداً للأموال على المدى الطويل، وتوقع تحقيق عوائد مستقبلاً مما يجعل من الصعب الرجوع عن قرار الاستثمار بعد الانطلاق في تنفيذه؛
- يعتمد قرار الاستثمار بشكل كلي على التنبؤات المستقبلية، وقد يؤدي التنبؤ الخاطئ لمتطلبات الاستثمار في الأصول إلى نتائج خطيرة؛ فالإفراط في الاستثمار يؤدي إلى تكاليف عالية غير ضرورية أما الاستثمار غير المكافئ فيؤدي إلى مشكلتين الأولى إذا لم تكن المؤسسة حديثة بشكل ملائم فلا يمكنها منافسة غيرها من المؤسسات، والثانية إذا كانت الطاقة الإنتاجية للمؤسسة غير كافية فستخسر جزءاً من حصتها السوقية لفائدة منافسيها.

إن الخصائص التي يتميز بها قرار الاستثمار تجعل منه قراراً استراتيجياً يتطلب دراسة دقيقة وعميقة تتم وفق عدة مراحل تتمثل في²:

1. تحديد الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة:

حيث أن الهدف من حيازة الاستثمارات أو إنجازها هو تحقيق الأهداف التي تسطرها المؤسسة على المدى المتوسط والطويل والتي تتحدد بناء على التوجه الاستراتيجي للمؤسسة؛

¹ جمال الدين مرسى، أحمد عبد الله اللحج، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية: الإسكندرية، 2006، ص 410

² تير زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات بالقطاعين العام والخاص في الجزائر، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009، ص 6

2. البحث عن الاستثمارات أو المشاريع:

حيث يتم البحث عن تلك الاستثمارات الضرورية لتحقيق الأهداف العامة للمؤسسة وذلك بمشاركة جميع المستويات الإدارية في المؤسسة، ثم تلي هذه المرحلة عملية وصف المشروع الاستثماري والذي يتضمن عدة استثمارات مختلفة (أراضي، مباني، آلات، الاحتياج في التمويل المرتبط بعمليات الاستغلال)؛

3. جمع المعلومات:

إن الطابع الاستراتيجي للاستثمار يستوجب القيام بمجموعة من الدراسات والبحوث بهدف جمع المعلومات الضرورية عنه؛ وتشمل دراسة المشروع الاستثماري لمختلف جوانبه: التجارية، التقنية، المالية... الخ؛

1) الدراسة التجارية:

وتعتبر أهم دراسة حيث يتحدد من خلالها رقم الأعمال الممكن تحقيقه وبالتالي مردودية الاستثمار المتوقعة ولذلك من الضروري تحديد:

- السوق ومعدل نموه، سعر البيع، سياسة التوزيع، آجال التحصيل؛
- الحصة السوقية المستهدفة؛

وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار القيود المحتمل مواجهتها والتي من بينها: محدودية الموارد؛ المنافسة (الحالية والمستقبلية)، القوانين والتشريعات التي تفرضها الدولة.

2) الدراسة التقنية والاقتصادية:

وتتمثل في دراسة مختلف الحلول التقنية المحتملة للمشاكل المطروحة مع تحديد:

- قيمة الاستثمارات الضرورية، تكاليف الاستغلال (مصاريف ثابتة، متغيرة)، آجال الاستلام و الإنجاز، مدة حياة الاستثمارات.

3) الدراسة البشرية:

وترتكز هذه الدراسة على تخطيط التشغيل وتحديد الاحتياجات من الموارد البشرية من حيث العدد والمؤهلات، التكوينات اللازمة.

4) الدراسة الجبائية والقانونية:

تتمثل في تحديد الامتيازات التي يمكن للمؤسسة الاستفادة منها فيما يخص الاهتلاكات، الرسم على القيمة المضافة، معدل الضريبة على أرباح الشركات، وكذلك مختلف التنظيمات القانونية المشجعة أو المقيدة مثل الإعانات المقدمة.

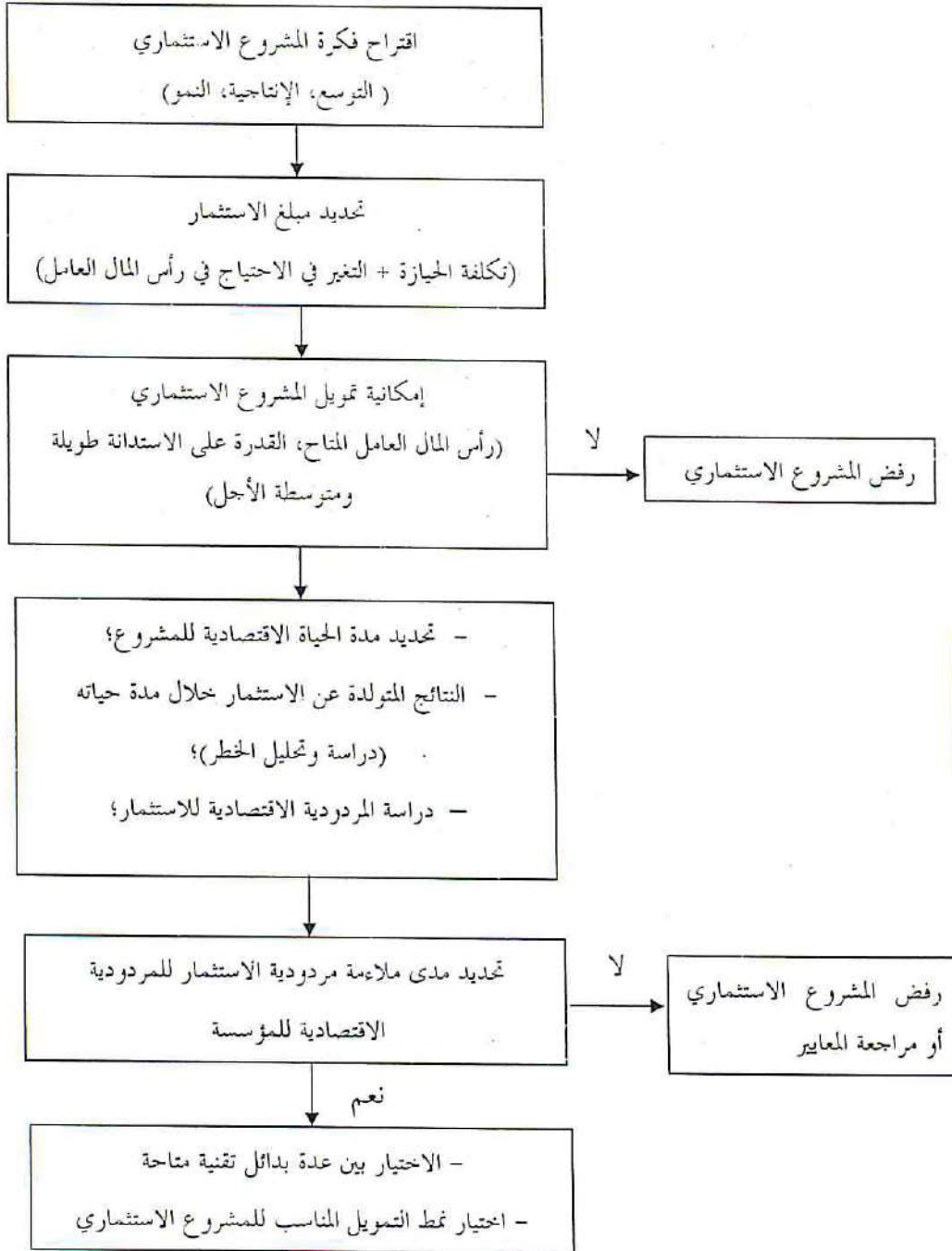
5) الدراسة المالية:

وتشمل هذه الدراسة:

- تحديد موارد التمويل؛
- قدرة المؤسسة على الاستدانة؛
- معدل الفائدة في السوق المالي؛
- سياسة التمويل التي ترغب المؤسسة في تبنيها للاستثمار.

ويمكن تلخيص المراحل التي يمر بها اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة في الشكل التالي:

الشكل (1.1): سيرورة اتخاذ القرار الاستثماري



Source: Abdallah Boughaba, op cit, p19

الفرع الثاني: معايير اختيار الاستثمار

في ظل محدودية الموارد الموجهة لتمويل الإنفاق الاستثماري وتعدد مقترحات المشاريع الاستثمارية، يتطلب الأمر من متخذ القرار اختيار تلك المشاريع التي تتماشى وأهداف المؤسسة، ويتم ذلك استنادا إلى عدد من المعايير المعتمدة للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المقترحة، حيث يحتكم متخذ القرار إلى معيار معين حسب طبيعة الاستثمار ونتائج التحكيم.

تعدد الطرق والمعايير المستخدمة لتقييم الاستثمارات والوصول إلى قرار بشأن قبول وتنفيذ الاستثمار من عدمه، ومن أهم هذه المعايير نذكر:

- فترة الاسترداد (le délai de récupération)؛
- القيمة الحالية الصافية (la valeur actuelle nette) ؛
- مؤشر الربحية (L 'indice de profitabilité)؛
- معدل العائد الداخلي (le taux de rentabilité interne).

وتجدر الإشارة إلى أن هناك أساليب أخرى للتقييم المالي للاستثمارات تم تجاوزها وذلك نظرا لما يشوبها من نواحي قصور متعددة، فمثلا طريقة العائد المحاسبي التي تقيس النسبة بين متوسط الربح السنوي المتوقع للاستثمار والتكلفة الأولية له يعاب عليها تجاهل القيمة الزمنية للنقود، كما أن هذه الطريقة تقوم على الأساس المحاسبي وليس على أساس التدفقات النقدية.

1. فترة الاسترداد:

وهي من أوسع الطرق انتشارا والمستخدمه كنموذج لاتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار، وتمثل في الفترة اللازمة لاسترجاع الأموال المستثمرة، وتمثل الزمن الذي يكون فيه مجموع التدفقات النقدية الحينية والمتراكمة تغطي تكلفة رأس المال المستثمر¹، والبديل الاستثماري الأمثل وفقا لهذا المعيار هو البديل الأقل فترة في الاسترداد، وتعطى وفق العلاقة:

$$D_R : \sum_{i=1}^n Ri(1+k)^{-i} = I$$

حيث أن:

Ri: عوائد الاستثمار (التدفقات النقدية)؛

¹ Jack forget, financement et rentabilité des investissements, édition d'organisation, paris, 2005, p39

k : معدل الخصم (التحيين) ويعكس تكلفة رأس المال أو معدل المردودية الأدنى المطلوب تحقيقه من الاستثمار؛
 I : تكلفة الاستثمار.

إن استخدام هذه الطريقة كـمـعيار لتقييم الاستثمارات وعلى الرغم مما تطرحه من صعوبات في تحديد معدل الخصم إلا أنها تتميز بـ:

- يفيد عند دراسة المشاريع الاستثمارية التي تكون شديدة الحساسية للمنافسة والمخاطر المرتفعة والتطورات التكنولوجية السريعة؛
 - تناسب طريقة فترة الاسترداد المؤسست التي تعاني من مشاكل السيولة، حيث يتم بمقتضاها اختيار المشاريع التي تتميز بسرعة تدفقها النقدية.
2. القيمة الحالية الصافية:

وتمثل الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات الداخلة للاستثمار وتكلفته، بمعنى الفرق بين التدفقات النقدية المتولدة عن الاستثمار والحينة إلى زمن بداية النشاط مع رأس المال المستثمر، وتحسب وفق العلاقة¹:

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} - I$$

حيث أن:

k : معدل التحيين؛

CF_t : التدفق النقدي للسنة t ؛

I : تكلفة الاستثمار.

ويكون الاستثمار مقبولاً وفقاً لهذا المعيار إذا حقق قيمة حالية صافية أكبر تماماً من الصفر؛ أي أن المؤسسة ستلتقي عوائد مستقبلية من استغلالها للاستثمار تفوق ما أنفقتة لإنجازه وتشغيله، لكن الاعتماد على القيمة الحالية الصافية كـمـعيار لتقييم الاستثمارات يبقى محدوداً إذ يطرح صعوبات في تحديد معدل الخصم (تكلفة التمويل) كأساس للحساب؛ فلا يوجد اتفاق محدد لقياسه، كما أن هذا المعيار لا يعطي ترتيباً صحيحاً للبدائل الاستثمارية في حالة اختلاف في أعمارها الإنتاجية وفي أحجامها.

¹ إلياس بن ساسي، يوسف فريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية - دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، 2006، ص 317

3. مؤشر الربحية:

ويعد أحد المعايير المستخدمة في دراسة قرارات إنشاء المشاريع الاستثمارية، وقد استحدثت بهدف تجنب التأثيرات السلبية لمؤشر القيمة الحالية الصافية لتحديد أثر الحجم على القيمة الحالية الصافية، ويعرف على أنه نسبة مجموع التدفقات المحيئة إلى تكلفة الاستثمار ويحسب وفق العلاقة التالية¹:

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{Cft}{(1+K)^t}}{I}$$

فإذا كانت القيمة الحالية الصافية تقيس الميزة المطلقة لمشروع معين فإن مؤشر الربحية يقيس الميزة النسبية لهذا المشروع؛ أي يقيس ربحية كل وحدة نقدية مستثمرة في المشروع وبالتالي يمكن المقارنة بين عدة مشاريع حتى ولو اختلفت في حجمها؛

ويكون المشروع الاستثماري مقبولا وفقا لهذا المعيار إذا كان مؤشر الربحية أكبر من الواحد، ويرفض إذا كان أقل أو يساوي الواحد، وفي حال تعددت البدائل الاستثمارية فإنه يتم اختيار المشروع ذو مؤشر الربحية الأكبر.

4. معدل المردودية الداخلي (TRI):

و يعبر عن معدل التحيين الذي تتساوى عنده مجموع التدفقات النقدية المحيئة وتكلفة الاستثمار، وبصورة أخرى هو معدل التحيين الذي تنعدم عنده القيمة الحالية الصافية أي²:

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{Cft}{(1 + TRI)^t} - I = 0$$

من خلال المعادلة يتم تحديد معدل العائد (المردودية) الداخلي ثم مقارنته بتكلفة الأموال (CMP):

- إذا كان معدل المردودية الداخلي المحقق من المشروع الاستثماري أكبر من تكلفة الأموال فإن الاستثمار مقبول من منظور الجدوى الاقتصادية؛
- في حالة المفاضلة والاختيار بين مجموعة من الفرص الاستثمارية المتنافسة على قدر محدود من الموارد فإنه يتم اختيار تلك التي تحقق معدل مردودية داخلي أكبر.

¹ المرجع السابق، ص 321

²Gérard charreaux, op cit, p90

المبحث الثاني: الاحتياجات المالية قصيرة المدى (دورة الاستغلال)

إن احتياجات الاستثمار في المؤسسة لا تنطوي فقط على الاستثمار في الأصول الثابتة (المعدات، الآلات، المباني...)، وإنما على المؤسسة الاستثمار أيضا في أصول الاستغلال والتي تمكنها من القيام بنشاطاتها الجارية اليومية و السير العادي لدورة الاستغلال؛
نتناول ضمن هذا المبحث التعريف بدورة الاستغلال، مراحلها وطبيعة احتياجات هذه الدورة في المؤسسة.

المطلب الأول: دورة الاستغلال

الفرع الأول: مفهوم دورة الاستغلال

1. تعريف دورة الاستغلال:

تعبر دورة الاستغلال عن مجموعة العمليات المتتابعة التي تقوم بها المؤسسة والتي تهدف من خلالها إلى إنتاج السلع أو تقديم الخدمات وذلك في سبيل تحقيق عملية تبادلها مع باقي الأعران الاقتصاديين؛
وتتمثل دورة الاستغلال في المدة المتوسطة بين مشتريات المؤسسة من المدخلات الضرورية (المواد الأولية والبضائع... الخ) وتحصيل المبيعات (رقم الأعمال)¹.

تتميز دورة الاستغلال في المؤسسة بمجموعة من الخصائص تتمثل في²:

- هي عبارة عن سلسلة من العمليات المتتالية التي تتحول من خلالها التدفقات المادية (السلع والخدمات) إلى تدفقات نقدية؛
- ينتج عن هذه العمليات ديون متمثلة في المشتريات من الموردين، تسديد الأجراء... وحقوق متمثلة في المبيعات للعملاء؛
- لا تنشأ دورة الاستغلال في المؤسسة بشكل متزامن بين التدفقات الحقيقية المرتبطة بالتسليم المادي للسلع والخدمات والتدفقات النقدية المرتبطة بالتسديدات، وإنما تنشأ دورة الاستغلال من خلال آجال تسديد القروض الممنوحة من طرف الموردين والآجال التي تمنحها المؤسسة للعملاء، حيث تطول هذه الدورة بزيادة الفارق الزمني بين التدفقات الحقيقية والنقدية.

¹Pierre Conso, Farouk Hemici, op cit, p209

²مقدم ليلي، سياسات تسيير عناصر الاحتياج في رأس المال العامل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008، ص5

2. فترة دورة الاستغلال:

تختلف فترة دورة الاستغلال تبعاً لاختلاف النشاط الرئيسي الذي تمارسه المؤسسة فتكون طويلة بالنسبة لنشاطات الإنتاج وقصيرة بالنسبة للأنشطة التجارية والخدمات¹؛ وذلك راجع لاختلاف:

- مدة سيرورة العملية الإنتاجية؛
- مدة التخزين الخاصة بالمواد الأولية أو المنتجات النهائية أو البضائع؛
- مدة الاعتماد المنسوح للزبائن وآجال الدفع الممنوحة من طرف الموردين.

الفرع الثاني: مراحل دورة الاستغلال

تعبر وظيفة الاستغلال عن النشاط الرئيسي للمؤسسة وتحدد طبيعتها إن كانت صناعية أم تجارية أم خدمية، وتتجراً إلى المراحل التالية²:

1. مرحلة الإمداد (التمويل بالمواد الأولية ومستلزمات النشاط):

وتتمثل في تزويد المؤسسة بالمدخلات المادية الضرورية للنشاط ومنها المواد الأولية، مستلزمات الإنتاج، الطاقة... الخ وتختلف طبيعة هذه المرحلة باختلاف طبيعة النشاط؛

2. مرحلة التخزين الأولي (المخزون القبلي):

تأتي هذه المرحلة بعد عمليات شراء المدخلات وقبل مرورها إلى ورشات التصنيع أو البيع، ويعتبر التخزين ضرورة اقتصادية ملحة وذلك راجع لعدة عوامل منها:

- حالة عدم التأكد في المحيط و التي تظهر من خلال التذبذب في الأسعار و الانقطاعات المحتملة في التوريد، ومنه فالتخزين يعتبر صمام أمان يحمي المؤسسة من المخاطر المحتملة في المحيط القبلي؛
- تلبية الطلبات الكبيرة المحتملة من طرف العملاء، وعليه تندفع المؤسسة إلى إستراتيجية المخزون من أجل التقليل من مخاطر الانقطاعات والأزمات المحتملة؛

- تقدم المؤسسة أحياناً على الشراء بكميات كبيرة تفوق احتياجاتها العادية؛ بهدف الضغط على المورد من أجل تدنية أسعار الشراء وذلك شريطة امتلاك المؤسسة لقدرات تخزين مهمة؛

إلا أن إقدام المؤسسة على هذه العملية بشكل كبير قد يخلق مشاكل منها:

- تجميد السيولة المالية في شكل تدفقات مادية، وذلك له تأثير على خزينة المؤسسة ومن ثم على أهداف التوازن المالي؛

¹ Gérard charreaux, op cit, p17

² إلياس بن ساسي، بوسلف تريشي، مرجع سبق ذكره، ص 75 - 78

- ارتفاع التكاليف الثابتة المتمثلة في تكاليف التخزين وملحقاتها.

3. مرحلة التصنيع (الإنتاجية) :

وهي محور وظيفة الاستغلال وتتضمن أهم النشاطات الرئيسية ومنها تحويل المدخلات المادية إلى منتجات ذات قيمة استعمالية، والمتمثلة في منتجات المؤسسة سواء التامة أو نصف مصنعة، حيث تتحمل المؤسسة خلال هذه المرحلة تكاليف الإنتاج التي تتخذ فيها التكاليف المباشرة الجزء الأكبر (تكاليف المواد الأولية، اليد العاملة، الطاقة، الخدمات المقدمة من الغير...).

4. تخزين المنتجات التامة والنصف مصنعة وغيرها (المخزون البعدي) :

بعد انتهاء عملية التصنيع والتحويل توجه المنتجات نحو التخزين أو مباشرة نحو البيع وذلك حسب كل حالة، وحسب طريقة التخزين المعتمدة من طرف المؤسسة.

حيث أن آلية المخزون البعدي لا تقل أهمية عن المخزون القبلي وذلك لمبررات أهمها:

- تأمين احتياجات العملاء بصفة دائمة وذلك ضمانا لعلاقات دائمة مع مختلف المتعاملين في السوق، وحرصا على تنمية وتطوير الحصة السوقية للمؤسسة؛

- تجنب المخاطر المتعلقة بتوقف الإنتاج ومن ثم تضمن المؤسسة البقاء في السوق حتى استعادة النشاط؛

- مواجهة تهديدات سوق الموردين في حال وقوع أزمات أو ارتفاع في الأسعار أو انقطاعات في التوريد، وعليه فإن الإنتاج ثم التخزين بكميات مدروسة يحمي المؤسسة من انتقال أزمات في السوق القبلي إلى السوق البعدي؛

- إمكانية المؤسسة استخدام المخزون للتحكم في الأسعار (في بعض القطاعات)، فإذا أرادت تخفيض الأسعار تلجأ إلى التقليل من التخزين وزيادة العرض، أما إذا أرادت المحافظة على الأسعار أو رفعها تلجأ إلى التقليل من التخزين والتقليل من العرض.

كما تجدر الإشارة إلى أن هناك بعض المنتجات غير قابلة للتخزين بطبيعتها ومنها الخدمات مثل النقل، الإيواء، الاتصالات، الطاقة الكهربائية، ومن ثم يفقد المخزون أهميته بالنسبة لهذه القطاعات مقارنة بقطاعات أخرى؛

5. مرحلة البيع والتوزيع:

وتتمثل في المرحلة التسويقية حيث يتم فيها عمليات البيع والتوزيع والنقل والتسليم ومختلف النشاطات التسويقية كالترويق والإشهار وخدمات ما بعد البيع... الخ

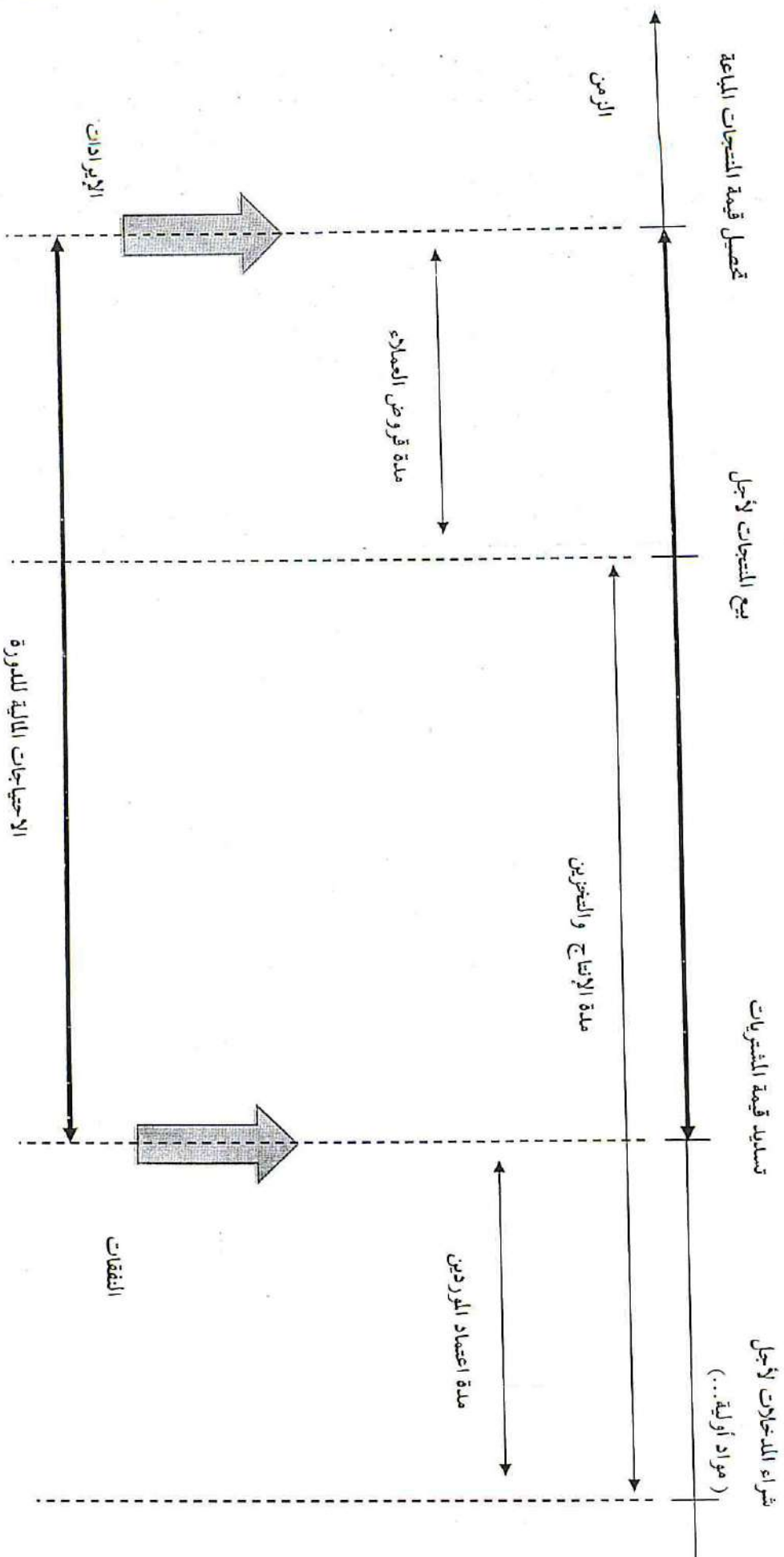
تتحمل المؤسسة خلال هذه المرحلة تكاليف التوزيع والنقل والإشهار... الخ، كما تمنح المؤسسة لبعض العملاء خصومات تجارية وتخفيضات في السعر وآجال للدفع وذلك من أجل جلب أكبر عدد ممكن من العملاء.

6. مرحلة تحصيل المبيعات:

قد يستدعي الأمر أن تمنح المؤسسة آجال دفع لعملاء محددين لفترة تتحدد بالاتفاق، وبالتالي تتحمل المؤسسة فترة تتجسد فيها السيولة المالية في شكل قروض للعميل، تنتهي هذه الفترة بأجل التسديد حيث تتلقى المؤسسة مستحقاتها في شكل أموال سائلة.

يوضح الشكل التالي دورة الاستغلال في المؤسسة الإنتاجية:

الشكل رقم (2.1) : دورة الاستغلال في المؤسسة الإنتاجية



Source : LE FINANCEMENT DU CAPITAL CIRCULANT, www.slidefinder.net/p/presentation_20des...20financement.../1778634
 page consultée le: 17/05/2011

ما يمكن ملاحظته من الشكل السابق أن الآجال التي تجري بين شراء واستعمال المواد الأولية، وكذلك بين الإنتاج وبيع المنتجات النهائية هي المولدة للاحتياجات التمويلية للدورة.

المطلب الثاني: احتياجات تمويل دورة الاستغلال

الفرع الأول: طبيعة احتياجات دورة الاستغلال

يعتبر الاحتياج في رأس المال العامل المؤشر الأساسي الذي يحدد احتياجات دورة الاستغلال، و يتولد هذا الاحتياج عن الاختلال الناتج عن عمليات الاستغلال والتي ترتبط أساسا بمدد دورة الإنتاج في المؤسسة، تسيير المخزون، سياسة البيع لأجل للعملاء وآجال الدفع الممنوحة من طرف الموردين.

1. مفهوم الاحتياج في رأس المال العامل:

ينتج الاحتياج في رأس المال العامل عن الأنشطة المباشرة للمؤسسة التي تولد احتياجات مالية بسبب التفاعل مع مجموعة من العناصر أهمها المخزونات، حقوق العملاء وديون الموردين، الرسم على القيمة المضافة والديون الجبائية والاجتماعية¹؛

فبالنسبة للمخزونات وعندما تقوم المؤسسة بتخزين البضائع سواء كانت تراول نشاطا تجاريا، أو تخزين كل من المواد الأولية، المنتجات نصف مصنعة، المنتجات قيد التصنيع والمنتجات التامة إذا كانت مؤسسة إنتاجية من أجل ضمان سيرورة العملية الإنتاجية، فإن المؤسسة في كلتا الحالتين قامت بتجميد سيولتها على شكل مخزونات وبالتالي فهي تشكل احتياجا في التمويل؛

كذلك الأمر عندما تقوم المؤسسة بمنح آجال لعملائها لتسديد مستحقاتهم؛ فالبرغم من أن حقوق العملاء تصنف ضمن عناصر الأصول المتداولة إلا أنها تعبر عن تجميد مؤقت للسيولة ذلك أن الخزينة لا تستفيد منها إلا عند آجال التسديد الممنوحة للعملاء (أسبوع، شهر...) وبالتالي فحقوق العملاء هي الأخرى تمثل احتياجا في التمويل.

كما تحصل المؤسسة على موارد متعلقة بدورة الاستغلال وتمثل في الآجال التي يمنحها المورد لتسديد التزاماتها؛ إذ أن عدم التسديد الفوري لقيمة المشتريات ومستلزمات الإنتاج الأخرى يسمح بالاستفادة من تلك السيولة

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص75

في تمويل احتياجات أخرى،¹ وعليه تعتبر ديون الموردين إضافة إلى ديون الاستغلال الأخرى (الديون الاجتماعية و الجبائية، التسبيقات) كمصادر لتمويل عمليات الاستغلال؛

إن الفرق بين احتياجات و موارد دورة الاستغلال ينتج عنه رصيد الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال، و يتميز هذا الأخير بالخصائص التالية:

- يرتبط بطبيعة نشاط المؤسسة؛ ذلك أن عناصر الاحتياج في رأس المال العامل تختلف بالنسبة لمؤسسة تجارية عنها في مؤسسة صناعية.

- يرتبط مستوى الاحتياج في رأس المال العامل بمدة دورة الاستغلال أي آجال تصريف المخزون ودوران عناصر الاحتياج في رأس المال العامل فكلما توسعت دورة الاستغلال بفعل نمو النشاط يزداد مستوى هذا الاحتياج.

2. أجزاء الاحتياج في رأس المال العامل :

يمكن أن نفرق بين الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال و الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال:

1) الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال :

ويشمل العناصر الأكثر أهمية في الاحتياج في رأس المال العامل ويتميز بانتماء جميع عناصره سواء كانت حقوق أو ديون إلى دورة الاستغلال²، كما يفترض ارتباطه المباشر برقم الأعمال.

والجدول التالي يوضح استخدامات و موارد الاستغلال:

جدول (1.1): عناصر الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال

موارد الاستغلال	استخدامات الاستغلال
- تسبيقات و حسومات مقبوضة على الطلبات الجارية؛	- مخزونات؛
- ديون الاستغلال (ديون الموردين، ديون جبائية واجتماعية)؛	- تسبيقات و حسومات مدفوعة على الطلبات الجارية؛
- نواتج محققة سلفا متعلقة بدورة الاستغلال.	- حقوق العملاء والحسابات الملحقة؛
	- أعباء محققة سلفا متعلقة بدورة الاستغلال.

Source : Pierre RAMAGE, analyse et diagnostic financier, édition d'organisation, paris,2001,p73

¹ نير زغود ، مرجع سبق ذكره،ص9

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص84

وعليه فإن الاحتياج في رأس المال العامل الاستغلال يحسب وفق العلاقة:

$$\text{الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال} = \text{استخدامات الاستغلال} - \text{موارد الاستغلال}$$

2) الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال :

و يتمثل في الاحتياج المالي المتولد عن نشاطات خارج دورة الاستغلال ويحسب بالفرق بين استخدامات خارج الاستغلال (حقوق متنوعة) وموارد خارج الاستغلال (ديون متنوعة)¹، وعموماً يعتبر عنصراً ثانوياً في الاحتياج في رأس المال العامل.

والجدول التالي يوضح استخدامات وموارد خارج الاستغلال:

جدول (2.1) : عناصر الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال

موارد خارج الاستغلال	استخدامات خارج الاستغلال
- ديون متنوعة (ديون الاستثمارات، ديون جبائية، ديون أخرى خارج الاستغلال)؛ - نواتج محققة سلفاً خارج دورة الاستغلال.	- حقوق متنوعة (حسومات مدفوعة للضرائب، حسابات جارية للشركاء، حقوق التنازل عن الاستثمارات)؛ - أعباء محققة سلفاً خارج دورة الاستغلال.

Source : Ibid, p74

وعليه فإن الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال يحسب وفق العلاقة:

$$\text{الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال} = \text{استخدامات خارج الاستغلال} - \text{موارد خارج الاستغلال}$$

3) الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي :

ويعبر عن الاحتياجات المالية المتولدة عن الأنشطة الرئيسية وغيرها ، ويمثل مجموع الرصيدين السابقين ويحسب بالعلاقة التالية²:

$$\text{الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي} = \text{الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال} + \text{الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال}$$

¹ Pierre RAMAGE ,op cit, p74

² المرجع السابق؛ ص85

3. تسيير الاحتياج في رأس المال العامل:

يعتبر الاحتياج في رأس المال العامل من المحددات الأساسية لمستوى الخزينة، وبالتالي فإن أي مخطط لإنعاش الخزينة يجب أن يستهدف بالدرجة الأولى تخفيض هذا الإحتياج أو تكييفه مع حجم النشاط؛ إن أي تخفيض للإحتياج في رأس المال العامل يجب أن ينصب على تسيير محكم لمكوناته الرئيسية المتمثلة في: المخزونات، العملاء، الموردون:

1) المخزونات:

يشكل المخزون في بعض القطاعات الاقتصادية الجزء الأهم من الإحتياج في رأس المال العامل، حيث يرتبط حجم المخزون في المؤسسة بتقاطع أهداف مسؤولي البيع والإنتاج من جهة، وأهداف المسؤول المالي من جهة أخرى؛ فمصلحة البيع تمهد دائماً إلى أن يكون هناك مخزون من المنتجات القابلة للبيع وبصورة دائمة، أما مصلحة الإنتاج فتبحث دائماً على أن تكون في مأمن عن أي إنقطاع في مخزون المواد الأولية، لذا لا بد على المؤسسة أن تتبع سياسة مثلى لتسيير المخزون ومحاولة التخفيض من هذا الأخير بهدف التخفيض من الإحتياج في رأس المال العامل ويكون ذلك بـ¹:

- تقليص المخزون إلى المستوى الصفري ويعتمد على مبدأ في الرقت المناسب (juste à temps)؛
- التموين بشكل متكرر (شرط أن لا يكون ذلك مكلفاً)؛
- اعتماد تصنيف المخزونات حسب أولويات الاستغلال؛
- استخدام مواد أولية أقل تكلفة؛
- التحكم في مدة عمليات الإنتاج.

2) اعتمادات العملاء:

عادة ما يمثل هذا العنصر النسبة الأكبر من الإحتياج في رأس المال العامل، ويعتبر من الحسابات غير المستقرة لعدم وجود ضمانات لتحويله إلى تدفقات نقدية، حيث أن عدم ضمان التزام العملاء بالدفع قد يؤدي في أوقات الأزمات إلى إفلاس المؤسسة، ويمكن تخفيض هذا العنصر وبالنتيجة تخفيض مستوى الإحتياج في رأس المال العامل للاستغلال وبالمقابل تحسين مستوى الخزينة وذلك عن طريق:

- تحسين طرق تحصيل الحقوق من العملاء (متابعة وتسيير العلاقات مع العملاء)؛
- اعتماد طرق الخصم من أجل تحقيق السيولة وذلك من خلال تشجيع الدفع الفوري بمنح خصومات تعجيل الدفع، وبالتالي تقليص حجم الأموال المجمدة المخصصة لتغطية قروض العملاء.

¹ Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, op cit ,p272

3) اعتمادات المورد:

وتعتبر عن موارد لتمويل احتياجات الاستغلال، مما يتطلب من المؤسسة أن تكون ذات قدرات تفاوضية عالية للاستفادة من آجال أكثر ملاءمة لتسديد التزاماتها لدى الموردين¹.

الفرع الثاني: الاحتياج في رأس المال العامل المعياري

تغير مستويات الاحتياج في رأس المال العامل بشكل دوري خلال دورة الاستغلال في المؤسسة، وأحيانا يزداد بمستويات معتبرة وملحوظة، وفي هذه الحالة يصعب تغطية هذا الاحتياج عن طريق رأس المال العامل؛ إذ تمتد آثار هذه الزيادة إلى الخزينة ومستوى السيولة في الأجل القصير، وقد يكون ذلك نتيجة لـ²:

- نمو نشاط المؤسسة: وذلك بارتفاع رقم الأعمال وما يصاحب ذلك من ارتفاع في الاحتياج في رأس المال العامل؛

- تغير شروط الاستغلال: حيث أن الخلل في تسيير عناصر الاستغلال والنتائج عن بطء معدلات دوران المخزونات، منح آجال طويلة للعملاء والقبول بآجال قصيرة من الموردين يؤدي إلى تضخم مستوى الاحتياج في رأس المال العامل بشكل غير مبرر لا يتناسب مع معدلات نمو رقم الأعمال؛

- التقلبات الموسمية: حيث يتزايد مستوى الاحتياج في رأس المال العامل في فترات وينخفض أو يكون معدوما في فترات أخرى، وذلك راجع للتقلبات الموسمية في بعض المؤسسات التي تتميز بمنتجاتها بطبيعة خاصة.

ولذلك يتم الاعتماد على الطريقة المعيارية لتقدير مستوى الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال بما يتناسب مع الإمكانيات المالية للمؤسسة، ويكون ذلك بناء على معلومات تقديرية في إطار إعداد مخطط للنمو المستقبلي.

1. تحديد الاحتياج في رأس المال العامل المعياري :

ويتم ذلك حسب طريقة الخبراء الخاسبيين حيث يتم التعبير عن القيمة المتوسطة لكل عنصر من عناصر الاستغلال الداخلة في حساب الاحتياج في رأس المال العامل وفق عاملين، وذلك استناداً إلى الافتراضات التالية³:

- مستوى النشاط منتظم عبر الزمن، على اعتبار أن دورة الاستغلال تمتد لفترة 12 شهرا و30 يوما للشهر؛
- القيمة المتوسطة لكل عنصر من عناصر الاحتياج في رأس المال العامل نسبة إلى رقم الأعمال خارج الرسم (HT) يعبر عنها بأيام من رقم الأعمال؛

¹ Idem

² مقدم ليلي، مرجع سبق ذكره، ص17

³ Ibid, p222

- يعبر عن الاحتياج في رأس المال العامل بأيام من رقم الأعمال خارج الرسم، بما يسمح بإعداد تقديرات حول مختلف المستويات الممكنة لرقم الأعمال خارج الرسم.

1) المدة المتوسطة للدوران (معدل الدوران) :

أ. بالنسبة للمخزونات: تتمثل في المدة المتوسطة التي يبقى فيها المخزون قبل استعماله بالنسبة للمواد الأولية، قبل إنجازها بالنسبة للمنتجات قيد التنفيذ وقبل بيعها بالنسبة للمنتجات التامة؛
- معدل دوران المواد الأولية: ويحسب وفق العلاقة التالية :

$$\text{معدل دوران المواد الأولية} = \frac{\text{مخزون المواد الأولية}}{\text{تكلفة شراء المواد الأولية المستهلكة}} \times 360 \text{ يوم} = \text{يوم}^{**}$$

- معدل دوران منتجات قيد التنفيذ: ويحسب وفق العلاقة التالية :

$$\text{معدل دوران المنتجات قيد التنفيذ} = \frac{\text{مخزون المنتجات قيد التنفيذ}}{\text{تكلفة الإنتاج قيد التنفيذ}} \times 360 \text{ يوم} = \text{يوم}^{**}$$

- معدل دوران المنتجات التامة: ويحسب وفق العلاقة التالية :

$$\text{معدل دوران المنتجات التامة} = \frac{\text{مخزون المنتجات التامة}}{\text{تكلفة إنتاج المنتجات المباعة}} \times 360 \text{ يوم} = \text{يوم}^{**}$$

ب. بالنسبة لحقوق العملاء أو ديون الموردين: تمثل المدة المتوسطة للاعتماد الممنوح أو المحصل عليه:

- معدل دوران العملاء: ويحسب وفق العلاقة التالية :

$$\text{معدل دوران العملاء} = \frac{\text{مستحقات العملاء}}{\text{رقم الأعمال كل الرسوم محتواة}} \times 360 \text{ يوم} = \text{يوم}^{**}$$

- معدل دوران المورد: ويحسب وفق العلاقة التالية :

$$\text{معدل دوران المورد} = \frac{\text{مستحقات المورد}}{\text{المشتريات كل الرسوم محتواة}} \times 360 \text{ يوم} = \text{يوم}^{**}$$

ت. العناصر الجبائية والاجتماعية:

- معدل دوران الرسم على القيمة المضافة (TVA) الواجبة الدفع: ويحسب وفق العلاقة التالية :

$$\text{معدل دوران القيمة المضافة الواجبة الدفع} = \frac{\text{القيمة المتوسطة للعنصر}}{\text{TVA الواجبة الدفع سنويا}} \times 360 \text{ يوم} = \text{يوم}^{**}$$

- معدل دوران الأجور: ويحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران الأجور} = \frac{\text{القيمة المتوسطة للأجر}}{\text{الأجور السنوية}} \times 360 \text{ يوم}^{**} = \text{يوم}^{**}$$

- معدل دوران المصاريف الاجتماعية: ويحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران المصاريف الاجتماعية} = \frac{\text{القيمة المتوسطة المصاريف الاجتماعية}}{\text{المصاريف الاجتماعية السنوية}} \times 360 \text{ يوم}^{**} = \text{يوم}^{**}$$

2) معامل الترجيح :

و يقيس أهمية كل عنصر من عناصر الاستغلال بالنسبة لرقم الأعمال خارج الرسم ويحسب وفق العلاقة¹ :
أ. معاملات ترجيح المخزون:

$$\text{معامل ترجيح المواد الأولية} = \frac{\text{تكلفة شراء المواد الأولية المستهلكة}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

$$\text{معامل ترجيح منتجات قيد التنفيذ} = \frac{\text{تكلفة الإنتاج قيد التنفيذ}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

$$\text{معامل ترجيح المنتجات التامة} = \frac{\text{تكلفة إنتاج المنتجات المباعة}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

ب. معامل ترجيح العملاء: وتحسب كالتالي:

$$\text{معامل ترجيح العملاء} = \frac{\text{رقم الأعمال كل الرسوم محتواة}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

ت. معامل ترجيح المورد: وتحسب كالتالي:

$$\text{معامل ترجيح المورد} = \frac{\text{المشتريات كل الرسوم محتواة}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

¹ Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, op cit ,p283

ث. معاملات ترجيح العناصر الجبائية والاجتماعية :

- معامل ترجيح القيمة المضافة الواجبة الدفع : ويحسب كآآتي:

$$\text{معامل ترجيح القيمة المضافة الواجبة الدفع} = \frac{\text{TVA الواجبة الدفع سنويا}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

- معامل ترجيح الأجرور: ويحسب كآآتي:

$$\text{معامل ترجيح الأجرور} = \frac{\text{الأجرور السنوية}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

- معامل ترجيح المصاريف الاجتماعية: ويحسب كآآتي:

$$\text{معامل ترجيح المصاريف الاجتماعية} = \frac{\text{المصاريف الاجتماعية السنوية}}{\text{رقم الاعمال خارج الرسم}}$$

2. حساب الاحتياج في رأس المال العامل المعياري :

بعد حساب معدلات الدوران ومعاملات الترجيح لكل عنصر من عناصر الاستغلال، يمكن حساب الاحتياج في رأس المال العامل المعياري ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (3.1): الاحتياج في رأس المال العامل المعياري

عناصر الاستغلال بأيام من رقم الأعمال		معامل الترجيح	معدل الدوران	البيان
موارد	استخدامات			
	يوم/رقم الأعمال	***	يوم	المخزون
	يوم/رقم الأعمال	***	يوم	العلاء
يوم/رقم الأعمال		***	يوم	المورد
	يوم/رقم الأعمال	***	يوم	TVA المدفوعة
يوم/رقم الأعمال		***	يوم	TVA المجمعة
يوم/رقم الأعمال		***	يوم	المصاريف الاجتماعية
يوم/رقم الأعمال		***	يوم	الأجور
***يوم/رقم الأعمال (2)	***يوم/رقم الأعمال (1)			المجموع
***يوم/رقم الأعمال				الاحتياج في رأس المال العامل المعياري (1)-(2)

المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 295

حيث أن الطريقة المعيارية لحساب الاحتياج في رأس المال العامل تسمح بـ¹:

- إعداد التقديرات الضرورية لمخططات التمويل وتقييم المشاريع الاستثمارية سيما فيما يتعلق بدخول المؤسسة في نشاطات جديدة؛
- مراقبة تطور الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال واكتشاف الانحرافات مقارنة بأهداف تحددها المؤسسة أو بمعايير قطاعية، وبالتالي يمكن للمؤسسة تقييم وضعيتها الخاصة بالنسبة للقطاع الذي تنشط فيه؛
- تحديد تلك العناصر التي يمكن من خلالها التخفيض في مستوى الاحتياج في رأس المال العامل؛
- سهولة تقدير مستوى الاحتياج في رأس المال العامل انطلاقاً من تقدير رقم الأعداد خارج الرسوم.

¹ Jean Barreau Delahaye ,florence Delahaye, gestion financière, 8 ° édition, DUNOD, paris, 2006, p222

المطلب الثالث: الخزينة

تعتبر خزينة المؤسسة صورة عن مختلف العمليات التي تقوم بها سواء كانت طويلة أو قصيرة وتعكس صورتها التسييرية والتي تبحث عن التوازن المالي، ومن ثم قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها في وقتها المحدد من جهة، والحفاظ على نسبة معينة من السيولة والقدرة على مواصلة النشاط من جهة أخرى.

الفرع الأول: مفهوم الخزينة

1. تعريف الخزينة:

تمثل الخزينة مجموعة الأموال التي ترصدها المؤسسة لسداد التزاماتها المالية قصيرة الأجل و مواجهة الاستحقاقات المتولدة عن نشاطها الأساسي؛ كما تعبر الخزينة عن الأموال التي بحوزة المؤسسة وتشمل القيم الجاهزة التي يمكن التصرف فيها فعلا؛ ذلك أن رأس المال العامل لا يضمن للمؤسسة المرونة الكافية لتسديد كافة التزاماتها المالية¹.

جدول رقم (4.1): الخزينة

أصول الخزينة (الاستخدامات)	خصوم الخزينة (الموارد)
- المتاحات (البنوك، الصندوق، الحسابات البريدية الجارية)؛	- الاعتمادات البنكية الجارية؛ - قروض الخزينة الأخرى ² (تسهيلات الصندوق، القروض الموسمية..)
- التوظيفات المالية (القيم المنقولة للتوظيف، أوراق مالية أخرى، أوراق القبض القابلة للحسم)	

Source : Pierre RAMAGE, op cit, p 82

ويمكن تعريف الخزينة انطلاقا من المعادلة الأساسية للخرينة على أنها الفرق بين رأس المال العامل و الاحتياج في رأس المال العامل أي أنها تعبر عن رصيد لمجموع الموارد و مجموع الاحتياجات، أو انطلاقا من الميزانية الوظيفية للمؤسسة على أنها الفرق بين استخدامات و موارد الخزينة.³

¹ L.HONORE, gestion financière, édition ARMAND COLIN, 2004, p33

² تعبر عن موارد لتمويل احتياجات الخزينة (أنظر الفصل التالي).

³ زغود تبر، مرجع سبق ذكره، ص15

الخزينة = استخدامات الخزينة - موارد الخزينة

= المتاحات + التوظيفات المالية - الاعتمادات البنكية الجارية وديون الخزينة الأخرى

أو

الخزينة = رأس المال العامل - الاحتياج في رأس المال العامل

وعليه يمكن أن نميز بين ثلاث حالات ممكنة للخزينة:

- الخزينة الموجبة: وهي الوضعية التي يكون فيها رأس المال العامل قادرا على تمويل احتياجات الدورة وهناك فائض يضم إلى الخزينة، إلا أن تجميد الأموال ليس في صالح المؤسسة لذلك ينبغي على هذه الأخيرة استغلال هذه الأموال في تسديد ديونها القصيرة الأجل أو توظيفها في شكل استثمارات؛
- الخزينة السالبة: أي أن الاحتياج في رأس المال العامل يفوق رأس المال العامل وبذلك فالمؤسسة تفتقر إلى موارد لتمويل عمليات الاستغلال، وهذا ما يسبب اختلال في الخزينة نتيجة لنقص الأموال السائلة لمواجهة الديون الفورية، وهو ما يدفع بالمؤسسة إلى الاقتراض قصير الأجل؛
- الخزينة الصفرية: وهي الوضعية المثلى للخزينة وبذلك تحافظ المؤسسة على التوازن المالي إذ أن رأس المال العامل مساوي لاحتياجات رأس المال العامل.

2. وظيفة الخزينة :

تسعى المؤسسة عادة إلى تحقيق هدفين أساسيين، أولها تجميع ورصد الأموال اللازمة لمواجهة التزاماتها المالية وتجنب حالات التوقف عن الدفع وكذا تدنية التكاليف كتلك الناجمة عن استخدام القروض البنكية قصيرة الأجل.

يسمح تسيير الخزينة على مستوى المؤسسة بتجميع الأموال الضرورية لتحقيق العمليات المرتبطة بنشاطها، ومواجهة الاستحقاقات المالية الطارئة، أما في الحالات التي يتولد فيها فوائض مالية عن نشاط المؤسسة فإن تسيير الخزينة في هذه الحالة يسمح بضمان التوظيف الأكثر ملاءمة لتلك الفوائض.¹

¹Ibid,p78

الفرع الثاني: تسيير الخزينة

يكمن الهدف من وراء تسيير الخزينة في المؤسسة في تقدير وضعية الخزينة خلال فترة قصيرة (أيام، شهور)، أي تقدير مستوى التحصيلات وكذا احتياجات الخزينة أي احتياجات التمويل الخارجي الناجمة عن اللجوء إلى الأشكال المتعددة للقروض قصيرة الأجل.

ولتسيير أفضل للخزينة يتم إعداد الموازنة التقديرية لهذه الأخيرة، حيث تؤدي دورا هاما في تحديد المستوى الأدنى من السيولة الضروري لتسوية التدفقات النقدية، ويرتبط هذا المستوى باختيار المؤسسة لمستوى الاستقلالية المالية المرغوب فيه، كما يسمح إعدادها بالموازنة بين هدي تحقيق الأمان بالمحافظة على السيولة وتحقيق أقصى ربحية عن طريق توظيف هذه السيولة.¹

و يتم إعداد موازنة الخزينة الشهرية عبر المراحل التالية :

1. تقدير التدفقات الداخلة (التحصيلات) : وتشمل صنفين من التدفقات:

التدفقات الناجمة عن إيرادات الاستغلال المتولدة عن نشاط المؤسسة (مبيعات البضائع، الإنتاج المباع) أو تدفقات أخرى كإيرادات توظيفات الأموال، إيرادات التنازل عن الاستثمارات، مساهمات الأموال سواء كانت في شكل قروض واعتمادات أو في شكل أموال موضوعة تحت تصرف المؤسسة من طرف المساهمين (الحسابات الجارية، الرفع في رأس المال) .

2. تقدير التدفقات الخارجة (النفقات) : وتتمثل في التدفقات المرتبطة بعمليات الاستغلال في المؤسسة في الأجل القصير² :

- تسديد الموردين (مشتريات البضائع، المواد الأولية، مستلزمات الإنتاج) - دفع الضرائب و الرسوم - تسديد أقساط الإيجار - نفقات المستخدمين - نفقات أخرى.

أو التدفقات في الأجل المتوسط و الطويل :

- تسديد الديون المالية و ديون الاستثمار - تسديد مكافآت رأس المال.

3. تحديد الرصيد الشهري للخزينة ويمثل الفرق بين التدفقات الداخلة والخارجة لكل شهر؛

4. اختيار موارد التمويل أو التوظيفات وذلك حسب رصيد المرحلة السابقة:

1) إذا كان الرصيد سالب (عجز في الخزينة):

فعلى المؤسسة تغطية هذا الاحتياج عن طريق³ :

¹ Pierre Conso, Farouk Hemici, op cit, p319

² L.HONORE , op cit, p80

³ زغورد نهر، مرجع سبق ذكره، ص17

- تأجيل بعض النفقات أو تعديل بعض التحصيلات؛
- الحصول على موارد استثنائية (التنازل عن الاستثمارات)؛
- اللجوء إلى مصادر التمويل قصيرة الأجل (السحب على المكشوف، قروض موسمية، خصم الأوراق التجارية).

2) إذا كان الرصيد موجب (فائض في الخزينة):

فلا بد من تحديد مصدر هذا الفائض ومن ثم اتخاذ القرار المناسب :

- إذا كان هذا الفائض ناتج عن ارتفاع في رأس المال العامل نتيجة لزيادة الاقتراض (الديون الطويلة ومتوسطة الأجل) لغرض الاستثمار المستقبلي فبالإمكان توظيف هذه الأموال إلى حين شراء الاستثمار، أما إذا كان هذا الارتفاع في رأس المال غير مبرر فيجب تسديد هذه القروض؛
- أما إذا كان هذا الفائض في الخزينة نتيجة لانخفاض الاحتياج في رأس المال العامل ففي هذه الحالة يستحسن توظيف هذا الفائض مع الأخذ بعين الاعتبار تحقيق أحسن معدل مردودية وبأقل مخاطر، سهولة التحويل إلى سيولة في حالة تحقيق عجز في الخزينة.

خلاصة الفصل:

إن نمو المؤسسة واستمرارها يرتكز على حياة الاستثمارات بمختلف أصنافها (مادية، معنوية...); إذ يتم تخصيص الموارد المالية المتاحة في استخدامات طويلة الأجل، لذا فإن قرار الاستثمار في المؤسسة يكتسي طابعا استراتيجيا يتطلب لتنفيذه دراسة دقيقة وشاملة لمختلف جوانبه التجارية و التقنية والمالية... الخ.

أما الاستخدامات قصيرة الأجل فتعبر عن الاحتياجات التمويلية الناجمة عن النشاط الأساسي والمتعلقة بدورة الاستغلال في المؤسسة، ويعتبر الاحتياج في رأس المال العامل المؤشر الرئيسي الذي يحدد احتياجات هذه الدورة التي تشهد توسعا بفعل زيادة وتيرة النشاط ونتيجة لذلك يزداد مستوى الاحتياج في رأس المال العامل بشكل يؤثر على الخزينة ومستوى السيولة في المدى القصير لذلك يتم الاعتماد على الطريقة المعيارية والتي من خلالها يتم تقدير المستوى الأمثل للاحتياج في رأس المال العامل ومن ثم يمكن تقدير الموارد المالية الضرورية لتغطية هذه الاحتياجات.

وفي هذا الصدد تؤدي الخزينة دورا هاما في تسوية التدفقات النقدية الناجمة عن مختلف النشاطات التي تقوم بها المؤسسة، إذ تعتبر أداة أساسية لتحليل الرضعية المالية لهذه الأخيرة وذلك من خلال الحكم على مستوى التوازن المالي ودرجة السيولة النقدية.

بعد تقدير الاحتياجات المالية على المدى الطويل (دورة الاستثمار) وال المدى القصير (دورة الاستغلال) يتم البحث عن مصادر التمويل الملائمة لتغطية هذه الاحتياجات بما يضمن سيرورة النشاط في المؤسسة، وهذا ما سيتم تناوله في الفصل التالي.

الفصل الثاني:
سياسات تمويل
الاحتياجات المالية في المؤسسة

تمهيد:

إن المؤسسة وعلى اختلاف تصنيفاتها وأحجامها تحتاج إلى موارد مالية لمباشرة نشاطاتها عبر مختلف مراحل حياتها، وذلك بدءاً بمرحلة التأسيس، مروراً بمرحلة التشغيل وانتهاءً بمرحلة التجديد والنمو أو الإحلال والتوسع، وقد تختلف مصادر التمويل من مرحلة إلى أخرى حسب حاجة المؤسسة لذلك؛

وحيث أن اختيار وسيلة التمويل الأكثر ملاءمة يعد أحد الجوانب المحددة للإستراتيجية المالية في المؤسسة فإن الاختيار الصحيح لا بد أن يسبقه تحديد مجموعة المصادر المتاحة و الممكنة؛ وبشكل عام يمكن تصنيف هذه المصادر إلى:

- التمويل الذاتي: ويشكل الدعامة الأساسية لتمويل عمليات التوسع والنمو في المؤسسة، إذ يعبر عن القدرات التمويلية الذاتية لهذه الأخيرة دون اللجوء إلى مصادر خارجية؛
- الرفع في رأس المال: يتخذ الشكل الأساسي لهذه العملية فتح رأس مال المؤسسة للمساهمة الخارجية، حيث تدعم الأموال الخاصة من خلال الأموال المقدمة من المساهمين وذلك في مقابل توزيع الأرباح في حال تحققها؛
- الاستدانة: ويمكن تصنيفها حسب آجال استحقاقها إلى استدانة طويلة ومتوسطة الأجل وأخرى قصيرة الأجل، وتعتبر الاستدانة من الموارد المالية الضرورية لتمويل مختلف احتياجات المؤسسة.

إذ يقع على عاتق متخذ القرار المالي في المؤسسة انتهاج سياسة مالية رشيدة تضمن تغطية مختلف الاحتياجات المالية في المؤسسة مع تحقيق الأهداف العامة لها من ربح وبقاء ونمو.

و بناء عليه نحاول من خلال هذا الفصل وضمن ثلاث مباحث التطرق بشيء من التفصيل إلى كل مصدر كما يلي:

- المبحث الأول ويتضمن التعريف بسياسة التمويل الذاتي، من خلال مكونات هذا الأخير ثم حدود ومزايا الاعتماد عليه كمصدر للتمويل؛
- المبحث الثاني ويضم التعريف بسياسة الرفع في رأس المال، مختلف الأساليب التي يتخذها ثم الآثار الناجمة عن هذه السياسة على وضعية المؤسسة؛
- المبحث الثالث ويتضمن سياسة الاستدانة في الأجل المتوسط والطويل، الأجل القصير ثم حدود الاستدانة كمصدر للتمويل.

المبحث الأول: سياسة التمويل الذاتي

يعد التمويل الذاتي من المصادر الداخلية الأكثر إتاحة لتغطية مختلف الاحتياجات المالية في المؤسسة، فهو يقلل من المصادر الخارجية للتمويل، وبالمقابل يعزز من قدرتها على الاعتماد على وسائل التمويل الخارجية كالإستدانة.

المطلب الأول: مفهوم وتكوين التمويل الذاتي

التمويل الذاتي مصطلح يعبر عن معناه إذ يعتبر مؤشراً على قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها ذاتياً.

الفرع الأول: مفهوم التمويل الذاتي

يمثل التمويل الذاتي مجموعة الموارد المالية التي تبقى و لمدة طويلة تحت تصرف المؤسسة، حيث يتم رصدها لتغطية الاحتياجات المالية اللازمة لتسديد الديون و تنفيذ الإستثمارات الرأسمالية، و زيادة رأس المال العامل، و يتمثل في الأموال المتولدة عن العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية¹؛

كما نسمي التمويل الذاتي العملية التي تسمح للمؤسسة بتمويل رأس المال الثابت دون اللجوء إلى رؤوس أموال أجنبية، كما يؤمن نمو وتعويض الأصل الاقتصادي للمؤسسة وذلك من خلال التدفقات النقدية المتولدة عن عمليات الإنتاج والتبادل داخلها²؛

و يمكن اعتباره ذلك التدفق النقدي (cash-flow) المتبقي بعد توزيع الأرباح، حيث أن المساهمين على ثقة أن هذه الأرباح المحتجزة سيعاد استثمارها في مشاريع مربحة وهذا ما سيرفع من قيمة أسهمهم.³

الفرع الثاني: تكوين التمويل الذاتي

يتعلق التمويل الذاتي بجزء من الموارد الكامنة والمستقرة للمؤسسة لدورة معينة المخصصة لتمويل استثماراتها⁴، كما يعبر عن الفائض النقدي المتولد عن النشاط الاستغلالي للمؤسسة والمحقق من النتائج الإجمالية التي يعاد استثمارها مستقبلاً بعد توزيع مكافآت الأرباح.

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص353

² Juliette pilverdier-lartreyte, finance d'entreprise, 8^{ème} édition, Economica, paris, 2002, p339

³ Rishared brealy, Stewart mayers, Frankline Allen, principe de gestion financière, 8^{ème} édition, pearsson education, paris, 2006, p426

⁴ Juliette pilverdier-lartreyte, , op cit, p 341

حيث أن الفائض النقدي يساوي إلى:

$$\text{الفائض النقدي} = \text{النتيجة الإجمالية} + \text{الاهتلاكات}$$

أما القدرة على التمويل الذاتي فتساوي إلى:

$$\text{القدرة على التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الصافية} + \text{الاهتلاكات} \pm \text{فائض/عجز التنازل عن الاستثمار}$$

حيث أن المؤسسة توجه جزء من النتيجة الصافية لتسديد التزاماتها تجاه المساهمين في شكل توزيعات، إذ يحدد هذا الجزء وفقاً للسياسة المالية المنتهجة من قبل مسيري المؤسسة، أما الرصيد المتبقي فيتمثل في الفوائض المالية المعاد استثمارها وهي تشكل ما يسمى بالتمويل الذاتي وبالتالي فإن¹:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{القدرة على التمويل الذاتي} - \text{الأرباح الموزعة}$$

المطلب الثاني: مكونات التمويل الذاتي

انطلاقاً من تعريف التمويل الذاتي نجد أنه يتشكل من عناصر أساسية تشمل: الأرباح المحتجزة، مخصصات الاهتلاكات والمؤونات.

الفرع الأول: الأرباح المحتجزة

لا شك أن تحقيق الأرباح هو أحد الأهداف الأساسية والضرورية في المؤسسة، ولهذا الأخيرة الخيار بين توزيع هذه الأرباح على المساهمين أو الاحتفاظ بها كمصدر لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها وهو ما يطلق عليه الأرباح المحتجزة.

1. المفهوم:

يقصد بالأرباح المحتجزة تلك الأرباح التي حققتها المؤسسة من ممارسة نشاطاتها الجارية والاستثمارية والتي لم تقم بتوزيعها على المساهمين، والتي توجه لتدعيم مركزها المالي ومساعدتها على النمو والتطور، كما تعتبر الأرباح المحتجزة صمام أمان يمكن للمؤسسة الرجوع إليه في حال تعرضها لأي طارئ.²

¹ Pierre Conso, Farouk Hemici, , op cit, p 46

² عبد الخليم كراجه، علي رابعة وآخرون، الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار صفاء، 2006، ص94

ويعد التمويل باحتجاز الأرباح من وسائل تحقيق السيولة الداخلية للمؤسسة ويتميز بكونه مصدر خالي من مخاطر مطالبة المقرضين للأموال خاصة في الأوضاع غير المناسبة لها، ويتحدد بناء على سياسة توزيع الأرباح حيث كلما ارتفع معدل توزيع الأرباح قل معدل الاحتجاز والعكس صحيح.¹

لذلك لا بد على المؤسسة أن تتهج سياسة رشيدة لتوزيع الأرباح تستجيب لأهداف المساهمين من جهة وتسمح في الوقت نفسه بالحفاظ على الأموال الضرورية للنمو.

2. مزايا الأرباح المحتجزة:

يتميز التمويل بالأرباح المحتجزة بمجموعة من المزايا منها²:

- انخفاض تكلفته مقارنة بالتمويل عن طريق الأسهم أو السندات، إذ تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة للعائد الذي من المفروض أن يستلمه المساهمون لو لم يتم احتجاز تلك الأرباح أو استثمارها في مجالات أخرى؛
- تمويل عمليات التوسع والنمو نظرا لتوفره وسهولة الحصول عليه فهو لا يحتاج إلى ضمانات أو التقيد بشروط معينة تفرضها الجهة الممولة؛
- تقوية وتدعيم المركز الائتماني للمؤسسة عن طريق زيادة الاستثمارات؛
- ترحيل جزء من الأرباح إلى سنوات قادمة تكون فيها الأرباح قليلة لتحقيق الانتظام في نسبة الأرباح الموزعة.

3. عناصر الأرباح المحتجزة:

- تأخذ الأرباح المحتجزة في المؤسسة عدة أشكال، منها ما هو إجباري ومنها ما يتوقف على تقديرات المؤسسة وتمثل في:
- الاحتياطات القانونية: وتمثل احتياطات إجبارية يحددها المشرع وهي إلزامية إذ لا بد من تكوينها لتغطية الخسائر أو الزيادة في رأس المال؛
- الاحتياطات النظامية (التعاقدية): يتم إنشاؤها طبقا للنظام الأساسي للشركة وذلك بتعيين أو تخصيص نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة كالتحوط ضد المخاطر مثلا وهو غير إجباري؛
- الاحتياطات التنظيمية: تحددها الجمعية العامة للمساهمين وذلك بعد تحديد نصيب الأسهم في الأرباح الصافية بالقدر الذي يكفل توزيع أرباح ثابتة بقدر الإمكان على المساهمين؛

¹ دريد كامل آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2004، ص323

² هشام محمد الزعبي، إدارة وتحليل مالي، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2000، ص94

- الأرباح المرحلة: وهي عبارة عن ذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي يقترح مجلس الإدارة ترحيله إلى السنة التالية، ويستخدم كاحتياطي لمواجهة أي انخفاض في الأرباح المحققة في السنوات المقبلة التي قد تؤدي إلى عدم قدرة الشركة على إجراء توزيعات مناسبة على حملة الأسهم .

الفرع الثاني: مخصصات الاهتلاكات

تقوم المؤسسة بتخصيص مبالغ مالية لتعويض النقص الحاصل في أصولها وذلك في بند خاص يسمى الاهتلاكات.

1. المفهوم:

يعد الاهتلاك مكوناً رئيسياً للموارد الداخلية المتاحة لتمويل نشاطات المؤسسة، وعلى عكس المصاريف الأخرى التي تظهر في الميزانية فإن الاهتلاك لا يعتبر استخداماً للأموال بل احتجازاً لجزء من الدخل سنوياً يكفي لإحلال الأصل بأصل آخر جديد في نهاية العمر الإنتاجي له.¹ من المنظور المحاسبي يعرف الاهتلاك على أنه التسجيل المحاسبي للخسارة التي تتعرض لها الاستثمارات التي تندهور قيمتها مع الزمن بفعل الاستعمال أو التقادم بهدف إظهارها بقيمتها الصافية في الميزانية.² فالاhtلاكات تمثل العملية التي ترصد المؤسسة من خلالها مبالغ مالية تسمح بإعادة التكوين التدريجي للأصول الثابتة، حيث تبقى هذه الأموال تحت تصرف المؤسسة حين صرفها لذلك تعتبر مصدراً من مصادر التمويل الذاتي للمؤسسة.

وتبرز أهمية الاهتلاكات في المؤسسة من خلال:

- المحافظة على رأس المال وذلك باسترجاع ما تنفقه المؤسسة من أموال تدريجياً من إيراداتها سيما وأن العمر الإنتاجي للأصول الثابتة يكون طويلاً؛
- تعتبر الاهتلاكات من عناصر التكاليف التي لا بد من أخذها بعين الاعتبار لتحديد تكاليف الإنتاج، وبخصم تكاليف الاهتلاك من الإيرادات نحصل على الربح وبالتالي فإن إهماله يؤدي إلى اختلالات في المركز المالي للمؤسسة.

2. طرق حساب الاهتلاك:

للمؤسسة الحرية في اختيار نمط الاهتلاك الملائم لتدهور قيمة الاستثمار- وذلك في حدود ما يسمح به المشرع- حيث يحمل ذلك تأثيراً على حجم التمويل الذاتي، وتتنوع طرق الاهتلاك إلى:

¹ جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص139

² محمد بوتين، المحاسبة العامة للمؤسسة، الطبعة الخامسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص225

- الإهلاك الثابت: وفقا لهذه الطريقة يتم توزيع قيمة الاستثمار على سنوات عمره الإنتاجي بالتساوي أي أن قسط إهلاك كل دورة ثابت، وتعتبر من أكثر الطرق استعمالا وسهولة في التطبيق؛
- الإهلاك المتغير: حسب هذه الطريقة يتم حساب تدهور الاستثمار أخذًا بعين الاعتبار استعماله، حيث أن التدهور في القيمة يزداد بزيادة الاستعمال و ويتم قياس هذا الأخير على أساس الكيلومترات المقطوعة أو عدد القطع المصنوعة أو عدد ساعات العمل... الخ
- الإهلاك المتناقص: تعتمد هذه الطريقة على تطبيق نسبة مئوية ثابتة على قيمة متناقصة تمثل القيمة الأصلية للاستثمار بالنسبة للسنة الأولى، ثم على القيمة الباقية بطرح إهلاك السنة الماضية بالنسبة للسنة الثانية وهكذا؛
- الإهلاك المتزايد: حسب هذه الطريقة يتزايد قسط الإهلاك كلما اقتربت من نهاية مدة حياة الاستثمار.

الفرع الثالث: مخصصات المؤونات

إذا كانت الإهلاكات تُخصص لتعويض تدهور قيم الاستثمارات نتيجة للاستعمال أو التقادم فإن باقي عناصر الأصول من مخزونات وحقوق يمكن أن تتعرض هي الأخرى إلى تدهور في قيمها، كما يمكن أن تواجه المؤسسة خسائر وأعباء محتملة سواء كانت متعلقة بنشاطها أو خارج نشاطها العادي،¹ وبالتالي لابد للمؤسسة أن تحتاط لمثل هذه الأعباء بتخصيص مبالغ مالية لتكون ما يسمى بمخصصات المؤونات.

1. المفهوم:

تعرف المؤونات على أنها تلك المبالغ المالية التي تحتجزها المؤسسة و المخصصة لمواجهة التدني الحاصل في قيم المخزونات أو الحقوق وكذا مواجهة خسائر محتملة أو أعباء قد تحدث مستقبلا؛ وعليه يمكن أن نميز بين نوعين من المؤونات:

- مؤونات الخسائر والأعباء: وتتضمن مؤونات الأخطار التي قد تحدث مستقبلا، كمؤونات المنازعات أمام المحاكم، مؤونات المخالفات والغرامات، مؤونات الضمانات المقدمة للزبائن وغيرها من المؤونات التي يمكن أن تخصبها المؤسسة إذا ما توقعت أي عيب أو خسارة؛

- مؤونات تدني قيم الحقوق وقيم المخزونات: وتخصص لمواجهة تدني قيم الأوراق المالية، فقدان أحد الزبائن وكذا الديون المشكوك في تحصيلها وغيرها من قيم الحقوق.

2. مساهمة المؤونات في التمويل الذاتي:

يتم تكوين المؤونات لمواجهة الخسائر والأعباء المتوقعة الحدوث مستقبلا وهذا مرتبط بمدى وقوع الخطر خلال دورة الاستغلال، فهي تبقى مجمدة إلى أن يتحقق الخطر أو العبء الذي كُنت من أجله أو يزول الخطر

¹ المرجع السابق، ص 238

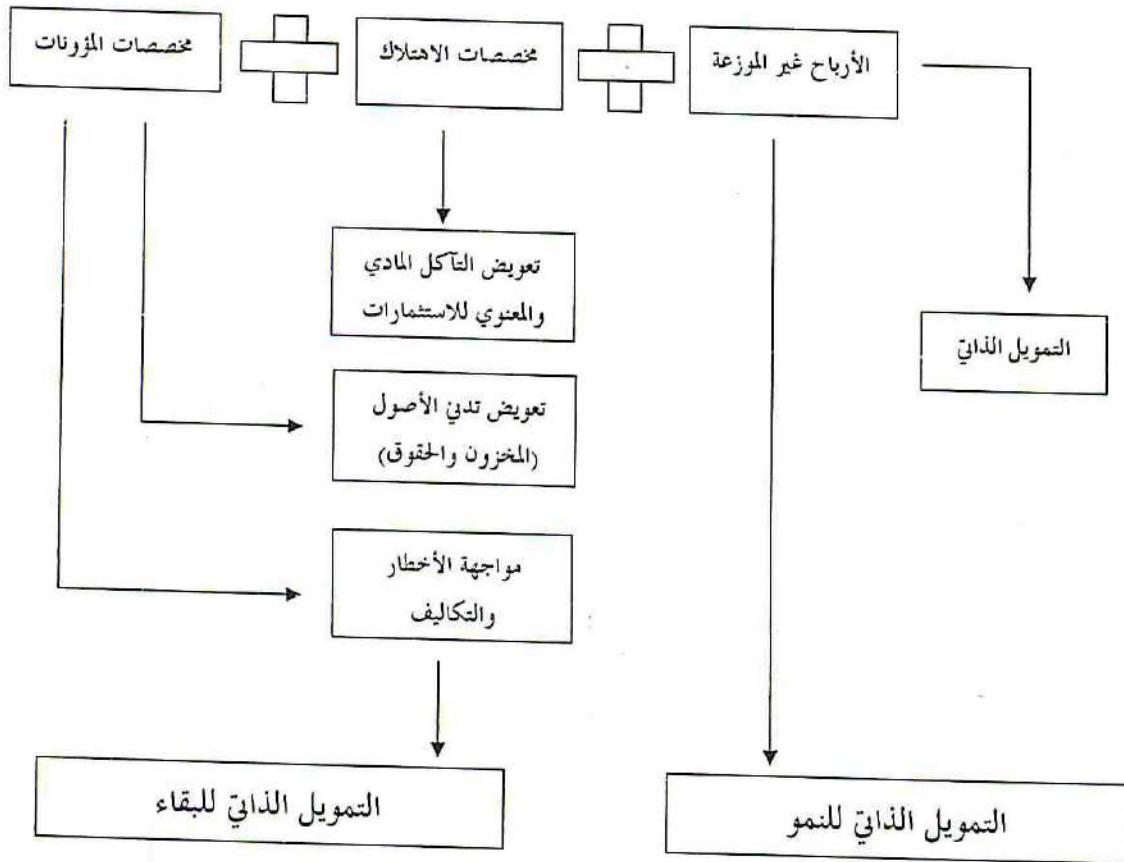
المحتمل؛ فإذا تحقق ذلك فإنها تستعمل هذه المؤنات لمواجهة الخسائر أما إذا لم يقع فإن هذه الأموال تبقى تحت تصرف المؤسسة لتضم في نهاية الدورة وبعد خصم الضريبة منها إلى الاحتياطات التي تعتبر من مكونات التمويل الذاتي.¹

المطلب الثالث: دور التمويل الذاتي في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة

إن بقاء المؤسسة واستمرار نشاطها، يتوقف على وضع أهداف طويلة المدى، وتخصيص الموارد الضرورية لتحقيقها، وتهدف الإستراتيجية المالية للمؤسسة إلى أهداف عديدة، من أهمها الحفاظ على الموارد المالية، وتحقيق معدلات نمو تساير على الأقل معدلات نمو السوق والمؤسسات المنافسة.

حيث تعتمد المؤسسة على التمويل الذاتي لتحقيق هدف البقاء والنمو بشكل أساسي، وذلك من خلال العناصر المكونة لرصيد التمويل الذاتي:

الشكل رقم (2، 1): التمويل الذاتي للبقاء والنمو



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 243

¹ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار العلوم، عنابة، 2008، ص 30

انطلاقاً من مكونات التمويل الذاتي المبينة في الشكل السابق نجد أن المؤسسة تعتمد عليه كمصدر للتمويل لتحقيق هدفين أساسيين يتحددان من خلال العناصر المكونة له¹:

1. التمويل الذاتي للبقاء:

ويشمل كل من الاهتلاكات و المؤونات والتي تضمن المؤسسة من خلالها بقاء واستمرار نشاطها ؛ إذ تعمل مخصصات الاهتلاك على ضمان الموارد الضرورية للاستثمار في النشاط الأساسي من خلال تغطية التآكل المادي والمعنوي لها، كما تعمل مخصصات المؤونات على الاحتفاظ باعتمادات مالية لمواجهة تدهور الأصول المتداولة وتفادي الأخطار والتكاليف.

2. التمويل الذاتي للنمو:

و تهدف المؤسسة من خلاله إلى التوسع والنمو بواسطة الأرباح الصافية بعد توزيع الأرباح، حيث تمول استراتيجيات النمو عن طريق إستراتيجيات التنوع و التمييز و التدويل ... الخ .

كما يساهم التمويل الذاتي في تدعيم دورة الأموال الخاصة؛ إذ أن الفوائض المالية المحققة في شكل تمويل ذاتي توجه نحو تسديد الديون المستحقة وبذلك ترتفع قدرة المؤسسة على السداد، كما توجه إلى تدعيم الأموال الخاصة وذلك في شكل احتياطات أو نتائج رهن التخصيص، وهو ما يؤدي إلى توسيع حجم الاستثمار، الأمر الذي يساهم في إمكانية الرفع في مستوى التمويل الذاتي، وتحقيق أهداف النمو .

المطلب الرابع: حدود التمويل الذاتي كمصدر للتمويل

يتميز التمويل الذاتي بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من مصادر التمويل إلا انه لا يخلو من بعض النقائص التي تحد من استغلاله كمصدر للتمويل.

الفرع الأول: المزايا

وهي متعددة ، ويمكن ذكر أهمها على النحو التالي :

.. يعتبر التمويل الذاتي المصدر الأول والأساسي بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يتعذر عليها الحصول على حاجتها من الأموال من مصادر خارجية، خصوصاً في حالة عدم وجود الضمانات الكافية أو نظراً لارتفاع أسعار الفائدة المطبقة على القروض؛

¹ إلياس بن ساسي، بومست قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 244

- يعتبر فضلاً عن ذلك المصدر الأول لتكوين رأس المال بأقل تكلفة ممكنة، حيث لا يحمل المؤسسة أية أعباء كما هو الحال عند قرار الرفع من رأس مالها، حيث يتم تمويل استثمارات المؤسسة بواسطة مدخراتها مما يقلل من مخاطر الاستثمارات الجديدة؛
- يحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة إذ لا تقع عليه رقابة من قبل الدائنين، كما يتيح للمؤسسة حرية التصرف فيه؛ حيث يمكن تخصيصه للاستثمار أو تسديد الديون، توزيعه على الشركاء أو تمويل دورة الاستغلال؛
- استفادة المؤسسة من التخفيضات الجبائية، باعتبار أن الاهتلاكات تمثل الجانب الأوفر من التمويل الذاتي وبما أنها معفاة من الضريبة فإن ذلك يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي للمؤسسة وبذلك تحقق وفراً ضريبياً؛
- يخفض من إمكانية لجوء المؤسسة إلى الاستدانة بشكل دائم، حيث يستبعد إمكانية تحمل المؤسسة لأعباء تعاقدية من دفع الفوائد أو تسديد الديون؛
- يدعم القدرة الاقتراضية للمؤسسة إذا ما احتاجت لذلك؛ إذ أن المؤسسة تلجأ للاقتراض حسب قدرتها على التسديد وحجم التمويل الذاتي الذي يحدد نسبة التسديد.

الفرع الثاني: النقائص

- يأتي ذكر أهم نقائص الاعتماد على التمويل الذاتي ممثلاً في النقاط التالية :
- عادة ما يكون حجم التمويل الذاتي غير كاف لتمويل الاستثمارات المقررة وتلبية كافة احتياجات التمويل، لذلك فإن الاعتماد عليه بشكل كلي يؤدي إلى الزيادة في رأس المال بشكل بطيء، مما قد يؤدي إلى عدم الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة والمربحة؛
 - قد يؤدي عدم توزيع الأرباح على المساهمين والمستخدمين و ضمها إلى التمويل الذاتي إلى فقدان اهتمامهم بالمؤسسة؛
 - إن إغفال تكلفة التمويل الذاتي واعتباره تمويلاً مجانياً يؤدي إلى عدم الاستغلال الأمثل لهذه الأموال نتيجة لتقصير الإدارة في دراسة مجالات استخدام هذه الأموال - وذلك بخلاف الأموال المتأتية من مصادر خارجية - وقد يكون من الأفضل توزيعها على الشركاء واستثمارها في مشاريع أكثر مردودية؛
 - إن عدم خضوع التمويل الذاتي للرقابة قد يؤدي إلى تبديد الأرباح المتراكمة، وذلك باستثمارها في مشاريع ذات ربحية ضعيفة، أو تجميدها و عدم الاستفادة منها¹.

¹ عيد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 353-352

المبحث الثاني: سياسة الرفع في رأس المال

تعد سياسة الرفع في رأس المال أحد الخيارات التمويلية المعتمدة وذلك عند استحالة تغطية التمويل الذاتي لكافة الاحتياجات المالية للمؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم وأساليب الرفع في رأس المال

تعتبر عملية الرفع في رأس المال مصدراً تمويلياً ذو طابع استثنائي؛ خلافاً للتمويل الذاتي الذي يتم تكوينه بشكل مستمر (تراكمي) أو الاستدانة التي تلجأ إليها المؤسسة بصورة منتظمة.

الفرع الأول: مفهوم الرفع في رأس المال

هو عملية مالية تؤدي إلى زيادة رأس مال المؤسسة بواسطة الشراكة الخارجية؛

ويختلف حجم الشراكة الخارجية تبعاً لاختلاف الشكل القانوني للمؤسسة، وتتخذ سياسة الرفع في رأس المال عدة أساليب تختلف حسب شكل المساهمة في رأس المال، وتتحدد مجموعة من الأهداف¹:

- اختيار فئة المساهمين الممكنين؛
 - تقدير النتائج المحتملة للشراكة على المؤسسة؛
 - وضع كفاءات لتحفيز وجذب المساهمين؛
 - التوفيق بين إيجابيات وسلبيات مختلف أساليب الرفع في رأس المال.
- حيث يقع على عاتق المسير المالي مهمة اختيار مصادر التمويل الأقل مخاطرة والأقل تأثيراً على سلطة المساهمين وهوامش المراقبة الداخلية.

الفرع الثاني: أساليب الرفع في رأس المال

توجد عدة أساليب للرفع في رأس المال حسب الأهداف المحددة و حاجة المؤسسة لموارد مالية جديدة لمواجهة احتياجاتها المالية.

1. الرفع في رأس المال نقداً :

هي العملية التي يتم بموجبها طرح أسهم جديدة وبسعر محدد للاكتتاب وذلك في مقابل الحصول على أموال من قبل الشركاء أو المساهمين، مما يمنحهم الحق في² :

¹ إلياس بن ساسي، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2003، ص 41

² Gérard charreaux, op cit ,p151

- الحصول على حصة في الأرباح الموزعة بما يعادل النصيب المدفوع في رأس المال؛
- الترشح في إدارة الشركة بالقدر الذي يملكه المساهم من الأسهم؛
- التصويت في الجمعية العامة للمساهمين بما يسمح بممارسة الرقابة على التسيير؛
- الحصول على نصيب من القيمة المتبقية عند التصفية بعد تسديد الدائنين.

إن من أهم شروط هذه العملية تحرير رأس مال المؤسسة بشكل كلي وذلك بناء على قرار من الجمعية العامة الاستثنائية للمساهمين وبأغلبية الثلثين، ومن بين أهم الخصائص المالية المميزة لهذه العملية:

- سعر الإصدار: ويمثل السعر الذي تدفعه المؤسسة المصدرة للسهم الواحد، ويمكن أن يساوي إلى القيمة الإسمية أو القيمة الحقيقية أو القيمة المتوسطة بينهما؛
 - القيمة الحقيقية: وتعبر عن القيمة السوقية إذا كانت المؤسسة مسعرة، أو القيمة المحاسبية إذا لم تكن كذلك؛ فالمساهم الجديد يملك الحق في الاحتياطات وفي جزء من رأس المال شأنه في ذلك شأن المساهم الأصلي؛
 - تكون للمساهم الأصلي حق أولوية الاكتتاب في الإصدارات الجديدة.
- وتزداد أهمية هذه العملية في ظل إتباع المؤسسة لسياسة توزيع أرباح مهمة تزيد من إقبال المساهمين، أما من الناحية المالية، فإن هذه العملية تؤثر وبشكل واضح على الوضعية المالية للمؤسسة حيث تحصل هذه الأخيرة على الموارد المالية الضرورية لتغطية احتياجاتها المالية، كما ترفع من الأموال الخاصة وتزيد بذلك قدرتها على الاستدانة.¹

أما الأسهم المكتتب فيها فمن بين أهم أصنافها نجد:

1) الأسهم العادية (Actions ordinaires):

- وهي أكثر الأوراق المالية شيوعاً وتداولاً في أسواق رأس المال وتعطي صاحبها جملة من الحقوق، وتقوم شركات المساهمة بإصدار هذه الأسهم والتي يكون لها نفس القيمة الإسمية ونفس الحقوق والواجبات؛
- وهي عبارة عن حصص متساوية في ملكية الشركة مثبتة بصكوك قانونية قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة، ولكل سهم²؛
- قيمة إسمية: تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم والتي توزع الشركة المصدرة لها الأرباح بنسبة مئوية فيها، وعادة ما يكون منصوص عليها في القانون التأسيسي للشركة؛

¹ Pierre Conso, Farouk Hemicci, , op cit, p 422

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 551.

2) الأسهم الممتازة (Actions de préférence):

يعتبر هذا النوع من الأوراق المالية المهجنة كونها تحمل خصائص مشتركة بين الأسهم العادية والسندات؛ فهي تشبه هذه الأخيرة من حيث أنها تحمل التزام ثابت من جانب المؤسسة بدفع مبالغ دورية وتشبه الأسهم في كونها تمثل حصة في رأس مال المؤسسة.

تضمن الأسهم الممتازة لصاحبها بعض المزايا حيث يحصل على أرباح بنسبة مئوية ثابتة بغض النظر عن نتيجة المؤسسة، كما أن له الأولوية عند تصفية هذه الأخيرة في الحصول على كامل حقوقه وبذلك يكون للسهم الممتاز حق الملكية غير المحدودة ولا ينتهي إلا بتصفية المؤسسة.¹

و يتسم التمويل بالأسهم الممتازة بالنسبة للمؤسسة بمزايا منها²:

- لا يؤدي عدم دفعها إلى إفلاس المؤسسة كما هو الحال بالنسبة لفوائد السندات؛
- تقتصر عوائدها على نسبة معينة، لذا لا تشارك في أي زيادة في الأرباح المحققة؛
- ليس لها أصوات إلا في حالات معينة لذا لا يؤثر إصدار مثل هذه الأسهم على سيطرة الإدارة القائمة.

بالرغم من المزايا الهامة للأسهم الممتازة، إلا أن التمويل بها تكتنفه مجموعة من المخاطر تتمثل أساساً في ما يلي:

- ارتفاع تكلفتها نسبياً لأن عوائدها لا تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة كالسندات؛
- إمكانية تراكم عوائدها بموجب نص خاص يؤدي إلى زيادة الأعباء المالية المترتبة على الشركة.

3) أسهم ذات الأولوية في الأرباح دون حق التصويت (Actions à dividende Prioritaire sans droit de vote) :

ويجب أن لا يتجاوز عددها 25 % من العدد الإجمالي للأسهم، وفي حال حققت المؤسسة خسائر لثلاث دورات متتالية فإن حامل السهم يسترجع حق التصويت.

4) أسهم ذات قسيمة الاكتتاب في أسهم (Actions à bons de souscription d'actions) :

وهي عبارة عن أسهم عادية مصحوبة بقسيمة أو عدة قسائم تمنح لصاحبها الحق في الاكتتاب في أسهم المؤسسة بسعر محدد وخلال فترة محددة، حيث أن كل من السهم والقسيمة تعد قابلة للتداول في السوق المالي.³

¹ منفر إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 559

² منفلح محمد عفل، مرجع سبق ذكره، ص 460

³ Florence Delahaye, Jacqueline Delahaye, op cit, p326

2. الرفع في رأس المال عيناً:

تشكل هذه العملية تمويلًا غير مباشر حيث يكون في شكل مساهمات عينية من أصول ثابتة كالأراضي ومتداولة كالحقوق والمخزونات، أو معنوية كبراءات الاختراع والعلامات التجارية، والتي تسمح بالرفع في القدرات الإنتاجية للمؤسسة، لذلك لا يكون لها أي تأثير مباشر على الرضعية المالية لهذه الأخيرة كما أن هذه العملية تتم دون تحرير رأس المال بشكل كلي¹.

3. الرفع في رأس المال عن طريق تحويل الديون:

حيث تدمج ديون المؤسسة في شكل أموال خاصة دائمة، ويتم تحويل الديون على شكلين وذلك حسب طبيعة الديون إلى²:

- تحويل الديون طويلة ومتوسطة الأجل: هذا الشكل لا يغير من تركيبة الهيكل المالي، لكنه يؤدي إلى تحسين الاستقلالية المالية نظراً لاستبعاد آجال الاستحقاق، كما يحسن من مستوى المردودية نتيجة لانخفاض المصاريف المالية؛

- تحويل الديون قصيرة الأجل: حيث يؤدي ذلك إلى تحسين رأس المال العامل الصافي، وتدعيم الهيكل المالي بزيادة الموارد المالية المخصصة لتمويل الأصول المتداولة.

4. الرفع في رأس المال بضم الاحتياطات:

إن هذا الأسلوب من الرفع في رأس مال المؤسسة بضم الاحتياطات لا يجلب أي موارد مالية جديدة وبالتالي فهو لا يحدث تأثيراً على وضعيتها المالية لكنه يحسن من صورتها أمام المساهمين، ويترجم بانخفاض في الاحتياطات دون أن تتغير قيمة الأموال الخاصة لها، وعادة ما يكون الغرض من هذه العملية تحقيق التجانس بين رأس المال ومستوى النشاط في المؤسسة³.

5. الرفع في رأس مال المؤسسة بالاندماج أو الابتلاع الكلي أو الجزئي للمؤسسة أخرى:

تعتبر عملية الابتلاع (الامتصاص) بمثابة مساهمة عينية، حيث أن المؤسسة التي تم ابتلاعها تساهم في المؤسسة المبتلعة بصافي مركزها المالي (أصول وخصوم).
يترتب على مثل هذه العملية زوال المؤسسة التي تم ابتلاعها مقابل مساهمتها بصافي مركزها المالي، بينما المؤسسة المبتلعة فإن رأس مالها سيرتفع بمقدار المساهمة المقدمة من قبل المؤسسة الأولى وهو ما يؤدي إلى تغيير في الهيكل المالي للمؤسسة المبتلعة.

¹ Pierre Conso, Farouk Hemici, , op cit, p423

³ Ibid ,p424

² إلياس بن ساسي، تمويل احتياجات النمو الداخلي، مرجع سبق ذكره، ص42

أما في حالة الابتلاع الجزئي أو المساهمة الجزئية للأصول فإن المؤسسة تقوم بامتلاك جزء من أسهم مؤسسة أخرى.¹

المطلب الثاني: نتائج الرفع في رأس المال

إن من أهم النتائج المترتبة على رفع رأس مال المؤسسة نقدا ما يلي²:

1. زيادة الموارد المالية:

فارتفاع الأموال الخاصة يزيد من قدرة المؤسسة على الاستدانة، كما أن الأموال المحصل عليها بواسطة عملية الرفع في رأس المال تسمح بتمويل عمليات التوسع و النمو؛ أو تسديد الديون (التخفيض من الاستدانة) (désendettement)؛

2. فقدان الرقابة (Dilution du contrôle):

إذا لم يشارك المساهمون الأصليون في الرفع في رأس مال المؤسسة (أو يساهمون بنسبة أقل من حقوقهم) ومع زيادة عدد المساهمين يقل هامش الرقابة لديهم نتيجة لانخفاض حصتهم في رأس المال؛ وبذلك تتوقف عملية الرفع في رأس المال كوسيلة لتمويل على مدى إرادة و رغبة المساهمين في الاكتتاب؛

3. انخفاض حصة الأرباح (La dilution du bénéfice distribuable):

ينجم عن رفع رأس المال المؤسسة توسيع قاعدة الملكية، أي توزيع الأرباح على عدد أكبر من المساهمين ومن ثم تنخفض ربحية السهم في الأجل القصير.

¹ نير زغود، مرجع سبق ذكره، ص 24

² Florence Delahaye, Jacqueline Delahaye, op cit, p325

المبحث الثالث: سياسة الاستدانة

بما أن التمويل الداخلي بشكل عام يبقى غير كافٍ لتغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة وحتى تحافظ على مستوى النشاط في حدود مقبولة، وتتجاوز أزمات السيولة الظرفية فإنها تلجأ إلى مصادر بديلة للحصول على الأموال والتي تتمثل عادة في عمليات الاستدانة، ويمكن تصنيفها حسب آجال استحقاقها إلى: استدانة طويلة ومتوسطة الأجل وأخرى قصيرة الأجل.

المطلب الأول: التمويل عن طريق الاستدانة طويلة و متوسطة الأجل

يعد التمويل عن طريق الاستدانة طويلة و متوسطة الأجل مصدرا مكملا للتمويل بالأموال الخاصة، ويمكن أن يتم بالاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة أو بشكل مباشر عن طريق طرح سندات.

الفرع الأول: القروض طويلة و متوسطة الأجل

وتعد إحدى مصادر التمويل التي تحصل عليها المؤسسة من الجهاز المصرفي ممثلا بالبنوك والمؤسسات المالية الأخرى لفترة تزيد عن السنة الواحدة.

حيث تتم عملية الاقتراض بالتفاوض بين المقرض (المؤسسة) والمقرض (البنك) بتقديم هذا الأخير مبلغا من المال وتلتزم المؤسسة مقابل ذلك بإعادته وفق دفعات متفق على قيمتها ومواعيد سدادها التي تكون دفعة واحدة عند تاريخ الاستحقاق أو عن طريق دفعات (Annuités) عادة ما تكون في نهاية المدة وتعرف بدفعات السداد، بالإضافة إلى الفوائد المترتبة عليها؛¹

وعادة ما تلجأ المؤسسة إلى خيار التمويل بالاقتراض متوسط وطويل الأجل وذلك للمبررات التالية²:

- عدم إمكانية الحصول على مصادر تمويل أكثر ملاءمة لإصدار الأوراق المالية أو التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة؛
- حاجة المؤسسة إلى السيولة السريعة وبقدر كبير لا يمكن تغطيته بالقروض قصيرة الأجل؛
- يمكن الاستفادة منه في الوفاء بالتزامات القروض قصيرة الأجل؛
- أحيانا يشكل هذا النوع من الاقتراض الأقل تكلفة على اعتبار أن الفائدة على القرض والعمولة المدفوعة تنخفض من الربح الخاضع للضريبة وبذلك تحقق وفورات ضريبية؛

¹ مقلع محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 466

² هشام محمد الرعي، مرجع سبق ذكره، ص 96

- عدم تأثير الاقتراض متوسط وطويل الأجل على السيطرة الحالية لإدارة المؤسسة؛
- مع الإشارة إلى وجود بعض العوامل التي من شأنها أن تحدد من التمويل بالاقتراض والتي من أهمها:
- الحد الأقصى الذي تستطيع المؤسسة اقتراضه وذلك حسب القوانين السائدة؛
- الحد الأقصى الذي يستطيع البنك أن يتحمل به المؤسسة حسب ظروفها؛
- حجم وجودة الضمانات التي تقدمها المؤسسة لقاء حصولها على القرض، ومركزها المالي ومدى قدرتها على الوفاء بالالتزامات المترتبة عليها.

الفرع الثاني: السندات

يمكن للمؤسسات المسعرة في البورصة، وكذلك الأمر بالنسبة للمؤسسات العمومية أن تصدر سندات في السوق المالية، حيث تعتبر هذه السندات بمثابة قروض طويلة الأجل موجهة لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة.

1. تعريف السندات:

وهي عبارة عن قروض طويلة الأجل مقسمة إلى أجزاء أو حصص متساوية يطلق على كل جزء أو حصة "سند" حيث يمثل هذا الأخير صك مديونية يتضمن وعداً بتسديد المبالغ المقرضة والفوائد المترتبة عليها عند أجل الاستحقاق.

وانطلاقاً من التعريف فإن السندات تتميز بالخصائص التالية¹:

- يعتبر السند وثيقة تثبت أن حامله دائن تجاه المؤسسة التي أصدرته في حدود قيمته الاسمية؛
- يستفيد حامل السند من دخل ثابت ومحدد مسبقاً يتمثل في الفوائد، ويحصل عليه طوال عمر السند بغض النظر عن النتيجة التي تحققها المؤسسة؛
- حامل السند ليس له أي حق للتدخل في شؤون تسيير وإدارة المؤسسة؛
- في حالة تصفية المؤسسة أو إفلاسها، تمنح الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في استرجاع رأس المال الموظف باعتبارهم دائنين للمؤسسة.
- ويخول فقط للجمعية العامة العادية للمساهمين اتخاذ قرار إصدار سندات بغرض التمويل و التي تمنح لمجلس الإدارة صلاحية القيام بذلك؛
- وتلجأ المؤسسة لتقدم ضمانات للجمهور بهدف ضمان نجاح عملية الاقتراض، وذلك برهن المحل التجاري، أو الرهن العقاري، أو كفالة المؤسسة الأم للمؤسسة التابعة لها، كما أن المؤسسة عادة ما تلجأ عند إصدار

¹ عدنان نايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية - النظرية والتطبيق - الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، 2008، ص203

السندات إلى وساطة بنك أو مجموعة بنوك، حيث تقوم هذه الأخيرة بضمان توظيف كل الأوراق المالية فتقوم بتسديد كامل مبلغ القرض للمؤسسة المصدرة في تاريخ محدد، أو عن طريق طرح السندات للاكتتاب على مستوى هذه البنوك، و في الحالتين يكون ذلك مقابل عمولة خدمات أو عمولة ضمان.

2. أنواع السندات:

تشكل بعض أنواع السندات موارد مالية مستقرة تصنف ضمن الأموال الخاصة الأخرى، حيث تحمل خصائص قانونية ومحاسبية مختلفة عن الأموال الخاصة ولكنها تضمن نفس وظائف هذه الأخيرة من الناحية المالية وتعرف بأشباه الأموال الخاصة نذكر منها¹:

1) سندات قابلة للتحويل إلى أسهم (les obligations convertibles en actions):

عبارة عن سندات تمنح لصاحبها حق الاختيار في تحويلها إلى أسهم عند تاريخ الاستحقاق ويتم تحديد طريقة التحويل ونسبتها في شروط الإصدار؛ وبذلك للمكاتب الخيار في التسديد نقداً أو في شكل أسهم؛

2) أوراق مالية تابعة لفترة غير محدودة (les titres subordonnés à durée indéterminée):

عادة ما تأخذ شكل سندات، لا تسدد قيمتها إلا بعد تسديد كافة الدائنين وذلك في حالة تصفية المؤسسة ونتيجة لارتفاع مخاطر عدم التسديد فإن معدل المردودية المفروض عليها من قبل المستثمرين يكون مرتفعاً؛

وهناك أنواع أخرى من السندات من بينها²:

1) سندات الدخل:

وهي سندات لا تدفع فوائدها إلا إذا تحقق للمقترض دخل كاف لتسديد الفوائد، أما تسديد قيمة السند فيتم بناء على موعد محدد يلتزم به المقترض؛

2) السندات ذات الفائدة الصفرية:

هي التي لا يدفع لها عادة فائدة خلال سنوات حياتها ويسترد حامل السند قيمته الاسمية بتاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق بين سعر الإصدار المدفوع والقيمة الاسمية المقبوضة الفوائد المتراكمة على السند طول فترة حياته؛

3) السندات متقاسمة الأرباح:

تمنح بعض المؤسسات ميزة التقاسم بالأرباح لغرض تشجيع المستثمرين للاكتتاب بالسندات كونها تعد إصدارات بمزايا إضافية، فبالإضافة إلى الفائدة الثابتة التي يحصل عليها المستثمر فإنه يشارك حاملي الأسهم العادية بنسبة من الأرباح التي تحققها المؤسسة، حيث تحدد هذه النسبة في شروط الإصدار.

¹ Florence Delahaye, Jacqueline Delahaye, op cit, p328

² منفلج محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص470

3. مزايا وحدود التمويل بالسندات:

يتيح التمويل بالسندات بالنسبة للمؤسسة الاستفادة من المزايا التالية¹:

- انخفاض التكلفة: فتكلفة السندات محدودة كما أنها لا تشارك في الأرباح في حال تحقق المزيد منها؛
- الاستفادة من مزايا الرفع المالي: وذلك شرط أن تكون تكلفة السندات أقل من العائد المتوقع على استثمار الأموال المقترضة؛
- الميزة الضريبية: حيث تعتبر الفوائد على السندات من المصاريف التي تخصم من الربح الخاضع للضريبة وبذلك تحقق اقتصادا في الضريبة؛
- الحفاظ على سيطرة المساهمين على الإدارة؛ فليس للمقرضين حق التصويت في الجمعية العامة. ولا يخلو التمويل بالسندات من بعض النقائص منها:
- التزام المؤسسة المقترضة بدفع الفوائد في مواعيد دورية يمثل عبئا عليها؛
- خسارة المؤسسة وعدم قدرتها على سداد التزاماتها قد يؤدي إلى إفلاسها؛
- لا يعتبر متاحا لجميع المؤسسات خاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لعدم توفر الضمانات الكافية.

الفرع الثالث: الاعتماد الإيجاري (le crédit bail ou leasing):

إن الحالة الطبيعية لتسيير عمليات الإنتاج في المؤسسة تتطلب امتلاك الأصول الثابتة الضرورية لذلك، إذ يتطلب ذلك أن يتوفر لدى المؤسسة التمويل اللازم لتغطية تكاليف شراء هذه الأصول سواء من مصادر تمويل ذاتية أو مصادر تمويل خارجية (الاقراض أو اللجوء إلى سوق رأس المال)؛

يتيح الاعتماد الإيجاري كتقنية مستحدثة للتمويل الاستفادة من الخدمة الإنتاجية للأصول دون اقتنائها ودفع كامل ثمنها؛ إذ يقتصر الأمر على قيام المستأجر بدفع إيجار دوري مع احتفاظ المؤجر بملكية الأصل وإمكانية نقلها إلى المستأجر في نهاية مدة العقد.

ورغم حداثة هذه الطريقة إلا أنها تشهد توسعا سريعا في الاستعمال بالنظر إلى المزايا العديدة التي تقدمها.

1. مفهوم الاعتماد الإيجاري:

عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا لذلك بوضع آلات ومعدات أو أية أصول أخرى بمجوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار؛

¹ جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله اللحنج، مرجع سبق ذكره، ص 227

و نظرا للخصائص الإيجابية التي تميز الاعتماد الإيجاري من الناحية الاقتصادية فقد أدخلت هذه الطريقة للتمويل في نظام التمويل الوطني، فقد تم اعتمادها بشكل رسمي وتقنينها بواسطة الأمر رقم 96-09 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بالائتمان الإيجاري، بالرغم من ذلك فإن استعماله لا يزال في بدايته وهناك تجارب قليلة من قبل بعض البنوك الوطنية دون أن ترقى إلى مستوى الممارسة الشاملة.

وتأسيسا لذلك يعرفه المشرع الجزائري في مادته الأولى و الثانية من القانون التشريعي المتعلق بالائتمان الإيجاري، على أنه عملية تجارية و مالية يتم تحقيقها من قبل البنوك و المؤسسات المالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا و معتمدة صراحة بهذه الصفة، مع المتعاملين الاقتصاديين الجزائريين أو الأجانب أشخاصا طبيعيين كانوا أم معنويين تابعين للقانون العام أو الخاص، و يجب أن تكون قائمة على عقد إيجار يمكن أن يتضمن أو لا يتضمن حق الخيار بالشراء لصالح المؤجر، و تتعلق فقط بأصول منقولة أو غير منقولة ذات الاستعمال المهني أو بالمخلات التجارية أو بمؤسسات حرفية¹.

2. خصائص الاعتماد الإيجاري:

من خلال تعريف السابق يمكن استنتاج الخصائص التالية:

- المؤسسة المستفيدة (المستأجرة) غير مطالبة بإنفاق المبلغ الكلي للاستثمار دفعة واحدة، وإنما يتم الدفع على أقساط تتضمن جزءاً من ثمن شراء الأصل مضافاً إليه الفوائد التي تعود للمؤسسة المؤجرة ومصاريف الاستغلال المتعلقة بالأصل المتعاقد حوله؛
- تحتفظ المؤسسة المؤجرة بملكية الأصل أو الاستثمار أثناء فترة العقد وتستفيد المؤسسة المستأجرة من حق الاستعمال فقط وتبعا لذلك تكون مساهمة المؤسسة المؤجرة قانونية و مالية بينما تكون مساهمة المؤسسة المستأجرة إدارية واقتصادية²؛
- تنتهي فترة العقد بتنفيذ المؤسسة المستأجرة لأحد الخيارات التالية³: إما تجديد عقد الإيجار لفترة أخرى وفق شروط يتفق بشأنها، أو شراء الأصل بالقيمة المتبقية المنصوص عليها في العقد وبذلك تنتقل الملكية القانونية للأصل إلى المؤسسة المستأجرة بالإضافة إلى حق الاستعمال، أو إرجاع الأصل لمالكه (المؤسسة المؤجرة) وتنتهي بذلك العلاقة بين المستأجر والمؤجر.

¹ عاشور كتوش، عبد الغني حريري، التمويل بالائتمان الإيجاري، الاكتاب في عقود و تقييمه-دراسة حالة الجزائر- المنشى الدرلي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-بكرة أيام 21 - 22 نوفمبر 2006، ص 4

² المرجع السابق، ص 5

³Gérard charreaux, op cit, 165

3. أشكال الاعتماد الإيجاري:

يمكن أن يأخذ الاعتماد الإيجاري أحد الصور التالية :

1) حسب طبيعة العقد: و يندرج ضمن هذا التصنيف الأشكال التالية¹:

أ. الإيجار المالي:

ويتضمن التزام المؤسسة (المستأجر) بتسديد سلسلة من الدفعات المالية للمؤجر - لقاء استعمال الأصل - تعادل في مجموعها قيمة الأصل وفوائده، ويتميز هذا النوع عن غيره بأنه غير قابل للإلغاء ويستمر العقد طيلة العمر الإنتاجي للأصل مع تحمل المستأجر مصاريف صيانته؛

ب. الإيجار التشغيلي:

ويطلق عليه تأجير الخدمات، ويتضمن إضافة إلى تمويل قيمة الأصل المؤجر تقاسم خدمات الصيانة والتأمين، وعادة ما تكون مدة التأجير قصيرة بالنسبة للعمر الاستعمالي للأصل، و يترتب على ذلك أن هذا النوع من الاستئجار لا يتطلب نقل حقوق ملكية الأصل إلى المستأجر؛

ت. الإيجار المقرون برفعة تمويل:

ويتميز عن الأنواع السابقة بطرف ثالث في العقد وهو الجهة الممولة وتمثل في البنك عادة، حيث يقوم المؤجر بشراء الأصل المطلوب بتحمل جزء من تكلفة الأصل و يمول المبلغ المتبقي من قيمة الأصل بقرض طويل الأجل من البنك ويكون رهن الأصل في هذه الحالة هو الضمان للقرض.²

2) حسب طبيعة موضوع التمويل:

ينقسم الائتمان الإيجاري حسب طبيعة موضوع التمويل إلى³:

أ. إيجار الأصول المنقولة:

وتستعمل المؤسسة هذا النوع من الاعتماد الإيجاري للحصول على أصول منقولة، تتمثل في الأصول المادية كتجهيزات الإنتاج المعدات و الأدوات، كما تشمل المعنوية منها كبراءات الاختراع الضرورية لنشاط المؤسسة؛

ب. إيجار الأصول غير المنقولة:

من ناحية تقنيات الاستعمال فإن هذا النوع يشبه إيجار الأصول المنقولة إلا أنه يختلف عنه في:

¹ محمد صبيح، القرارات المالية الاستراتيجية، دار الكتاب، مصر، 1996، ص10

² دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص413

³ عاشور كنوش، عبد الغني حريري، مرجع سبق ذكره، ص10

- يهدف إلى تمويل أصول غير منقولة، تتمثل في بنايات منجزة أو قيد الإنجاز؛
- تكون درجة التعقيد في إيجار الأصول غير المنقولة أكبر مما هي عليه في الصنف الأول (إيجاد الأرض للبناء، وتشبيدها مع كل ما يرافقها من إجراءات معقدة) ويؤدي ذلك إلى طول فترة إنجاز المشروع وإتمامه؛
- يتطلب الاعتماد الإيجاري للأصول غير المنقولة تدبير أموال ضخمة تفوق بكثير الاحتياجات المالية في حالة الأصول المنقولة؛
- إن إنجاز البناء و تنفيذه و تأجيله يخضع إلى أنظمة خاصة، بينما الحصول على الأصول المنقولة من معدات و أدوات و تجهيزات يخضع إلى قواعد القانون التجاري.

4. مزايا وحدود التمويل بالاعتماد الإيجاري:

هناك من المزايا ما يشجع المؤسسة على استئجار الأصول من عقارات ومنقولات، لكن وجود هذه المزايا لا يعني بالضرورة خلو هذه التقنية من العيوب.

1) المزايا:

تتلخص أهم المزايا التي تعود على المؤسسة المستأجرة في:

- الطابع العملي للاعتماد الإيجاري: وتنطبق هذه الميزة خاصة على الاعتماد الإيجاري المنقول حيث يسمح هذا الأخير باستخدامه لفترات قصيرة (كالتجهيزات الإنتاج مثلا) دون الحاجة للإجراءات والمخاطر المرتبطة بالشراء وإعادة البيع؛ إذ تتم إجراءات التمويل بسرعة وبتكاليف إدارية أقل مقارنة بالتمويل بالاقتراض، وبالنسبة لبعض أصناف الأصول المؤجرة يسمح الاعتماد الإيجاري بالاستفادة من خدمات أخرى غير المالية منها كالصيانة والحد من مخاطر تقادم الأصول؛¹
- إن عمليات الاقتراض لا تغطي كافة احتياجات التمويل في المؤسسة فضلا عن كونها مرتبطة بعوامل منها رأس المال، حجم وجودة الضمانات المقدمة، درجة المخاطر ومستوى الربحية... ولذلك تدعم التمويل عن طريق التمويل الذاتي أو الرفع في رأس المال؛ فالاعتماد الإيجاري يؤمن تمويل عمليات محددة ويسمح بالإبقاء على الأموال الخاصة لاستخدامات أخرى أكثر ملاءمة؛
- إن التمويل عن طريق الاعتماد الإيجاري يحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة، ويؤمن الوسائل الضرورية لنموها وتطورها، إضافة إلى أنه يعتبر وسيلة ملائمة لاستبعاد القيود المالية التي قد تفرضها الجهات الممولة؛²

¹ Gérard Charreaux, op cit 166

² Pierre Conso, Farouk Hemic, op cit,p426

- يعد التمويل بالاعتماد الإيجاري المصدر التمويلي المتاح بالنسبة للمؤسسات الصغيرة أو تلك التي تكون ربحيتها ضعيفة حيث أن الأصول المستأجرة خاضعة للملكية المؤجر مما يمثل ضمانا له، وهذا ما يقلل من المخاطر التي قد يتعرض لها المؤجر في حالة حدوث فشل مالي لدى المستأجر.¹

2) العيوب:

- على الرغم مما يحققه الاعتماد الإيجاري من منافع وإيجابيات كتقنية للتمويل بالنسبة للمؤسسة المستأجرة، إلا أنه لا يخلو من بعض السلبيات منها²:
- ارتفاع تكلفة الاعتماد الإيجاري مقارنة بتكلفة القروض المصرفية، وذلك أخذًا بعين الاعتبار قيمة الإيجار المدفوعة من قبل المستأجر إلى المؤجر مع مراعاة تغطية كل من نفقات إهلاك الأصل، تكلفة الخدمات المقدمة والأخطار المحتملة؛
- إن إلغاء المستأجر العقد قبل نهايته بسبب عدم توافق تجهيزاته المؤجرة مع عملياته الإنتاجية، يترتب عليه في كثير من الأحيان الاستمرار في تسديد أقساط الإيجار إلى غاية نهاية العقد حتى ولو لم يستعمل التجهيزات؛
- كما يمكن أن تواجه المستأجر المشاكل المتعلقة بشهرة المحل التي اكتسبها خلال مدة انتفاعه بالأصل واستخدامه له، إذ يصعب عليه التنازل عنه بعد الشهرة التي اكتسبها خاصة إذا كان عقد الإيجار المبرم مع المؤجر تقل فترته عن العمر الاقتصادي للأصل.

¹ محمد صبيح، مرجع سبق ذكره، ص 15

² عاشور كنوش، عبد الغني حريري، مرجع سبق ذكره، ص 18، 19

2. أشكال الائتمان التجاري:

انطلاقاً من فكرة أن الائتمان التجاري يتيح للمؤسسة فرصة الحصول على ما تحتاجه من بضائع ومواد أولية، مع فرصة تسديد القيمة المستحقة على مشترياتها لاحقاً، فإن طريقة التسديد هذه يمكن أن تظهر في إحدى الأشكال التالية¹:

أ. الحساب الجاري المفتوح:

يعتبر الحساب الجاري من أهم أشكال القرض التجاري، حيث تفضل العديد من المؤسسات التمويل بواسطته لأن المؤسسة عادة ما تحتفظ تجاه تحديد آجال الاستحقاق في حالة عدم مقدورها على التسديد؛

ب. الأوراق التجارية:

وتمثل هذه الأوراق أساساً في السند لأمر و السفتجة (الكبيلة)، حيث يتم تحريرها من قبل المؤسسة بمبلغ المشتريات من المواد الأولية والبضائع لفائدة المورد كسداد لقيمتها على دفعات محددة.

الفرع الثاني: الائتمان المصرفي

تلجأ المؤسسة عادة إلى البنك للحصول على قروض قصيرة الأجل لمواجهة احتياجاتها التمويلية الموسمية وذلك لتمويل التراكم في المخزون السلعي أو شراء المواد الأولية، إضافة إلى إيجاد مصادر مالية سائلة لموازنة ارتفاع الحقوق المدينة والتي تتزامن مع زيادة المبيعات لأجل.

1. تعريف الائتمان المصرفي:

يتمثل الائتمان المصرفي في القروض (السلفيات) التي تحصل عليها المؤسسة من البنك مع الالتزام بسدادها خلال فترة لا تزيد عن سنة واحدة؛ حيث يستخدم في تمويل الأغراض التشغيلية للمؤسسة ويستبعد استخدامه في تمويل الأصول الثابتة².

2. أشكال الائتمان المصرفي:

يأخذ الائتمان المصرفي أشكال متعددة من أبرزها:

1) اعتمادات الخزينة:

عادة ما يتم تمويل الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (BFR_{ex}) عن طريق اعتمادات الخزينة، كما تستعمل في بعض الأحيان لتمويل احتياجات متخصصة مثل القروض الموسمية أو لتمويل احتياجات غير متخصصة والتي من أهمها تسهيلات الصندوق و المكشوف³.

¹ هشام محمد الزعبي، مرجع سبق ذكره، ص 85

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 227

³ Gérard charreaux, op cit, p 239

أ. تسهيلات الصندوق (les facilités de caisse):

هي عبارة قرض بنكي قصير الأجل تتراوح مدته ما بين 2 إلى 15 يوم موجهة لمنح مرونة لخزينة المؤسسة، حيث يمكن المؤسسة من مواجهة العجز الذي يطرأ على خزينتها والذي يكون غالباً في نهاية الشهر أين تكون المؤسسة أمام مصاريف متعددة كدفع الأجور للعمال ورسوم آخر الشهر، لذلك فإن القروض الممنوحة لهذه الصيغة لا تتجاوز رقم أعمال المؤسسة لمدة شهر عادة وتكون برخصة من البنك بعد الموافقة على الملف الذي تقدمه المؤسسة وهذه الرخصة تكون سارية المفعول لمدة سنة قابلة للتجديد.¹

ب. السحب على المكشوف (le découvert):

يمثل الصيغة الأكثر مرونة لقروض الخزينة، وهو عبارة عن قرض بنكي لفائدة المؤسسة التي تسجل عجزاً في الخزينة الناتج عن عدم كفاية رأس المال العامل وتكون مدة القرض الممنوح أطول من تسهيلات الصندوق فهي تتراوح من 15 يوم إلى بضعة أشهر، ونظراً لذلك فإن مخاطر البنك تكون أكبر لذا فإنه عادة ما يطلب ضمانات قوية.²

ت. القروض الموسمية (le crédit de campagne):

يمنح هذا النوع للمؤسسات التي تسجل فارقاً زمنياً كبيراً بين مدخلاتها ومخرجاتها أي ذات الأنشطة الموسمية (الزراعية أو السياحية مثلاً) والتي تعرف احتياجات كبيرة لا تستطيع تغطيتها بأموالها الخاصة فتلجأ إلى الاستدانة، حيث أن القرض الممنوح في هذه الحالة يغطي هذه الاحتياجات، أما عن الدفع فيكون بالتقسيط حسب عمليات البيع ويكون هذا القرض بمبالغ متغيرة من شهر لآخر حسب العمل واحتياجاته وقد يمتد إلى سنتين كحد أقصى.

ث. قرض الوصل (le crédits relais):

وهو الاعتماد الذي يسبق عملية مالية لها حظوظ أكيدة أو شبه أكيدة للإيجاز (أي إبرام صفقة) فمثلاً عندما تعطى الموافقة على قرض طويل الأجل من مؤسسة مالية لتمويل مشروع استثماري فهذا الاتفاق لا يمكن أن يتجسد حال التوقيع على العقد لأن هناك ضمانات حقيقية تؤخذ من المؤسسة المستفيدة وهذا ما يسبب تأخر بداية المشروع، وربما للوقت فإن المؤسسة تتقدم بطلب تسيقات من البنك الذي تتعامل معه وهذا للبدء في إنجاز المشروع وتغطية التأخر الزمني في الحصول على القرض الحقيقي.³

¹ سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، جمعية التراث، غرداية، 2002، ص 219

² Ibid., p202

³ المرجع السابق، ص 223

3. القروض المنتظمة (les crédits spot):

هي عبارة عن قروض موجهة خاصة للمؤسسات الكبيرة وتمتد لفترات قصيرة تتراوح بين 3 و10 أيام، وذلك بمعدل جد متقارب مع المعدلات السائدة في السوق النقدي¹.

(2) اعتمادات تحريك الحقوق التجارية: (crédit de mobilisation des créances commerciales)

يقصد بها تحويل المؤسسة لحقوقها المتمثلة في الأوراق التجارية (الكيميالة، السند لأمر) أو أي إثباتات أخرى كالفواتير إلى سيولة لدى البنك أو مؤسسات مالية متخصصة مقابل التنازل عن جزء من قيمتها، بالإضافة إلى تحمل مصاريف وعمولات تترتب على هذه العملية²، وتأخذ الصور التالية:

أ. الخصم (l'escompte):

هو شكل من أشكال القروض القصيرة التي يمنحها البنك، وتعد عملية الخصم بالنسبة للمؤسسة وسيلة من وسائل الدفع، فالمؤسسة ولغرض إثبات ديونها على الغير تتعامل بالأوراق التجارية (كالكيميالات والسند لأمر...) وتنتظر الحصول على قيمة الورقة التجارية في الموعد المحدد، لكن ضرورات نشاط الاستغلال كثيرا ما تجعل المؤسسة حاملة الورقة محتاجة إلى الأموال لتسوية التزاماتها، فتلجأ إلى تحصيل قيمتها في شكل سيولة من خلال خصمها لدى البنك؛

وبالتالي فإن الخصم التجاري هو قيام البنك مقابل هذه العملية بدفع مبلغ الورقة التجارية للعميل قبل تاريخ الاستحقاق، ويستفيد البنك مقابل ذلك من ثمن يسمى سعر الخصم ويطبق هذا المعدل على الفترة التي تفصل بين تاريخ تقديم الورقة للخصم وتاريخ الاستحقاق؛ حيث أن المؤسسة تحصل على مبلغ أقل من القيمة الاسمية بمقدار مبلغ الخصم الذي يتكون من عمولة التحصيل وعمولة الخصم وهي أجر البنك من العملية، ومعدل الفائدة والذي يطبق على الفترة بين تاريخ تقديم الورقة للخصم وتاريخ الاستحقاق، ويسمى مجموع الفائدة ومختلف العمولات المدفوعة مقابل الخصم (الآجيو)³.

ب. طريقة Dailly:

يقصد بها تحويل المؤسسة لحقوقها التي تكون ممثلة في الإثباتات كالفواتير أو رهنها لصالح البنك أو مؤسسة مالية أخرى مقابل الحصول على قرض تهرده تلك الحقوق ويتم ذلك وفق عقد يتحدد فيه شروط التعبئة،

¹ Juliette pilverdier-lartreyte, , op cit, p3 67

² Gérard charreaux, op cit, p 243

³ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة السادسة، ديوان المطبوعات الجامعية، 2007، ص66

الاستعمال وتحصيل الحقوق، على أن تتولى المؤسسة صاحبة الحق عملية التحصيل، ثم تقدم وتسديد المبلغ للبنك مقابل القرض المحصل عليه سابقاً.¹

ت. عقد تحويل الفاتورة (P'affacturation):

هو تقنية لتمويل الحقوق القصيرة المدى أكثر شمولية من التقنيتين السابقتين، حيث يمكن للمؤسسة الاقتصادية التخلص من حقوقها تجاه زبائنها عن طريق تحويل الدائنية إلى "Factor" وهي مؤسسة مالية متخصصة تتولى مهمة تحصيل الحقوق وضمان الوفاء النهائي في حالة الإعسار المؤقت أو النهائي وذلك مقابل عمولات. حيث تقترح المؤسسة المتخصصة في عقد تحويل الفاتورة ثلاث خدمات تعتبر المميزات الأساسية لعقد تحويل الفاتورة وتمثل في²:

- تسيير محفظة أوراق العميل: حيث تأخذ المؤسسة المتخصصة في عقد تحويل الفاتورة "Factor" على عاتقها تسيير حسابات العملاء من تحصيل، إدارة ومتابعة الفواتير عن طريق تقديم كشف يومي عام ومفصل للتسديدات المحصلة الخاصة بالفواتير وكذا التسديدات المتبقية، كما تتولى هذه المؤسسة تحرير الفواتير ومسك محاسبة كل عميل بمتابعة التحصيل وتبرير العمليات الخاصة بالزبائن المشكوك فيهم إن وجدت، وبالتالي تولي الشؤون القانونية والقضائية للعملاء، وفي مقابل هذه العملية والخدمة تحصل على اقتطاعات من عمولات و آجور؛

- التأمين ضد مخاطر عدم التسديد: وهي تقنية تأمين القرض أو ضمان الحقوق المحولة، يقوم من خلالها المورد بإبلاغ المؤسسة المتخصصة في عقد تحويل الفاتورة عن نوعية مدينيها عن طريق تقرير مفصل على ملاءة كل زبون لتحديد الحد الأقصى الذي لا يمكن تجاوزه عند إقرضه، مما يسمح بتقدير المخاطر لتفاديها؛

- التمويل المرن للمؤسسة: يُعتبر عقد تحويل الفاتورة أداة تمويل قصير الأجل للحقوق مقابل تخليها جزئياً أو كلياً على حقوقها تجاه زبائنها لصالح المؤسسة المتخصصة في عقد تحويل الفاتورة بسعر تفاوضي يُدفع مسبقاً، تفتح هذه الأخيرة في أغلب الحالات خط اعتماد قصير الأجل نقداً، أي تسبيق لأجل محدد بناءً على الفواتير المتنازل عليها، ويمكن أن تصل نسبة التمويل أو التسبيق إلى 90 في المائة من الحقوق، وهذا بدون سقف محدد في القيمة ولا ضمانات إضافية، مما يسمح للمؤسسة الممولة بالحصول على أموال تمكنها من متابعة نشاطها.

¹ بن طلحة صليحة، معوش بوعلام، دور عقد تحويل الفاتورة في تمويل وتحصيل الحقوق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية- بسكرة أيام 21 - 22 نوفمبر 2006، ص3.

² المرجع السابق، ص5

المطلب الثالث: حدود الاعتماد على الاستدانة

نظرا لمحدودية التمويل الذاتي كمصدر للتمويل، أما عملية الرفع في رأس المال فتتوقف على إرادة المساهمين والآثار المترتبة على هامش السلطة والرقابة لديهم، تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة لتوفير الموارد الضرورية لاستمرار النشاط لكن ذلك مرتبط بعوامل وقيود تفرض على المؤسسة التقليل من حجم الاستدانة، ومن أهم هذه العوامل:

- أن اللجوء للاستدانة كوسيلة للتمويل يتم تحت قيد تحسين المردودية المالية باستخدام أثر الرافعة المالية، بينما تحقيق الاستقلالية المالية للمؤسسة يستلزم الحد من الاستدانة والزيادة في الأموال الخاصة بدلا من ذلك؛¹

- مخاطر العسر المالي: حيث يزيد احتمال تحققها عند اللجوء للمعتبر للاستدانة، ومن أجل تفادي هذا المخطر ينبغي إعداد تقديرات للخزينة على المدى القصير و المتوسط والطويل بهدف التحكم في مستوى التدفقات النقدية؛

-- تغطية المصاريف المالية: إن ارتفاع مستويات الاستدانة يؤدي إلى زيادة المصاريف المالية وهو ما ينعكس سلبا على النتائج المحققة والتي تسبب تدهورا في القدرة على التمويل الذاتي؛ لذا يتوجب على المسير المالي مراقبة نسبة الاستدانة إلى القدرة على التمويل الذاتي كما يمكن مقارنة المصاريف المالية إلى رقم الأعمال ومن ثم اتخاذ قرار الاستدانة أو التخفيض منها؛²

¹ Khemissi Chiha , gestion et stratégie financière, 1^{ère} édition, édition Houma, Alger ,p177

² إلياس بن ساسي، تمويل احتياجات النمو الداخلي، مرجع سبق ذكره، ص47

خلاصة الفصل :

تسعى المؤسسة إلى الحصول على وسائل التمويل المناسبة و اللازمة لتحقيق نشاطاتها و تغطية احتياجاتها من الأموال سواء ما تعلق منها بعمليات الاستثمار أو تمويل عملياتها الجارية التي تخص دورة الاستغلال فيها، وبذلك تلجأ إلى الاعتماد على مواردها الداخلية في شكل تمويل ذاتي؛ ورغم ما يحققه هذا المصدر من مزايا كالحفاظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة وانخفاض تكلفته... إلا أنه قد لا يكون كافياً لتمويل إجمالي احتياجاتها فضلاً عن كونه يتوقف على مدى تحقيق مستويات ربحية معتبرة؛

ونتيجة لذلك تلجأ المؤسسة إلى موارد بديلة للتمويل بالرفع في رأس المال الذي يأخذ أشكال متعددة تتنوع حسب شكل المساهمة في رأس المال، سواء من خلال تقديم مساهمات نقدية من قبل الشركاء مما يؤدي إلى زيادة إمكانياتها التمويلية وتحسين فعاليتها ووضعيتها المالية، أو من خلال تقديم مساهمات عينية، كما يمكن أن يتم عن طريق تحويل ديون المؤسسة إلى أسهم أو بإضافة الاحتياطات أو من خلال عمليات الاندماج أو الابتلاع الجزئي أو الكلي لمؤسسة أخرى؛

كما تشكل عمليات الاستدانة مصدراً تمويلياً ذا أهمية قصوى؛ لما توفره من صيغ متعددة لتمويل مختلف نشاطات المؤسسة وذلك شرط أن تملك هذه الأخيرة الضمانات الكافية لسداد التزاماتها.

بعد استعراض مختلف مصادر التمويل التي يمكن للمؤسسة اللجوء إليها ومحاولة تبيان مزايا وحدود كل منها، تأتي مرحلة المفاضلة بين تلك المصادر واختيار الأنسب منها، وهذا ما سنتناوله ضمن الفصل التالي.

تمهيد:

لقد ظل اهتمام النظرية المالية التقليدية منصباً حول كيفية الحصول على الأموال الضرورية لاستمرار نشاط المؤسسة، أما وفقاً للمنظور المالي الحديث فقد تحول الاهتمام إلى البحث عن الطرق التي تمكن المؤسسة من الحصول على الموارد المالية بشروط أكثر ملاءمة تتوافق و وضعيتها، سيما في ظل تنوع تلك الموارد وتباينها من حيث خصائصها، تكاليفها وشروط الحصول عليها؛ لذا أصبح لزاماً على متخذي قرارات التمويل على مستوى المؤسسة التفكير في جملة القيود التي تحكم وتحدد تلك المصادر، ومن ثم التقرير بخصوص المزيج الأفضل منها لتحقيق سياسة تمويل مثلى.

سيتم التعرض في هذا الفصل إلى:

- المبحث الأول: تحت عنوان اختيار سياسة التمويل، حيث يتضمن أهم القيود والمعايير المتحكمة في اختيار سياسة تمويل معينة في المؤسسة؛
- المبحث الثاني: تقييم سياسة التمويل ويضم تلك الأدوات التي يمكن من خلالها تحليل السلوك المالي للمؤسسة وذلك باستخدام جدول تدفقات الخزينة إلى جانب آلية الرافعة المالية.

المبحث الأول: اختيار سياسة التمويل

على رغم التنوع الذي يضيفه النظام المالي على مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة، إلا أن ذلك يطرح مشكل الاختيار بين تلك المصادر، إذ تخضع عملية الاختيار إلى مجموعة من القيود والمعايير ينبغي التقيد بها في سبيل تحقيق سياسة تمويلية ناجحة وخالية من العيوب والاختلالات، حيث تتداخل مجموعة كبيرة من العوامل في تحديد واختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة، ومن هذه العوامل ما تفرضه طبيعة المحيط الخارجي للمؤسسة وهو خارج عن سيطرتها ومنها ما يتعلق بطبيعة المؤسسة نفسها ومثالنا في ذلك حجم المؤسسة، شكلها القانوني... الخ.

المطلب الأول: القيود المتحكمة في اختيار التمويل

تخضع عملية اختيار المؤسسة لمصدر تمويلي معين دون آخر إلى مجموعة من القيود ينبغي التقيد بها منها¹:

الفرع الأول: القيود الكلاسيكية

وتمثل أسس التحليل المالي الكلاسيكي، وعلى الرغم من أن هذا التحليل قد تم تجاوزه إلا أن مجموعة من قواعده ظلت ثابتة وتمثل أساسا لكثير من القرارات المالية في المؤسسة.

1. قاعدة التوازن المالي الأدنى:

تقضي هذه القاعدة بضرورة تمويل الاستخدامات المستقرة بموارد دائمة، فالاستثمارات مثلا لا بد أن تمويل بديون متوسطة أو طويلة الأجل أو الأموال الخاصة أو عن طريق التمويل الذاتي، كما يتوجب أن تمويل استخدامات الاستغلال بواسطة موارد الاستغلال، بمعنى أن تغطي حقوق العملاء والمخزون وما يماثلها عن طريق ديون المورد وما يماثلها.

إن الإخلال بهذه القاعدة لدى اتخاذ القرار التمويلي يؤدي إلى عدة مشاكل على رأسها حدوث عجز مفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأس المال العامل وقد يكون ذلك نتيجة لتمويل عملية شراء استثمار باستخدام قرض قصير الأجل.

2. قاعدة الاستدانة العظمى (الاستقلالية المالية):

مؤداها أن مجموع الديون المالية (باستثناء الاعتمادات البنكية الجارية) يجب ألا تفوق الأموال الخاصة. يمكن التعبير عن هذه القاعدة باستخدام نسبة الاستقلالية المالية، والتي يمكن أن تأخذ أشكال كالتالي:

¹ إياش بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 301-303

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الديون المالية

الالتزام بهذه القاعدة يوجب أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد.

الاستقلالية المالية = الديون المالية / الأموال الخاصة

وبالنسبة لهذه القاعدة يجب أن تكون هذه النسبة أقل من الواحد.

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الموارد الدائمة

ومن أجل التقييد بقاعدة الاستدانة العظمى يجب أن لا يؤثر قرار التمويل على النسبة أعلاه، أي يجب أن لا تتعدى النصف (1/2) قبل اتخاذ القرار وبعده.

إن الالتزام بهذه القاعدة يجعل المؤسسة تتمتع بالاستقلالية المالية، أي لا يفوق مجموع ديونها حجم الأموال الخاصة، بمعنى أن يظل ملاك المؤسسة مساهمين في احتياجاتها أكبر من مقرضيه وهذا أمر مهم خصوصا فيما يتعلق بحالات التوقف عن الدفع العسر المالي ومخاطر الإفلاس.

فإذا كان قرار الاستدانة يجعل أموال المترضين أعلى من مساهمة المالكين، فإن هذا القرار غير عقلاني وفقا لمنظور الاستقلالية المالية، ولذلك لا بد يعوض بقرار آخر كفتح رأس مال للمساهمة أو التنازل عن بعض الاستثمارات أو التخلي عن بعض النشاطات...

3. قاعدة القدرة على السداد:

تقوم هذه القاعدة على أن الديون المالية يجب ألا تتجاوز ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة المقدرة.

لمساعدة متخذ القرار المالي على مراقبة و التقييد بهذه القاعدة تستخدم النسبة التالية:

القدرة على السداد = الديون المالية / القدرة على التمويل الذاتي

مراقبة القدرة على السداد يعني أن تكون النسبة أقل من ثلاثة، كما تعبر هذه النسبة عن مدة السداد المتوسطة بين المؤسسة و دائئيهما والتي تقل عن ثلاث سنوات.

وتترجم هذه القاعدة مدى قدرة المؤسسة على تغطية إجمالي ديونها باستخدام قدرتها على التمويل الذاتي.

عدم الالتزام بهذه القاعدة يعني الاستمرار في الاستدانة دون مراعاة مستوى القدرة التمويلية الذاتية، مما يدل على زيادة احتمال عدم القدرة على السداد وبالتالي التوقف عن دفع الديون في آجال استحقاقها ومن ثم ارتفاع احتمال الإفلاس.

كما تعتبر النسبة أعلاه أساسا للمراقبة الداخلية من طرف متخذ القرار المالي، وأساسا للمراقبة الخارجية عن طريق المقرض إذ تفيد هذه النسبة في قرارات منح قروض للمؤسسة من عدمها.

4. قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي :

معنى ذلك أن على المؤسسة أن تمويل جزءا من الاستثمارات ذاتيا (في حدود الثلث) وأن يغطي الباقي عن طريق الاستدانة.

تهدف هذه القاعدة إلى تنويع مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية وذلك عن طريق التمويل الذاتي في حدود الثلث، الاستدانة في حدود الثلثين؛

فإذا مولت المؤسسة استثمارا كليا بواسطة قرض، فإن ذلك يزيد من احتمالات تحقق مجموعة من المخاطر كتضخم مصاريف الاستدانة متارنة بمردودية المشروع، وإذا مول المشروع كليا بموارد ذاتيا فإن ذلك قد يفوت فرص الاستفادة من الوفورات الضريبية الناجمة عن الاستدانة.

الفرع الثاني : قيود أخرى

إلى جانب القيود المذكورة آنفا، توجد مجموعة أخرى من القيود تفرض على متخذ القرار المالي مسار محدد لعملية التمويل نذكر منها :

1. الشكل القانوني للمؤسسة:

تختلف الطبيعة القانونية للمؤسسات، فقد تكون مؤسسة خاصة أو مؤسسة عمومية كما قد تكون ضمن شركات الأموال (شركة المساهمة، التوصية بالأسهم) أو ضمن شركات الأشخاص (شركة التضامن، شركة المسؤولية المحدودة)، حيث يرتبط كل نمط تمويلي معين بالشكل القانوني للمؤسسة، فمؤسسات القطاع العام يمكنها الاكتتاب في سندات المساهمة وغيرها، ويمكن لشركات المساهمة إصدار الأسهم والسندات.¹

¹ المرجع السابق، ص 305

2. حجم المؤسسة :

تتخذ المؤسسة عدة أحجام، فقد تكون مؤسسة متناهية الصغر أو صغيرة أو متوسطة أو كبيرة أو مجمع أو متعددة الجنسيات ...

فالمؤسسات الكبيرة الحجم تتمتع بخيارات أوسع للتمويل و تملك إمكانية أكبر لتنويع مصادر التمويل لذلك يمكنها فتح رأس مالها أو اللجوء إلى الاستدانة أو الاعتماد على التمويل الذاتي... بينما المؤسسات الصغيرة الحجم فخياراتها التمويلية محدودة؛ إذ تعتمد بدرجة أكبر على الاستدانة في تمويلها وهذا راجع لعدم إمكانية اللجوء إلى سوق المال لارتفاع تكاليف إصدار الأسهم أو السندات من جهة والشروط والقيود التي قد تفرضها عليها هذه السوق من جهة أخرى¹.

3. حالة السوق المالي:

تخضع ظروف وأحوال الأسواق المالية لتغيرات طويلة وقصيرة الأجل، فبعد الأزمات المالية التي عصفت بالأسواق المالية سنة 1997- 98 و 2008- 2009 أصبح الاعتماد على هذه الأخيرة كمصدر للتمويل يشكل مخاطر بالنسبة للمؤسسات المصدرة وأصبح على إثر ذلك اللجوء إلى النظام البنكي المصدر الأكثر أماناً للتمويل.

وبشكل عام كلما كانت حالة السوق تشاؤمية وغير مشجعة للإصدار كلما كان من الأفضل البحث عن بدائل تمويلية أخرى.

4. الضمانات المطلوبة:

حتى وإن كانت شروط الحصول على القروض مستوفاة فإن وضعية المقترض يكمن أن تتغير لذلك تشترط المؤسسات البنكية غالباً في عقود الاقتراض تقديم الضمانات، وتأسيساً لذلك تتميز الشركات العقارية باستخدام الاقتراض بشكل كبير لتمويل أنشطتها نظراً لتوفرها على عنصر الأمان، فيما تتصف شركات الأبحاث التكنولوجية مثلاً بعكس ذلك.

وتتخذ الضمانات المطلوبة شكلين رئيسيين²:

1) الضمانات الشخصية:

وتتمثل عادة في الكفالات (cautionnement) التي تقدمها المؤسسة المقترضة، وهي عبارة عن تعهد يقدمه شخص (طبيعي أو معنوي) يقوم من خلاله بتعويض الدائن (البنك) في حالة حدوث فشل مالي لدى المدين.

¹ زغيب مليكة، إلياس بوجمادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، www.iefpedia.com/arab/wp-content/uploads ، تاريخ التصفح: 2011/03/02.

² Florence Delahaye, Jacqueline Delahaye, op cit, pp365-366

2) الضمانات الحقيقية:

على خلاف الضمانات الشخصية تركز الضمانات الحقيقية على موضوع الشيء المقدم للضمان وتمثل هذه الضمانات في إجمالي أصول المؤسسة وتشمل قائمة السلع والتجهيزات والعقارات، والتي تقدم على سبيل الرهن وليس على سبيل تحويل الملكية وذلك من أجل ضمان استرداد القرض، وتكون الضمانات الحقيقية في شكلين:

- الرهن العقاري (l'hypothèque):

هو حق مطلق للدائن على الأملاك العقارية (متزل، أرض، محل مبنئ) مع احتفاظ المدين بحقه في استغلال و استخدام ملكيته، ولا بد أن يسجل رسميا لدى موثق العقود ويترتب على ذلك مصاريف التوثيق وحقوق التسجيل ولذلك فإن الضمانات الحقيقية ترفع من تكلفة التمويل المضمون؛

- الرهن الحيازي (le nantissement):

ويتمثل في العقد الذي يلتزم من خلاله المدين بإيداع الدائن شيء ويشكل هذا الأخير فائدة أو حق فعلي يحتفظ به الدائن إلى حين تسديد المدين لكامل دينه مع احتفاظ المدين بحق الاستخدام ولا يمكن للدائن بيعه في حالة عدم التسديد، وقد يأخذ الرهن الحيازي الأشكال التالية:

- الرهن الحيازي لشهرة المحل؛

- الرهن الحيازي للتجهيزات و الأدوات؛

- الرهن الحيازي للسندات؛

- الرهن الحيازي لمعدات النقل في حال وجه القرض لتمويل حيازة هذه المعدات.

المطلب الثاني : معايير اختيار مصادر التمويل

كما سبق الإشارة إليه فإن مصادر التمويل المتاحة لدى المؤسسة تتميز بالتنوع والتعدد ويبقى على متخذ القرار التمويلي الاختيار والمفاضلة بينها، إذ يستند في ذلك إلى عدد من المعايير الكمية والنوعية نذكر منها:

تكلفة التمويل ومعايير أخرى .

الفرع الأول: تكلفة التمويل

ينجم عن سعي المؤسسة لتمويل مختلف احتياجاتها المالية تحمل تكاليف مصادر تمويل هذه الاحتياجات؛ ونظرا للخصائص المميزة لكل مصدر والحقوق التي يتمتع بها فإن درجة المخاطر المرتبطة بها مختلفة ومتفاوتة ومن ثم تختلف التكاليف الناجمة عن اعتماد مصدر دون آخر؛ حيث تحمل هذه التكاليف تأثيرات مباشرة على النتائج و المرادوية الإجمالية للمؤسسة.

ولدى ذكرنا لتكلفة مصادر التمويل يمكن أن نُميّز بين مفهومين أساسيين: التكلفة الصريحة (المباشرة) والتكلفة الضمنية؛ فالتكلفة الصريحة تعبر عن معدل الخصم الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة، والناجحة بشكل مباشر عن استعمال مصدر تمويلي معين، أما التكلفة الضمنية فهي تكلفة الفرصة البديلة أي التكلفة التي تتحملها المؤسسة مقابل الحصول على مورد مماثل لذلك المستعمل.¹

1. تكلفة التمويل الخارجي

وتتمثل في التكاليف الناجمة عن اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية؛ سواء بحصول المؤسسة على قروض بمختلف أنواعها أو الحصول على الأموال عن طريق المساهمين.

1) تكلفة الأموال الخاصة

تمثل تكلفة الأموال الخاصة أو تكلفة حقوق الملكية في معدل المرودية الأدنى الواجب تحقيقه لتعويض المساهم عن زمن تأجيل استعمال أمواله وكذا عن المخاطرة التي تتعرض لها أمواله.²

أ. الأسهم العادية:

ويمكن حساب تكلفتها بطريقتين:

أولاً: طريقة نماذج الاستحداث (Modèles actuariels):

تمثل تكلفة الأسهم العادية في تكلفة الفرصة البديلة، أي العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المساهمون من استثمارات أخرى بديلة لها نفس درجة المخاطرة ومن ثم فإن تكلفة الأسهم العادية عبارة عن الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم.³

ولتقدير تكلفة الأسهم العادية ينبغي تحديد القيمة السوقية للسهم حيث تتحدد هذه الأخيرة بمدى توقعات المستثمرين بشأن الأرباح المستقبلية ومن ثم حجم التوزيعات المتوقعة، وبالتالي فإن القيمة السوقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح التي يحصل عليها المساهم مستقبلاً.

فإذا كان:⁴

P_0 : سعر السهم في الزمن 0؛

D_i : توزيعات الأرباح المتوقعة؛

P_n : سعر السهم في الزمن n ؛

k_c : معدل المرودية الأدنى المفروض من قبل المساهمين (تكلفة

الأموال الخاصة).

¹ زغيب مليكة، غلاب نعيمة، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية- الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-بسكرة أيام 21 - 22 نوفمبر 2006، ص10

² علي بن الضب، دراسة تأثير الميكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009، ص85

³ محمد صالح الخناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، 2001، ص403

⁴ Pierre RAMAGE, op cit, p166

$$P_0 = \sum_0^n \frac{D_i}{(1+kc)^i} + \frac{P_n}{(1+kc)^n}$$

فإن:

- في حالة بقاء أرباح الأسهم ثابتة:

تعطى القيمة السوقية وفق العلاقة:

$$P_0 = \frac{D}{(1+kc)^1} + \frac{D}{(1+kc)^2} + \dots + \frac{D}{(1+kc)^n} + \frac{P_n}{(1+kc)^n}$$

أي أن:

$$P_0 = D \frac{(1-(1+kc)^{-n})}{kc} + P_n(1+kc)^{-n}$$

لما يتجه (n) نحو اللانهاية المرجبة فإن $(1+kc)^{-n}$ يتجه نحو 0 وعليه:

$$K_C = \frac{D}{P_0}$$

أي أن تكلفة الأسهم العادية (K_C) معبرا عنها بمعدل العائد المطلوب عليها تتحدد من خلال العلاقة بين التوزيعات المتوقعة والسعر السوقي للسهم.

- في حالة نمو أرباح الأسهم:

إن افتراض أن توزيعات الأرباح المتوقعة ثابتة غير واقعي حيث أن كل من الأرباح ومن ثم التوزيعات وكذلك أسعار الأسهم غير ثابتة وهي في نمو مستمر طالما أن المؤسسة قائمة.¹
وعلى افتراض أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل ثابت مقداره (g) فإن تكلفة الأسهم العادية تعطى وفق العلاقة²:

$$P_0 = D_0(1+KC)^{-1} + [D_0(1+g)(1+KC)^{-2}] + [D_0(1+g)^2(1+KC)^{-3}] + \dots$$

$$+ [D_0(1+g)^{n-1}(1+KC)^{-n}]$$

ومنه فإن:

$$P_0 = \sum_0^n D_0(1+g)^{n-1}(1+KC)^{-n}$$

وهي عبارة متتالية هندسية حدها الأول D_0 وأساسها $(1+g)$

¹ المرجع السابق، ص 405

² Pierre RAMAGE, op cit, p166

لما يتجه n نحو اللانهاية الموجبة فإن $(1+t)^{-n} (1+g)^{n-1}$ يؤول إلى نحو الصفر ونحصل على¹:

$$KC = \frac{D}{p_0} + g$$

مع: $g < Kc$

حيث يطلق عليها بعلاقة جوردون-شايبيرو.

ثانيا: نموذج توازن الأصول المالية (MEDAF) Modèle d'équilibre des actifs financiers :

يسمح هذا النموذج بتقييم معدل المردودية المنتظر من قبل المساهم، وحسب هذا النموذج فإن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يساوي إلى العائد على الأصل دون مخاطر مضافا إليه علاوة خطر السوق، وذلك حسب العلاقة²:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

حيث أن:

$E(R_i)$: معدل العائد المطلوب على السهم i ؛

R_f : معدل مردودية الأصل الخالي من الخطر، ويتم الرجوع في ذلك للعائد على أذونات الخزينة؛

$[E(R_m) - R_f]$: علاوة خطر السوق؛

β_i : معامل انحدار (ميل) مردودية السهم بالنسبة لمردودية السوق (معامل الحساسية)، والذي يحسب بالتباين المشترك لمردودية السهم مع مردودية السوق مقسوما على تباين مردودية السوق.

ب. تكلفة الأسهم الممتازة:

تقع الأسهم الممتازة بطبيعتها بين الأموال المقرضة والأسهم العادية؛ فالأسهم الممتازة تتشابه مع القروض حيث يحصل أصحابها على عائد ثابت يدفع بصفة دورية يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم الممتاز غير أنه يختلف عن القرض في أن عدم دفع هذه الفوائد لا يؤدي إلى إفلاس الشركة³.

فإذا ما اعتبرنا أن القيمة الإسمية للسهم الممتاز (V) والتوزيعات السنوية (D) فإن معدل العائد الذي يحصل عليه حامل هذا السهم أي تكلفة هذا المصدر تساوي:

$$t = \frac{D}{V}$$

¹ Ibid,p169

² Gérard Charreaux, op cit, p115

³ المرجع السابق، ص 401

كما هو الشأن بالنسبة لتوزيعات الأسهم العادية والتي تعد غير قابلة للخصم، فإنه يتم خصم مصاريف الإصدار بالنسبة للأسهم الممتازة وبذلك فإن تكلفة هذه الأخيرة تعطى وفق العلاقة¹:

$$t = \frac{D}{FE(1-T)}$$

حيث أن:

FE: مصاريف الإصدار؛

T: معدل الضريبة.

(2) تكلفة الاستدانة:

إن أي عملية اقتراض سواء كانت في شكل سندات تصدرها المؤسسة أو في شكل قروض تتعاقد عليها، يترتب عليها دفع فوائد منسوبة إلى القيمة الاسمية، حيث تمثل هذه الفوائد تكلفة إسمية نظراً لأن استخدام هذا الصنف من التمويل يتولد عنه اقتصاد في الضريبة إذ تعد الفوائد من المصاريف القابلة للخصم، وللحصول على التكلفة الفعلية للدين لا بد من استبعاد هذه الوفورات إضافة إلى المصاريف الأخرى كمصاريف التحصيل وعمولات الوساطة².

أ. تكلفة القروض طويلة الأجل:

تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض، وتتمثل تكلفة القروض طويلة الأجل في معدل الاستحداث الذي يساوي بين القيمة الحالية لأقساط تسديد القرض إضافة إلى المصاريف المالية المدفوعة بعد الضريبة، وذلك حسب العلاقة³:

$$M = \sum_{t=1}^n \frac{RBt + FFt(1-T)}{(1+kd)^t}$$

حيث:

RB: قسط القرض المسدد في نهاية السنة ؛

M: أصل القرض؛

kd: تكلفة الاقتراض؛

FF: المصاريف المالية قبل الضريبة؛

T: معدل الضريبة.

¹ Yoser Gadhoum et autre, les principes de la finance d'entreprise, CHNELIERE EDUCATION, 2005, p154

² المرجع السابق، ص 408

³ Gérard charreaux, op cit, p107

ب. تكلفة السندات:

تعتبر السندات أقل خطورة مقارنة بالأسهم، فالمداخيل المنتظرة سنويا محددة مسبقا على عكس عوائد السهم التي تتميز بالعشوائية، والأخطار التي يمكن تصورها تمثل على وجه الخصوص في إمكانية إفلاس المدين (الجهة المصدرة للسند) بالإضافة إلى الأخطار المرتبطة بالتضخم التي تؤدي إلى تآكل القيمة الحقيقية للسند؛ ولتقدير تكلفة السندات يتم تقدير السعر السوقي لهذه الأخيرة وذلك بالأخذ بعين الاعتبار السنوات التي تحصل فيها التدفقات النقدية الخاصة بمداخيل السندات بالإضافة إلى القيمة الحالية للقيمة الاسمية و التي يتم استرجاعها في آخر المدة، وتعطى القيمة السوقية للسند بالعلاقة¹:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{FF(1-T)}{(1+i)^t} + \frac{V_0}{(1+i)^n}$$

حيث أن:

P : السعر السوقي للسند؛

FF : الفوائد المدفوعة؛

T : معدل الضريبة؛

V_0 : قيمة السند في تاريخ الاستحقاق؛

i : تكلفة السند.

ت. تكلفة الاعتماد الإيجاري:

ترتكز طرق تقييم تكلفة الاقتراض على مبدأ التحيين، وطالما أن قرض الإيجار يعتبر بديل تمويل عن الاقتراض فإنه يتم تقييم تكلفته بنفس الطريقة. تمثل تكلفة قرض الإيجار بالنسبة للمستأجر معدل المردودية الذي يحصل عليه المؤجر، وتعبّر عن معدل العائد الداخلي (R) الذي يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية بعد الضريبة مضافا لها القيمة المتبقية محينة ومبلغ الاستثمار²:

$$\sum_{t=1}^n \frac{(1-T).Lt + T.DAt}{(1+R)^t} + \frac{VR}{(1+R)^n} - I = 0$$

حيث أن:

VR : قيمة إعادة البيع الأصل تاريخ انتهاء العقد.

I : تكلفة الأصل المؤجر؛

L : أقساط الإيجار السنوية؛

DA : مخصصات الاهتلاك؛

T : معدل الضريبة.

¹ Ibid, p108

² Idem, p111

ث. تكلفة التمويل قصير الأجل:

أولاً: تكلفة الخصم

يتم حساب المصاريف المالية الناتجة عن الخصم بدلالة كل من معدل الخصم وعدد أيام الخصم، أما قيمة الآجيو التي يقطعها البنك فهي قيمة دنيا ثابتة يتم مراجعتها دورياً.

- المعدل المطبق:

يتضمن المعدل الإسمي المطبق لحساب المصاريف المالية العناصر التالية:

- معدل الأساس البنكي: TBB أو PIBOR (Paris Interbank Offered Rate) ويتغير هذا المعدل حسب ظروف السوق النقدي.

- عمولة التظهير 0.6%؛

- علاوة خاصة بطبيعة الاعتماد 0.4%؛

- علاوة خاصة بالقطاع وتعبر عن درجة المخاطرة للمؤسسة، ويستعمل البنك عدة معايير لتقييمها كحجم المؤسسة، الربحية، حجم الاستدانة.

- عدد أيام الخصم : وتُحسب على أساس الأيام الباقية لتاريخ الاستحقاق؛

- معدل التحيين والتكلفة الحقيقية للخصم:

تُحسب التكلفة الحقيقية للخصم بطريقة التحيين، وتمثل في معدل التحيين اليومي (t_q) الذي يعدم القيمة الحالية الصافية للتمويل؛ فإذا كانت :

(M) : قيمة الورقة التجارية المقدمة للخصم؛ FF : قيمة الآجيو؛

J : مدة الورقة التجارية بين تاريخ الخصم وتاريخ الاستحقاق؛

فإن معدل التحيين اليومي (t_q) يتم الحصول عليه بالمعادلة:

$$M - FF = \frac{M}{(1 + t_q)^{J+3}}$$

المعدل المكافئ السنوي (t_q) : $t_q = (1 + t_q)^{365} - 1$

ثانياً: تكلفة السحب على المكشوف

يعد البنك كل ثلاثي كشفاً للعمليات البنكية مرتبة حسب التواريخ وبالأرصدة، حيث يتضمن هذا الكشف سلماً للفوائد الذي يسمح بحساب الفوائد المستحقة على المؤسسة عند استخدامها للمكشوف وتُحسب هذه الأخيرة بتطبيق المعدل الاسمي للمكشوف أما قيمة الآجيو فتدفع لنهاية كل ثلاثي.

يتضمن معدل المكشوف:

- معدل الأساس البنكي أو PIBOR؛

- علاوة خاصة 1.45%؛

- علاوة خاصة بالقطاع وترتبط بالوضعية المالية للمؤسسة.

تُحسب التكلفة الحقيقية للمكشوف بتطبيق معدل التحيين (tq) كما يلي¹:

$$M = \frac{M + FF}{(1 + tq)^J}$$

حيث أن:

M: مبلغ الاعتماد

FF: الفوائد؛

J: مدة الانكشاف؛

tq: معدل التحيين اليومي؛

3) تقدير التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال CMP:

بعد التعرض لمختلف مصادر التمويل في المؤسسة وتكلفة كل منها يتم تجميع هذه التكاليف وتحديد التكلفة الإجمالية للتمويل وهو ما يصطلح عليه بالتكلفة المرجحة لرأس المال؛

وترجع أهمية تقدير هذه التكلفة، إلى أنها تعتبر بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، كما تستخدم تكلفة رأس المال كآلية لاتخاذ القرار التمويلي حيث يؤخذ بمبدأ التكلفة الدنيا لتشكيلة مصادر التمويل، وعند تقدير التكلفة الإجمالية للتمويل عادة ما يتم التركيز على تكلفة التمويل طويل الأجل ذلك أن التمويل قصير الأجل لا ينطوي على اتخاذ قرار بشأنه إذا كان تجارياً كونه تلقائياً، أما إذا كان مصرفياً فهو مؤقت بطبيعته وينطوي على قدر كبير من التقلب في رصيده².

أ. مفهوم تكلفة رأس المال:

تعبر تكلفة رأس المال عن معدل المردودية الأدنى المطلوب من قبل الأطراف التي تزود المؤسسة بالأموال (المساهمين والدائنين) اللازمة، وبالتالي فهي تمثل تكلفة التمويل الإجمالي للمؤسسة؛ ويتم تقدير تكلفة رأس المال عن طريق ترجيح التكلفة الخاصة بكل مصدر تمويلي بدلالة نسبته في هيكل رأس مال المؤسسة وذلك حسب العلاقة³:

$$CMP = t \cdot \frac{VCP}{VD + VCP} + i \cdot \frac{VD}{VD + VCP}$$

¹ Idem, pp200-204

² منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 573

³ Pierre Vernimmen, finance d'entreprise, 5^{ème} édition, Dalloze, paris, 2002, p1096

حيث أن:

CMP: التكلفة الوسطية المرجحة (تكلفة رأس المال)؛

V_{CP} : قيمة الأموال الخاصة؛

V_D : قيمة الديون؛

t: تكلفة الأموال الخاصة؛

i: تكلفة الاستدانة بعد الاقتصاد في الضريبة.

و لتحديد نسبة ترجيح كل مصدر تمويلي في هيكل رأس المال يمكن الاعتماد على القيمة السوقية أو القيمة المحاسبية¹:

- الترجيح وفق القيمة المحاسبية: وتحسب انطلاقا من القوائم المالية للمؤسسة والتي تركز على القيمة التاريخية وفي هذه الحالة تكون قيمة الأسهم العادية مختلفة كثيرا عن قيمتها السوقية؛
- الترجيح وفق القيمة السوقية: وهي الأقرب إلى الصحة وفقا للمنطق المالي؛ ذلك أنه يرتبط بالقيمة الحقيقية للمؤسسة، ولكنها تتأثر بالتغيرات الظرفية التي تطرأ على السوق المالي.

أما أوزان كل عنصر في هيكل رأس المال فقد اختلفت الآراء بشأن ذلك؛ فهناك من يرى أن تكلفة كل عنصر تحسب على أساس نسبته الفعلية في هيكل رأس المال بمعنى أن أي مبلغ إضافي من الأموال يجب أن يتم الحصول عليه من نفس المصادر وبنفس النسبة، وذلك يقوم على افتراض أساسي هو أن هيكل رأس المال للمؤسسة مثالي ويطلق عليه مدخل الأوزان الفعلية؛

كما قد يتم الاعتماد على مدخل الأوزان المستهدفة حيث تقوم المؤسسة بوضع هيكل مالي مستهدف تحدد نسبة كل عنصر مما يعني ثبات التكلفة المحسوبة واستقرارها بغض النظر عن الهيكل الفعلي، لكن ذلك قد يؤدي إلى اتخاذ قرارات خاطئة إذا كان هناك تفاوت كبير بين الأوزان الفعلية وتلك المستهدفة؛

وخلافا للمدخلين السابقين يرى أصحاب المدخل الحدي أن يتم حساب التكلفة المرجحة على أساس أوزان العناصر المستخدمة في تمويل المشروع الاستثماري، ذلك أن تكلفة الأموال التي تستخدم كمعدل للخصم تعبر عن الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، ومن ثم فإن تكلفة الأموال تعبر عن المتوسط المرجح بالأوزان للتكاليف الحدية، وهو أكثر المدخل واقعية².

ب. تكلفة رأس المال واختيار الهيكل المالي:

أجمع المفكرون في مجال الإدارة المالية على أن الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة هو ذلك الهيكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقل ما يمكن وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

¹ Yoser Gadhoun et autre, op cit , p155

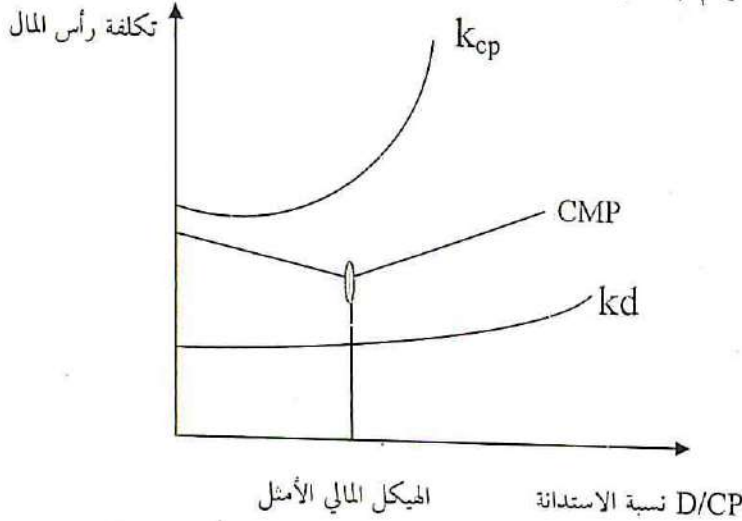
² محمد صالح الخناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص409

ولفهم منطق العلاقة بين تكلفة رأس المال والهيكل المالي نشير إلى مدخلين:

أولاً: المدخل التقليدي

يعتقد أصحاب هذا المذهب وجود هيكل مالي أمثل تنخفض عنده تكلفة رأس المال إلى حدها الأدنى وتكون قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى؛ ويستدلون على ذلك بأن تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الاقتراض نظراً لكون هذه الأخيرة تدرج ضمن المصاريف المالية التي لها خاصية الاقتصاد في الضريبة من خلال تخفيض الوعاء الضريبي، بينما عوائد رأس المال الناجمة عن التمويل بالأموال الخاصة لا تتميز بهذه الخاصية لكونها تأتي بعد حساب النتيجة وعليه فإن الاستعانة بالديون كمصدر للتمويل تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال من خلال الوفورات الضريبية على عكس الاستعانة بالأموال الخاصة.¹ ويمكن توضيح ذلك بيانياً كما يلي:

الشكل رقم (1.3): العلاقة بين تكلفة رأس المال والهيكل المالي (المنظور التقليدي):



المصدر (بتصرف): محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 435

يلاحظ من الشكل أعلاه أن تكلفة رأس المال تنخفض تدريجياً مع زيادة حجم الأموال المقترضة وهذا يفسر بالمزايا الضريبية لهذه الأخيرة، بعدها تأخذ هذه التكلفة في الارتفاع وعند هذا الحجم من الاقتراض الذي يتحول عنده اتجاه تكلفة رأس المال تتحدد البنية المثلى للتمويل.

¹ دادان عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي - الإسهامات النظرية الأساسية - مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2006، ص 108

ثانيا: المدخل الحديث

يندرج ضمن هذا المدخل أعمال كل من Miller & Modigliani، حيث حاول الباحثان بناء نموذج مبسط يركز على جملة من الافتراضات أهمها كفاءة السوق المالية مما يستلزم تكافؤ فرص المستثمرين في حصولهم على المعلومات مع غياب تكاليف الصفقات والجباية¹، وتتميز في هذا الصدد بين حالتين:

- في حالة غياب الضريبة:

يرى كل من Miller & Modigliani في هذه الحالة أن تكلفة رأس المال مستقلة تماما عن الهيكل المالي، وبالتالي فلا وجود لهيكل مالي أمثل؛ ويمكن أن نبرهن ذلك رياضيا كما يلي²:

تكتب الصيغة العامة لأثر الرافعة في حالة غياب الضريبة كما يلي:

$$R_{CP} = R_e + (R_e - i) \cdot D/CP \dots \dots \dots (1)$$

و إذا كانت التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال :

$$CMP = R_{CP} \cdot (CP/D + CP) + i \cdot (D/D + CP) \dots \dots \dots (2)$$

بتعويض R_{CP} بقيمتها حسب العلاقة (1) في العلاقة (2) نحصل على:

$$CMP = (R_e + (R_e - i) \cdot D/CP) \cdot [CP/(CP + D)] + i \cdot [D/(D + CP)]$$

$$= R_e \cdot [CP/(CP + D)] + (R_e - i) \cdot D/CP + i \cdot [D/(D + CP)]$$

$$= [R_e \cdot CP + R_e \cdot D - i \cdot D + i \cdot D]/(D + CP)$$

$$= R_e$$

$$CMP = R_e$$

$$CMP = R_e$$

أي أن :

فالتكلفة الإجمالية للتمويل (CMP) تساوي إلى معدل المردودية الاقتصادية المفروض؛ وبذلك فإن تكلفة رأس المال مستقلة تماما عن الهيكل المالي.

- في حالة وجود الضريبة:

قدم الكاتبان Miller & Modigliani سنة 1963 نموذجا آخر يأخذ بعين الاعتبار وجود الضرائب، وتوصلا إلى أن الزيادة في معدلات الاقتراض تترك أثرا إيجابيا على القيمة السوقية للمؤسسة وهذا راجع لكون الفوائد التي تدفعها المؤسسة على القروض تعد من الأعباء القابلة للخصم، ومن ثم فإن القيمة السوقية للمؤسسة

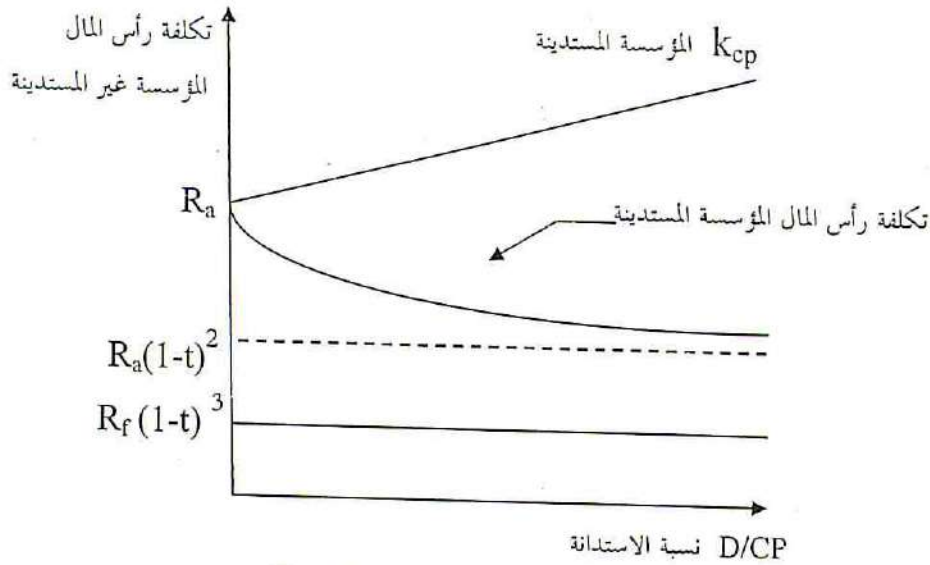
¹ Christian Pierrat, la politique financière de l'entreprise, édition la découverte, paris, 1996, p51

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 311

التي يتكون رأسها من الأموال الخاصة والديون تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة لها وبدون ديون¹؛ حيث يمثل الفرق مقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية للتكاليف المالية للاستدانة، مما يؤدي إلى وجود تفاوت في تكلفة الأموال الخاصة (المردودية المالية) وبالنتيجة الاختلاف في تكلفة رأس المال؛

والشكل أدناه يمثل تكلفة رأس المال بدلالة تغير حجم الديون:

الشكل رقم (2.3): العلاقة بين الهيكل المالي وتكلفة رأس المال في وجود الضريبة



Source : Gérard Charreaux, op cit, p126

إذن لا وجود لهيكل مالي أمثل؛ ولا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال لكن يمكن وضع حد أدنى حجم الاستدانة.

2. تكلفة التمويل الداخلي

إن التمويل الداخلي كغيره من مصادر التمويل ينطوي على تكاليف على الرغم من صعوبة قياسها، وكما سبق الإشارة إليه فإن التمويل الداخلي يشمل كل من الأرباح المحتجزة ومخصصات الاهتلاكات.

¹ ناصر دادي عدون، مامش يوسف، أثر تغير الضريبة على الأرباح على مستوى الاستدانة في المؤسسات الجزائرية، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، العدد الخامس، المدرسة العليا للتجارة، 2008، ص 11

² معدل المردودية المطلوب من قبل المؤسسات ذات نفس المخطر.

³ يعبر عن تكلفة الديون (معدل دون خطر بعد الضريبة).

1) تكلفة الأرباح المحتجزة:

تعبر الأرباح المحتجزة عن تلك المبالغ التي تم احتجازها- بدلا من توزيعها- من الأرباح المحققة بهدف استخدامها كمصادر لتمويل عمليات التوسع والنمو في المؤسسة؛
وبما أن هدف إدارة المؤسسة هو تحقيق مصالح المساهمين فإن ذلك يستلزم عليها أن لا تحتجز الأرباح المحققة ما لم يتساوى على الأقل كل من العائد المتوقع من استثمار هذه الأرباح ومعدل العائد الذي كان ينبغي للمساهمين أن يحققوه من الاستثمار في الفرص البديلة المتاحة أمامهم.¹

ففي الوقت الذي تعد فيه كل من الأسهم الممتازة والديون التزامات تعاقدية ومن السهل تحديد تكلفتها، إلا أنه ليس من السهل تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة كون هذا الصنف من مصادر التمويل يحمل تكاليف ضمنية تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة، ولا يترتب عليها أي تكاليف مالية مباشرة،² وهي تساوي إلى تكلفة التمويل بالملكية (الأسهم العادية) لأن الأرباح المحتجزة تعد جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين حيث أن البديل عن احتجاز الأرباح هو دفع قيمتها نقدا للمساهمين من الناحية العملية؛ وبشكل عام فإن تكلفة الأرباح المحتجزة أقل من تكلفة التمويل بالأسهم العادية لسببين:

- أن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل وعند احتجازها لا تخضع للضريبة؛
- أن إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين أنفسهم يخضع لعمولة الوسطاء، بينما عندما تقوم المؤسسة بالتمويل بالأرباح المحتجزة فإنها لا تدفع هذه العمولة.

ومعنى ذلك أن التمويل باستخدام الأموال المتراكمة من الأرباح المحتجزة أقل من تكلفة التمويل بالأسهم العادية نتيجة لاستبعاد تكلفة الضريبة والعمولة.
ويمكن حساب تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي³:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \text{تكلفة التمويل بالأسهم العادية} \times (1 - \text{الضريبة}) (1 - \text{العمولة})$$

حيث أن تكلفة التمويل بالأسهم العادية k_s تساوي:

$$k_s = \frac{D}{P} + g$$

P : القيمة السوقية للسهم؛

D : الأرباح المتوقعة؛

g : الزيادة المتوقعة لربحية السهم الواحد (معدل نمو الأرباح).

¹ جمال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص 280

² Khemissi Chiha, , op cit , p121

³ دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص 324

2) تكلفة مخصصات الاهتلاكات:

وكمصدر آخر من مصادر التمويل الداخلي نجد الاهتلاكات وهي الأخرى لا يترتب على استخدامها أي التزامات خارجية مباشرة كالفوائد والتوزيعات.¹

تمثل تكلفة مخصصات الاهتلاك في المتوسط المرجح بالأوزان لتكلفة عناصر التمويل؛ إذ أن للمؤسسة الخيار بين احتجاز أقساط الاهتلاك وبين توزيعه على مصادر التمويل من مساهمين و مقرضين، فإذا ما تم التوزيع فينبغي أن يكون بنسبة مساهمة الطرفين في هيكل رأس المال أما إذا احتجز الاهتلاك لغرض الاستثمار فينبغي أن يكون العائد المتولد يساوي على الأقل تكلفة تلك الأموال، وهو ما يعني بالتبعية أنه لا ضرورة لدخول الاهتلاك في تقدير تكلفة رأس المال طالما أن المتوسط المرجح يعكس آليا تكلفة ذلك العنصر.²

الفرع الثاني: معايير أخرى

إلى جانب تكلفة التمويل هناك جملة من المعايير التي تدخل ضمن عملية اختيار أنماط التمويل في المؤسسة، حيث أن الأخذ بعين الاعتبار هذه القيود يقود هذه الأخيرة إلى استبعاد بعض أنماط التمويل وتفضيل تلك التي تتلاءم ووضعيتها، نذكر منها³:

1. فقدان الرقابة (السيطرة) على إدارة المؤسسة:

إن التمويل بالأسهم العادية يؤدي إلى توسيع قاعدة الملكية ويؤثر ذلك على تسيير المؤسسة وأحيانا على قرارات مجلس الإدارة، ومن أجل تفادي هذا الخطر يفضل لجوء المؤسسة إلى إصدار أسهم ممتازة أو أسهم ذات عائد ممتاز دون حق التصويت، شهادات الاستثمار، أو اللجوء إلى الاقتراض من البنوك.

2. الخطر التكنولوجي:

تعرض الاستثمارات لمخاطر التقادم التقني، فالمؤسسات ذات القدرة الأكبر على التكيف مع التكنولوجيا الحديثة أو التي تستخدم معدات سريعة التطور التكنولوجي يكون من الأفضل لها تمويل استثماراتها عن طريق الائتمان الإيجاري ذلك أنه يسمح بالاستفادة من الأصول التي تتعرض للتطور التقني السريع.

3. ملاءمة طريقة السداد مع القيود المالية للمؤسسة:

إذا كانت المؤسسة تعاني من عجز في الخزينة فإن لجوءها إلى الاقتراض سيجلب عليه دفع فوائد دورية، وفي هذه الحالة تفضل المؤسسة القرض المؤجل تسديد فوائده لمدة سنتين عن قرض غير مؤجل الفائدة بالرغم من

¹Ibid, p121

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص87

³ Florence Delahaye, Jacqueline Delahaye, op cit, p 371-372

انخفاض تكلفة (معدل الفائدة) هذا الأخير، وذلك من أجل تحسين مستوى الخزينة وتفاذي المؤسسة تسديد المصاريف المالية بشكل دوري.

4. إجراءات الحصول على مصدر التمويل:

يتطلب الحصول على بعض القروض إجراءات طويلة قد تستغرق وقتاً (عدة أشهر) ومعقدة (تكوين عدد من الملفات)، لذا في حالة إذا ما احتاجت المؤسسة إلى تمويل سريع نجبنا لعدم تضييع الفرصة الاستثمارية المتاحة لها فإنها تلجأ إلى نمط التمويل الذي يكون متاحاً بسهولة وفي أقرب وقت ممكن.

المبحث الثاني: تقييم سياسة التمويل

إن هدف السياسة التمويلية في المؤسسة لا يقتصر على مجرد ضمان تغطية الاحتياجات المالية المختلفة بل يتعداه ليشمل الحفاظ على مستوى سيولة كافٍ لجعلها قادرة على مواجهة التزاماتها المالية، مع تحقيق معدلات مردودية مقبولة.

نتناول ضمن هذا المبحث تلك الأدوات التي يمكن من خلالها تقييم سياسة التمويل انطلاقاً من تحقيق أهدافها، وذلك باستخدام جدول تدفقات الخزينة لتحليل التوازن المالي، ثم قياس المردودية وذلك الاستعانة بآلية الرافعة المالية.

المطلب الأول: تحليل التوازن المالي باستخدام جدول تدفقات الخزينة

يعد عنصر الخزينة مؤشراً رئيسياً للحكم على فعالية تسيير الموارد المالية في المؤسسة، ويتجلى ذلك في الحفاظ على التوازن المالي على مستوى الخزينة.

الفرع الأول: تعريف جدول تدفقات الخزينة

يعد جدول تدفقات الخزينة من الأدوات المستحدثة في التحليل المالي التي تركز على مفهوم التدفقات المالية والتي تعطي صورة ديناميكية حول الوضعية المالية للمؤسسة؛ إذ يسمح بدراسة آثار التغير في النشاط (كتغير شروط الاستغلال مثلاً) على التوازن المالي؛

وتعتبر الخزينة حسب هذا الجدول مؤشرا محوريا، فعن طريق الخزينة تتمكن المؤسسة من تمويل نشاطاتها وضمان بقائها، فالخزينة تمثل أحد أهم مؤشرات التسيير والتحليل المالي في المدى القصير (قياس اليسر المالي) وال المدى البعيد (تقدير احتياجات التمويل)¹.

وتمثل الجدول في تلك الكشوفات المالية المعنية ببيان الفرق بين التدفقات النقدية اداخلة والتدفقات النقدية الخارجة سواء المتعلقة منها بعمليات الاستغلال، الاستثمار والتمويل خلال فترة زمنية محددة².

وتكمن أهمية جدول تدفقات الخزينة في قدرة تعبيره، ودلالة المؤشرات المالية الواردة فيه، وعلى هذا الأساس فإن جدول تدفقات الخزينة يكتسي أهمية بالغة في التحليل المالي تتجلى في أنه يسمح بـ³:

- تحديد مدى قدرة النشاط على توليد تدفقات نقدية والتعرف على الكيفية التي توظف بها هذه التدفقات في المؤسسة؛

- إبراز مدى كفاية السيولة للوفاء بالتزامات المؤسسة نحو الدائنين والمساهمين؛

- تحديد أثر التدفقات النقدية للدورات الرئيسية للنشاط على الربحية؛

- قياس مدى التحكم في الاحتياجات المالية (الاحتياج في رأس المال العامل).

الفرع الثاني: نماذج بناء جدول تدفقات الخزينة

هناك العديد من نماذج جداول تدفقات الخزينة صادرة عن هيئات مالية وجامعات ومعاهد متخصصة وفرق بحث ومحللين ماليين وغيرها، ولكل نموذج خصوصيته في التحليل تتناسب مع كل حالة، ومن بين أهم تلك النماذج نجد:

1. جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة:

وفقا لهذه الطريقة يتم احتساب المتحصلات والمدفوعات الفعلية للدورات الرئيسية للنشاط بطريقة مباشرة وذلك من خلال تحديد ما تم دفعه فعلا وما تم قبضه فعلا لكل عنصر من عناصر الدورات المالية (استغلال، استثمار، تمويل)⁴، ويأخذ الجدول حسب هذه الطريقة الشكل التالي :

¹ بوحلوة باديس، الأملية في تسيير خزينة المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة السلي، 2003، ص26

² دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص120

³ Pierre RAMAGE ,op cit, p 322

⁴ نصر الدين بن نذير، عمار بوشناق، جدول تدفقات الخزينة، المنتدى الدولي حول الإطار المفاهيمي للنظام المالي الخامس الجديد وآليات تطبيقه في ظل المعايير المحاسبية الدولية، جامعة سعد دحلب، البليدة، 2009، ص3

جدول رقم (2.3): جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة

n+1	n	البيان
		تدفقات الخزينة المتولدة عن الاستغلال: التحصيلات المتبوضة من الزبائن - النفقات المدفوعة للموردين ومصاريف المستخدمين
		= تدفق خزينة الاستغلال (A)
		تدفقات الخزينة المتولدة عن الاستثمار: حيازة استثمارات مادية ومعنوية - التنازل عن الاستثمارات مادية ومعنوية +/ - التغير في الاستثمارات المالية
		= تدفق عمليات الاستثمار (B)
		تدفقات الخزينة المتولدة عن التمويل: الرفع في رأس المال - توزيع مكافآت رأس المال - التغير في الاستدانة + نتيجة العمليات المالية + نتيجة العمليات الاستثنائية
		= تدفق خزينة التمويل (C)
		التغير في الخزينة الصافية = (A) - (B) + (C)

المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 202

يركز هذا النموذج على دورتي الاستغلال والاستثمار؛ إذ يتوجب على المؤسسة تحقيق الفوائض اعتماداً على دورة الاستغلال، واعتبار دورتي الاستدانة والتمويل ملجأً استثنائي يتم اللجوء إليه فقط في حال عدم تمكن النشاط من تمويل نفسه ذاتياً، وعليه يناسب هذا النموذج المؤسسات التي تنشط في الاقتصاديات غير الرأسمالية والتي تتميز بندرة الموارد المالية وقلة الإقبال على الاستثمار.

2. جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة غير المباشرة :

إن هذا النموذج لجدول تدفقات الخزينة بالطريقة غير المباشرة تم تبنيه من قبل مجلس الخبراء المحاسبين (O.E.C)، و الهدف منه هو تمثيل إيرادات و نفقات المؤسسة لدورة معينة و ذلك بتقسيمها حسب الوظائف الرئيسية الثلاثة للنشاط إلى كل من: الاستغلال، الاستثمار و التمويل بحيث نجد حسب هذا التقسيم مايلي :

- تدفقات الخزينة المتعلقة بعمليات الاستغلال؛
- تدفقات الخزينة المتعلقة بعمليات الاستثمار؛
- تدفقات الخزينة المتعلقة بعمليات التمويل.

يوضح الجدول التالي بنية جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة غير المباشرة :

جدول رقم (1.3) : جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة غير المباشرة

n+1	n	البيان
		عمليات الاستغلال: النتيجة الصافية + مخصصات الاهتلاك والمؤونات - فائض القيمة (+نقص القيمة) للتنازل عن الاستثمار = القدرة على التمويل الذاتي - التغير في الاحتياج في رأس المال العامل
		= تدفق خزينة المتولد عن الاستغلال (A)
		عمليات الاستثمار: حيازة استثمارات مادية ومعنوية التنازل عن الاستثمارات المادية والمعنوية +/- التغير في الاستثمارات المالية
		= تدفق عمليات الاستثمار (B)
		عمليات التمويل: الرفع في رأس المال - توزيع مكافآت رأس المال

		+ التغير في الاستدانة الصافية
		= تدفق خزينة التمويل (C)
		التغير في الخزينة الصافية = (A) - (B) + (C)

المصدر: المرجع السابق، ص 201

يكن الاختلاف بين الطريقة المباشرة و الطريقة غير المباشرة في إعداد جدول تدفقات الخزينة في كيفية تقاسم تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستغلال؛ فالطريقة المباشرة تقدم هذا النوع من التدفقات في شكل عناصر رئيسية لدخول و خروج السيولة الإجمالية للعملاء و الموردين و غيرها من العناصر المعنية بتدفقات الخزينة المرتبطة بنشاطات الاستغلال وذلك قصد إبراز التدفق المالي الصافي، بينما الطريقة غير المباشرة تعتمد على تصحيح النتيجة الصافية للسنة المالية من آثار المعاملات التي لا تؤثر في الخزينة كالإهلاكات التي لا يرافقها تدفق نقدي حقيقي خارجي، العملاء و الموردين التي بعد فترة معينة تتحول إلى تدفق نقدي داخلي أو خارجي أو تلك العناصر التي ليس لها علاقة بأنشطة الاستغلال كفائض أو عجز التنازل عن الاستثمارات، أما باقي التدفقات الأخرى و المتمثلة في تدفقات الخزينة المرتبطة بأنشطة الاستثمار و التمويل فتعرض كلا على حدا و بنفس الطريقة المباشرة¹.

الفرع الثالث: تحليل التدفقات والعلاقات المالية للتوازن

تعطي خزينة المؤسسة صورة عن مختلف العمليات التي تقوم بها؛ إذ تعتبر مركزا لتجميع كافة التدفقات المالية الناتجة عن الدورات الأساسية للنشاط في المؤسسة، و يمكن من خلال رصيد الخزينة تقييم الوضعية المالية لهذه الأخيرة، و عليه سوف يتم التطرق إلى منطلق هذا الجدول و شرح التدفقات بحثا عن التوازن المالي للخزينة.

1. تحليل أرصدة جدول تدفقات الخزينة:

تقوم بنية جدول تدفقات الخزينة على تقسيم العمليات التي تقوم بها المؤسسة والتي لها أثر على الخزينة إلى²:

أ. تدفقات الخزينة المتولدة عن عمليات الاستغلال :

تعتبر دورة الاستغلال عن النشاط الأساسي للمؤسسة، و تشمل تدفقات هذه الدورة مختلف التدفقات الناتجة عن عمليات الاستغلال بالمعنى الواسع، وبالتالي فهي توضح مدى قدرة المؤسسة على توليد تدفقات نقدية تكفي

¹ نصر الدين بن نذير، عمار بوشناق، مرجع سبق ذكره، ص 9

² L.HONORE , op cit, p71

لسداد قروضها، المحافظة على قدراتها المستقبلية، توزيع أرباح نقدية على المساهمين وتمويل مشاريع استثمارية جديدة وذلك دون اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية؛

ب. تدفقات الخزينة المتولدة عن عمليات الاستثمار :

ويضم هذا القسم الخزينة المتولدة عن إجمالي عمليات الاستثمار، ويسمح تحليل هذه الدورة بالتعرف على مختلف الجهود المبذولة في مجال الاستثمار سواء في شكل نمو داخلي (الحيازة على الاستثمارات المادية والمعنوية) أو في شكل نمو خارجي (استثمارات مالية)؛

تتولد تدفقات دورة الاستثمار عن عمليات حيازة الاستثمارات المادية والمعنوية الضرورية لممارسة النشاط وتمثل تدفقات خارجة، والتدفقات الداخلة المتمثلة في عمليات التنازل عن الاستثمارات والتي تنتج عادة عن التجديد العادي لهذه الأخيرة، أو يكون ذلك في حالات معينة نتيجة لصعوبات مالية تتعرض لها المؤسسة فيكون الهدف منها في هذه الحالة توليد موارد مالية إضافية وتخفيض إحتياجات التمويل، كما يمكن التنازل عن الإستثمارات المرتبطة بعمليات الإستغلال في المؤسسة والتي تكون ذات مردودية ضعيفة، أو التي ترى أنها لم تعد ضرورية لنشاطها وذلك في إطار خطة التقويم المالي التي يتم فيها إعادة تنظيم جديد للمؤسسة بالإستغناء عن بعض الأصول.

ت. تدفقات الخزينة المتولدة عن عمليات التمويل :

يبين هذا القسم الأخير من الجدول أي من أنماط التمويل التي اعتمدها المؤسسة؛ سواء اللجوء إلى الاستدانة أو الرفع في رأس مالها، وذلك في حالة عدم كفاية الخزينة المتولدة عن الاستغلال في تغطية عمليات الاستثمار إضافة إلى القيم المتعلقة بتسديدات القروض وكذلك دفع توزيعات الأرباح في شكل مكافآت رأس المال.

2. العلاقات المالية للتوازن:

يتشكل جدول تدفقات الخزينة من ثلاث أقسام رئيسية ومتميزة لكنها مرتبطة فيما بينها، وتبرز أهمية هذا التقسيم في معرفة مدى مساهمة كل دورة في تشكيل الخزينة¹ :

- تدفق الخزينة المتولدة عن عمليات الاستغلال A؛

- تدفق الخزينة المتولدة عن عمليات الاستثمار B؛

- تدفق الخزينة المتولدة عن عمليات التمويل C؛

- التغير في الخزينة : حيث تظهر في هذا الجدول علاقة أساسية هي : $D = A - B + C$

¹ يورخلر باديس ، مرجع سبق ذكره ، ص 33

حتى تتمكن المؤسسة من توظيف كامل للأموال بأكبر فعالية ممكنة عليها المحافظة على مستوى سيولة يقارب الصفر، ومنه فإن التغير الإجمالي في الخزينة سيؤول وفي فترة معينة إلى الصفر ومنه فإن العلاقة السابقة تصبح كما يلي:

$$"A-B+C = 0"$$

ويمكن التعبير عن هذه العلاقة المالية بأن مبلغ تدفقات الخزينة الناتجة عن عمليات التمويل "C" تعتمد على الكيفية التي تمر بها تغطية احتياجات الاستثمار "B" بواسطة خزينة الاستغلال "A" وعليه يجب دراسة الرصيد "A-B" حيث أن:

- إذا كان $A-B > 0$: فإن المؤسسة قادرة على تمويل استثماراتها بواسطة عمليات الاستغلال وفي هذه الحالة يفترض أن المؤسسة لا تطالب برؤوس أموال خارجية جديدة لأنها قادرة على سداد ديونها، وقبل الحكم على إيجابية الحالة المالية للمؤسسة فإنه يجب التأكد من أن الاستثمارات التي أنجزتها المؤسسة تمكنها من المحافظة على قدراتها التنافسية؛

- إذا كان $A-B = 0$: فإن المؤسسة قادرة على تمويل استثماراتها من عمليات الاستغلال، لكنها في الوقت ذاته غير قادرة على سداد ديونها لذا فمن الضروري في هذه الحالة تعميق التحليل إذ قد تكون المؤسسة دخلت في برنامج استثماري يتطلب رؤوس أموال معتبرة وهو ما أدى إلى أن يكون الرصيد "A-B" ضعيفاً بالرغم من أن خزينة الاستغلال "A" كانت كافية وعليه فيإمكان المؤسسة في هذه الحالة اللجوء إلى الاقتراض؛

- إذا كان $A-B < 0$: فإن المؤسسة في مستوى لا يؤهلها لتمويل استثماراتها عن طريق عمليات الاستغلال، ولذا تلجأ إلى التعاقد في قروض جديدة أو رفع رأس مالها .

إذا كانت المؤسسة تحقق معدلات عالية من النمو في النشاط فإن حجم الاستثمارات الواجب القيام بها يمكن أن تؤدي إلى أن يكون الرصيد "A-B" سالبا، إذ أن تنفيذ هذه الاستثمارات ضروري من أجل الحفاظ على حصة المؤسسة في السوق وبالتالي المحافظة على بقائها .

المطلب الثاني: المردودية وآلية الرافعة المالية

ترمي قرارات التمويل في المؤسسة إلى ضمان تمويل النمو في الاحتياجات وذلك دون التأثير على مردودية النشاط مع الحفاظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة.
يسمح تقييم المردودية المالية بدلالة أثر الرافعة المالية بتحديد أثر سياسة التمويل المنتهجة على المردودية المالية وذلك استناداً إلى الحالات التي يديها أثر الرافعة المالية.

الفرع الأول: المردودية الاقتصادية

تعبر المردودية بشكل عام عن المقياس النقدي لكفاءة مختلف الوسائل البشرية والمادية الموضوعة تحت تصرف المؤسسة، وذلك بنسبة النتائج إلى الوسائل التي ساهمت في تحقيقها.

1. المفهوم:

تسمح المردودية الاقتصادية بتقييم مردودية الأصول في المؤسسة سواء في الأجل الطويل (الأصول الثابتة) أو في الأجل القصير (الاحتياج في رأس المال العامل)¹.
فهني تقيس فعالية وسائل الإنتاج الموضوعة تحت تصرف المؤسسة. بمعنى فعالية الأصل الاقتصادي (الاحتياج في رأس المال العامل + استثمارات الاستغلال)، وتعطى وفق العلاقة²:

$$R_e = \frac{R_{ex}(1-T)}{A E}$$

حيث أن:

R_e : المردودية الاقتصادية؛

R_{ex} : نتيجة الاستغلال؛

$A E$: الأصل الاقتصادي؛

T : معدل الضريبة على الأرباح.

2. تحليل المردودية الاقتصادية:

يرتكز تشخيص المردودية الاقتصادية على تحليلها إلى مكونين وذلك على النحو التالي³:

$$R_e = \frac{R_{ex}}{A E} = \frac{R_{ex}}{CA} \times \frac{CA}{A E}$$

¹ L.HONORE ,op cit, p 60

² Pierre RAMAGE, op cit, p145

³ Pierre Conso, Farouk Hemicci, , op cit, p 279

- النسبة الأولى: $\frac{Rex}{CA}$ معدل هامش الاقتصادي أو هامش الاستغلال وهو مؤشر لقياس مستوى الربحية أو المردودية التجارية؛

- النسبة الثانية: $\frac{CA}{AE}$ معدل دوران الأصل الاقتصادي وقياس قدرة المؤسسة على تحويل رأس مالها إلى رقم أعمال، أو مبلغ الأموال المستثمرة من أجل تحقيق رقم أعمال معين وكلما كان هذا المعدل أكبر عبر ذلك عن فعالية الأصل الاقتصادي.

الفرع الثاني: المردودية المالية

1. المفهوم:

تعتبر المردودية المالية المعيار الأكثر شمولاً لقياس فاعلية الإدارة ذلك أنها تعكس ربحية الأصول و ربحية هيكل التمويل، بل و تحدد مساهمة كل منها في المردودية المالية وبعبارة أخرى تعتبر هذه الأخيرة مقياساً لربحية كل من قرارات التمويل وقرارات الاستثمار¹؛
وتدعى مردودية الأموال الخاصة (R_{cp}) حيث تقيس مقدار الزيادة في ثروة المساهمين، وذلك بمقارنة الأرباح المحققة بالأموال المساهم بها وتعطى بالعلاقة التالية²:

$$R_{cp} = \frac{R_{net}}{CP}$$

حيث أن:

R_{net} : النتيجة الصافية؛

CP: الأموال الخاصة.

كما تدعى بمردودية المساهمين وبناءا عليها تتحدد قيمة المؤسسة في السوق المالي، وكلما زاد معدل المردودية المالية زاد إقبال المساهمين على شراء أسهمها ومن ثم ترتفع قيمة المؤسسة في السوق المالي، وبصورة أخرى تعبر عن تكلفة الأموال الخاصة (k_{cp}) التي تقاس بنسبة النتائج المنتظرة من طرف المساهمين إلى الأموال الخاصة.

2. تحليل المردودية المالية:

يمكن تحليل المردودية المالية إلى المركبات التالية³:

$$R_{cp} = \frac{R_{net}}{CP} = \frac{R_{net}}{CA} \times \frac{CA}{AE} \times \frac{AE}{CP}$$

² L.HONORE ,op cit, p74

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 103

³ دادن عبد الوهاب، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية - نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التنسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص ص 217-219

$\frac{Rnet}{CA}$: وتمثل نسبة الهامش الصافي وتعبّر عن السياسة التجارية للمؤسسة، ويكمن من خلالها تحديد الموقع التنافسي للمؤسسة في سوق السلع والخدمات والمنتجات التي تقوم بإنتاجها؛

$\frac{CA}{AE}$: وتسمى بمعدل دوران الأصل الاقتصادي (الأموال المستثمرة)، ويعبر عن الفعالية الإنتاجية للمؤسسة،

كما يعتبر مؤشرا يسمح بالمقارنة بين الخيارات الصناعية والتكنولوجية للنشاط في قطاع معين؛

$\frac{AE}{CP}$: تسمى بمعامل الاستدانة وهي نسبة تعبر عن الهيكل المالي للمؤسسة؛ إذ تفسر السياسة التمويلية للمؤسسة

وبشكل أدق تعبر عن معدل الاستدانة؛ ذلك أن الأموال المستثمرة عبارة عن المجموع الجبري لكل من الاستدانة

الصافية والأموال الخاصة وعليه تسمح هذه النسبة بتحديد مدى نجاعة المؤسسة في اختيارها لسياسة مالية

معينة.

وعليه يعتبر معدل المردودية المالية نسبة ذات أهمية كبيرة في التسيير الاستراتيجي، لذا فإن فهم مختلف العوامل

المحددة لها يعد أمرا مهما وضروريا لتسيير المؤسسة وإعداد مخططات العمل الكفيلة بإنجاح مختلف سياساتها.

الفرع الثالث: آلية أثر الرافعة المالية

يقيس أثر الرافعة المالية المردودية المالية بدلالة كل من المردودية الاقتصادية وتكلفة الديون؛

كما تدعى بأثر الاستدانة وعليه تعرف على أنها الأثر المالي الذي يخلفه لجوء المؤسسة للاستدانة على المردودية المالية.¹

I. مبدأ أثر الرافعة المالية:

يمكن تحسين المردودية المالية في الحدود التي تكون فيها المردودية الاقتصادية أكثر ارتفاعا من تكلفة الاستدانة

وهو ما يعبر عنه بأثر (ميكانزم) الرافعة المالية؛

ويعتمد مبدأ أثر الرافعة المالية على أنه عندما تلجأ المؤسسة إلى الاقتراض بهدف استثمار الأموال المقترضة في

المجال الصناعي والتجاري، ينبغي أن تكون نتيجة الاستغلال المحققة من وراء العملية تفوق المصاريف المالية

(الفوائد المالية المترتبة على الاقتراض) وفي هذه الحالة تحقق المؤسسة فائضا يتمثل في الفرق بين المردودية

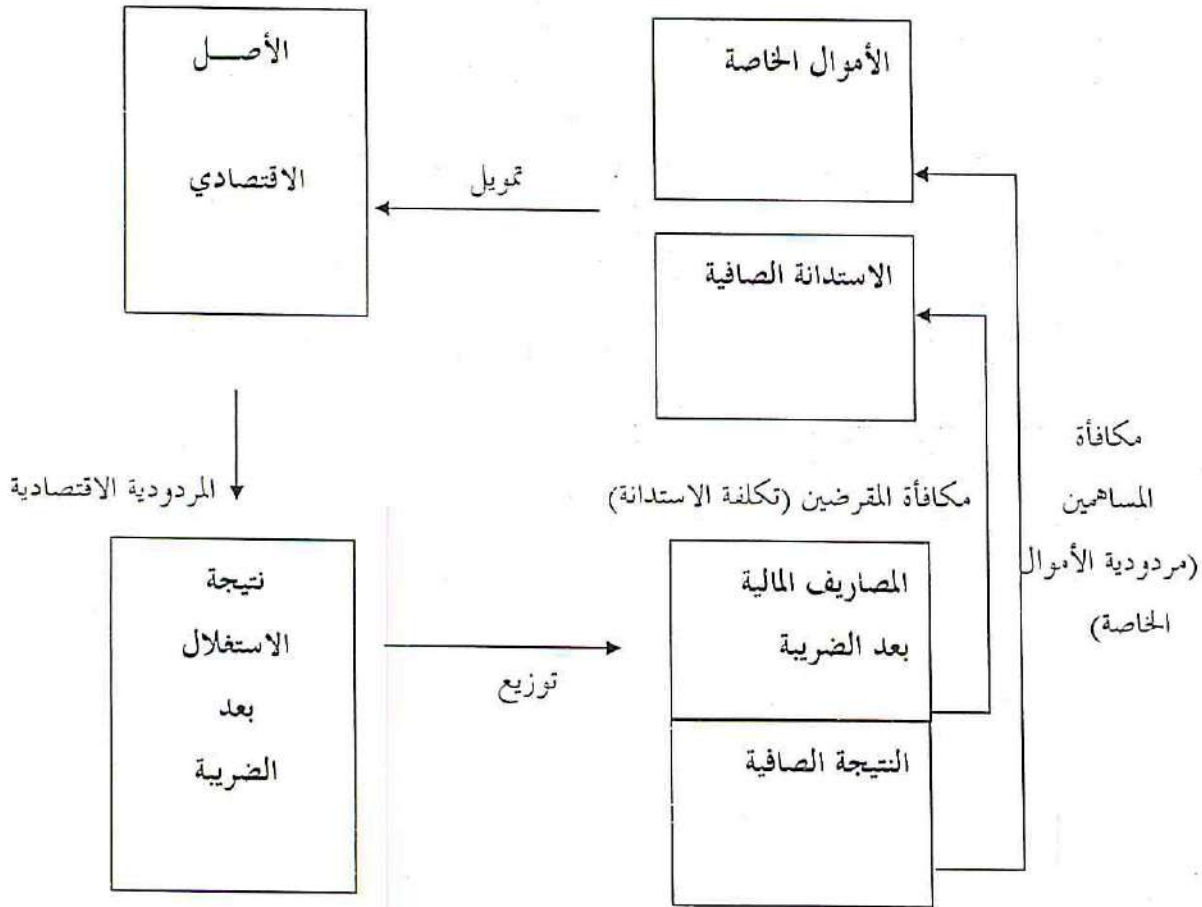
الاقتصادية وتكلفة الأموال المقترضة، حيث يرفع هذا الفائض من مردودية الأموال الخاصة وبالتالي تعظيم أرباح

المساهمين، ومن هذه الخاصية سمي بأثر الرافعة.²

¹ Gérard charreaux, op cit ,p29

² دادن عبد الغني، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2006، ص45

الشكل رقم (3.3): توزيع الثروة في المؤسسة



Source : Pierre Vernimmen, *finance d'entreprise*, 8^{ème} édition, Dalloz, 2010, paris, p 294

فمجموع الأموال المقدمة من قبل المساهمين والمقرضين تمويل بمجموع الاستخدامات والتي يعبر عنها بالأصل الاقتصادي، هذا الأخير يولد نتائج توزع بدورها على المقرضين (المصاريف المالية بعد الضريبة) وأرباح صافية تعود إلى المساهمين، وإذا ما قارنا بين مردودية الأموال الخاصة و المرودودية الاقتصادية نجد أن الفرق يعود إلى أثر الهيكل المالي ومنه نعرف الفرق بين مردودية الأموال الخاصة و المرودودية الاقتصادية بأنه أثر رافعة الاستدانة.

2. صياغة أثر الرافعة المالية:

إذا كانت لدينا المعطيات التالية¹:

الأموال الخاصة: CP

الديون: D

¹ Pierre RAMAGE, op cit, p148

الأصل الاقتصادي * : CP + D

النتيجة الاقتصادية (الاستغلال) : (CP+D).R_e

تكلفة الديون : D.i

النتيجة الخاضعة : (CP+D). R_e- D.i = CP.R_e+ D.(R_e-i)

النتيجة الصافية : (1- θ).[CPR_e + D.(R_e-i)] حيث أن θ : معدل الضريبة على الأرباح

بقسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة نحصل على معدل المردودية المالية:

$$R_{CP} = (1 - \theta)[R_e + D/CP \cdot (R_e - i)]$$

$$R_{CP} - (1 - \theta) \cdot R_e = (R_e - i) \cdot D/CP (1 - \theta)$$

حيث أن:

(R_e-i): الهامش بين معدل المردودية الاقتصادية وتكلفة الديون؛

D/CP: ذراع الرافعة المالية و تقيس تركيبة الهيكل المالي؛

D/CP (R_e-i): أثر الرافعة المالية.

ومن خلال الصيغة الرياضية فإن العبارة (R_e-i).D/CP تقيس أثر الرافعة المالية أي التأثير الإيجابي أو السلبي للاستدانة على المردودية المالية.

3. حالات أثر الرافعة المالية:

1) حالة المؤسسة غير المستدينة (D=0)

يصعب وجود هذه الحالة على أرض الواقع؛ إذ تقتصر سياسة التمويل في المؤسسة على التمويل الذاتي أو الرفع في رأس المال، وتأخذ الصياغة أعلاه الشكل التالي¹:

$$R_{CP} = (1 - \theta)R_e$$

وفي هذه الحالة لا وجود لأثر الرافعة المالية، وبالتالي تتساوى كل من المردودية المالية و المردودية الاقتصادية بعد الضريبة على الأرباح.

* الأصل الاقتصادي = الاستثمارات الصافية + الاحتياج في رأس المال العامل = أموال خاصة + ديون مالية
¹ إلياس بن ساسي، يوسف تربيشي، مرجع سبق ذكره، ص 274

2) حالة المؤسسة المستدينة:

تؤدي الاستدانة دورا هاما في تغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة كما تساهم في تحسين مستويات المردودية الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق نمو القدرة على التمويل الذاتي، لكن ذلك لا يعني الاعتماد على الاستدانة بشكل مطلق ولذا يتم الاستعانة بدراسة أثر الرافعة المالية لمراقبة مستويات الاستدانة:

$$R_e > i \rightarrow R_{cp} - R_e = (R_e - i) \cdot D/CP > 0$$

- إذا كانت: $R_e > i$ فأن معدل الفائدة ومنه فأن الرافعة المالية إيجابي؛ إذ ترتفع المردودية المالية بزيادة الرافعة المالية D/CP ؛ أي أن زيادة اللجوء إلى الاستدانة تؤدي إلى زيادة المردودية المالية؛

$$R_e < i \rightarrow R_{cp} - R_e = (R_e - i) \cdot D/CP < 0$$

- إذا كانت: $R_e < i$ فأن معدل الفائدة ومنه فأن الرافعة المالية سلب؛ ومنه تنخفض المردودية المالية بزيادة اللجوء إلى الاستدانة؛

$$R_e = i$$

- إذا كانت: $R_e = i$ فأن الرافعة المالية معدوم إذ أن المردودية المالية تتساوى مع المردودية الاقتصادية وهي نفس حالة انعدام الاستدانة.

4. حدود أثر الرافعة:

على الرغم من الدلالة الهامة التي يكتسبها مؤشر الرافعة المالية بالنسبة للمحلل المالي من المنظور المالي إلا أنه يبقى محدودا من وجهة النظر الاقتصادية نظرا لاعتماده على المتغيرات المحاسبية بشكل أساسي. فبيما يتعلق بتكلفة الديون التي تحسب على أساس المصاريف المالية الصافية والإيرادات المالية وعلى قيمة الديون من الميزانية، وكذا قضية التمييز بين الاستدانة الصافية ومتوسط الديون فهي عوامل من شأنها التأثير بصفة مباشرة على هذا المؤشر؛

تشكل المردودية الاقتصادية والمعدل المحاسبي لمردودية الأموال الخاصة مؤشرات للكفاءة والفعالية والمردودية لمراكز الربح إلا أنها تبقى محدودة جدا؛ فهي تحسب على أساس محاسبي لا يأخذ في الحسبان الخطر المستقبلي مما يدل على هشاشة وخطورة أحادية الاعتماد على هذا المؤشر، كون هدف هذا الأخير هو تعظيم القيمة المحاسبية لمعدل مردودية الأموال الخاصة بزيادة الاعتماد على الاستدانة لكن مخاطرة المؤسسة تزيد وهو ما لا يأخذ المعدل المحاسبي في الحسبان؛

وعليه فليس بمقدور كل من المعدل المحاسبي لمردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية وكذا التكلفة المحاسبية للاستدانة الاستجابة والتكيف مع متطلبات المساهمين والممولين والدائنين نظرا لخلو هذه المؤشرات من الصبغة المالية التي تأخذ بعين الاعتبار المخاطرة كلا من "Risque" والتقييم "Valorisation"¹. ونتيجة لذلك يلجأ البعض إلى محاولة حساب المرودية الاقتصادية بنسبة نتيجة الاستغلال إلى مبلغ الرسمة البورصية مضافا إليها الديون، إلا أن ذلك لا يقوم على أسس صحيحة باعتبار أننا نقارن نتيجة محاسبية متعلقة بالماضي مع تقييم للأصول الذي يقوم على التنبؤ المستقبلي للنتائج.

¹ دادن عبد الغني، مرجع سبق ذكره، ص46

خلاصة الفصل :

إن اختيار المؤسسة لمصدر تمويلي معين دون آخر يخضع لعدة قيود ومعايير وذلك في ظل تنوع هذه المصادر سيما وإن كانت تنشط في اقتصاد رأسمالي يؤدي فيه السوق المالي دوراً فاعلاً في توفير خيارات أوسع للتمويل وذلك في حالة حاجة المؤسسة إلى ذلك، كما يمكن ذلك من توظيف الفوائض المالية في حال تحققها من أجل ضمان المردودية وبذلك تأخذ سياسة التمويل في المؤسسة بعداً أشمل؛

تم عملية تحليل وتقييم سياسة التمويل في المؤسسة انطلاقاً من تقييم مدى قدرة هذه الأخيرة على تحقيق أهداف هذه السياسة والتي تتلخص في ضمان تمويل احتياجاتها المختلفة وذلك مع الحفاظ على مستوى من السيولة كاف لجعلها قادرة على مواجهة التزاماتها المالية؛ ويتجلى ذلك في الحفاظ على التوازن المالي على مستوى الخزينة ويعد جدول تدفقات الخزينة من بين تلك الأدوات المستحدثة لتقييم ذلك، كما تهدف سياسة التمويل إلى تحقيق معدلات مردودية مقبولة والمحافظة على الاستقلالية المالية للمؤسسة ويتم قياس ذلك بالاستعانة بآلية الرافعة المالية.

الفصل الرابع:

دراسة وتحليل سياسة التمويل في المؤسسة الوطنية للتقريب (ENAFOR)

تمهيد:

يعتبر قطاع المحروقات العمود الفقري للاقتصاد الجزائري، ذلك أنه لا يزال بعد أكثر من أربعة عقود من الاستقلال القطاع المهيمن على النشاط الاقتصادي، فهو يساهم في الصادرات الجزائرية بنسبة تزيد عن 95% في المتوسط، وفي الإيرادات الجبائية للدولة بنسبة تتراوح بين 75% إلى 60% وفي الناتج الداخلي الخام بحوالي 30%؛

تميزت فترة مطلع التسعينات من القرن الماضي بإعادة فتح القطاع أمام الاستثمار الأجنبي المباشر واعتماد خيار الشراكة مع الشركات الأجنبية في مجال استكشاف وإنتاج المحروقات، وذلك بعد المرحلة التي شهدت احتكار الشركة الوطنية سوناطراك لنشاط الإنتاج وانحصار دور الشركات الأجنبية في تقديم الخدمات، ليعرف بذلك القطاع منافسة شديدة نظراً لكون الشركات الأجنبية تتميز بمستوى عال من التكنولوجيا ووفرة رؤوس الأموال وتنافسية الأسعار؛ فبين كل مرحلة وأخرى من مراحل الاستخراج تتدخل هذه الشركات وهو ما جعل هذه الأخيرة تملك من المكانة ما يجعلها تحتكر بعض المشاريع التي تغلب عليها التقنية العالية والتكنولوجيا المتطورة وهو ما تفتقر إليه المؤسسات الوطنية؛ الأمر الذي دفع بهذه الأخيرة إلى العمل على تحسين أدائها في محاولة للتصدي للمنافسة الأجنبية وضمان بقائها في السوق، وهذا ما يتطلب الموارد المالية الكافية لتحقيق ذلك.

نسعى من خلال هذا الفصل إلى تسليط الضوء على مسار عملية التمويل وذلك في محاولة لتقييم فعالية استخدام الموارد المالية المتاحة لمواجهة الاحتياجات المالية، بدراسة حالة إحدى مؤسسات قطاع المحروقات الجزائري والتي تضطلع بالقيام بإحدى أهم مراحل الإنتاج وهي المؤسسة الوطنية للتنقيب، وذلك بتطبيق أدوات التحليل المستعرضة في الفصل السابق.

المبحث الأول: تقديم المؤسسة الوطنية للتنقيب

تعتبر المؤسسة الوطنية للتنقيب من بين المؤسسات الكبرى للتنقيب وتتوفر على خبرة تفوق الأربعة عقود في مجال نشاطها، كما تلي ما يقارب 35% من احتياجات التنقيب على المستوى الوطني. ومن خلال هذا المبحث نحاول التعريف بالمؤسسة نشأتها وتطورها، ثم عرض مهام المؤسسة ووظائفها.

المطلب الأول: نشأة المؤسسة وتطورها

الفرع الأول: نشأة المؤسسة

في سنة 1966 وطبقا لمخطط التنمية الذي سطرته شركة سوناطراك تم استحداث ALFOR نمط شراكة بين سوناطراك و سدكو SEDCO، بمساهمة 51% للشركة الجزائرية و 49% للشركة الأمريكية SEDCO.

وتمتضى المرسوم رقم 170/81 المؤرخ في الفاتح من أوت 1981 تأسست المؤسسة الوطنية للتنقيب، ALFOR entreprise nationale de forage "ENAFOR" بعد إعادة هيكلة سوناطراك وحل ALFOR، لتباشر المؤسسة نشاطات التنقيب في الأول من جانفي سنة 1982.

تحولت إلى مؤسسة عمومية اقتصادية (EPE) برأس مال قدره 20 مليون دينار جزائري وذلك في 26 نوفمبر 1989 مقسم إلى مساهمات الأطراف التالية:

- صندوق المناجم والمحروقات بـ40%؛
- صندوق الكيمياء - البتروكيمياء والصيدلة بـ30%؛
- صندوق الزراعة الغذائية بـ30%؛

و في إطار عملية التطهير المالي للمؤسسات العمومية ارتفع رأس مال المؤسسة إلى 400 مليون دينار جزائري سنة 1995، لترتفع حصة صندوق المناجم إلى 70% وصندوق الكيمياء - البتروكيمياء والصيدلة بـ30%، في 30 مارس 1998 أصبحت سوناطراك المساهم الأساسي بـ 51% من الأسهم والشركة القابضة لإنجاز الأشغال الكبرى (RGT) بـ 49% من الأسهم المتبقية؛

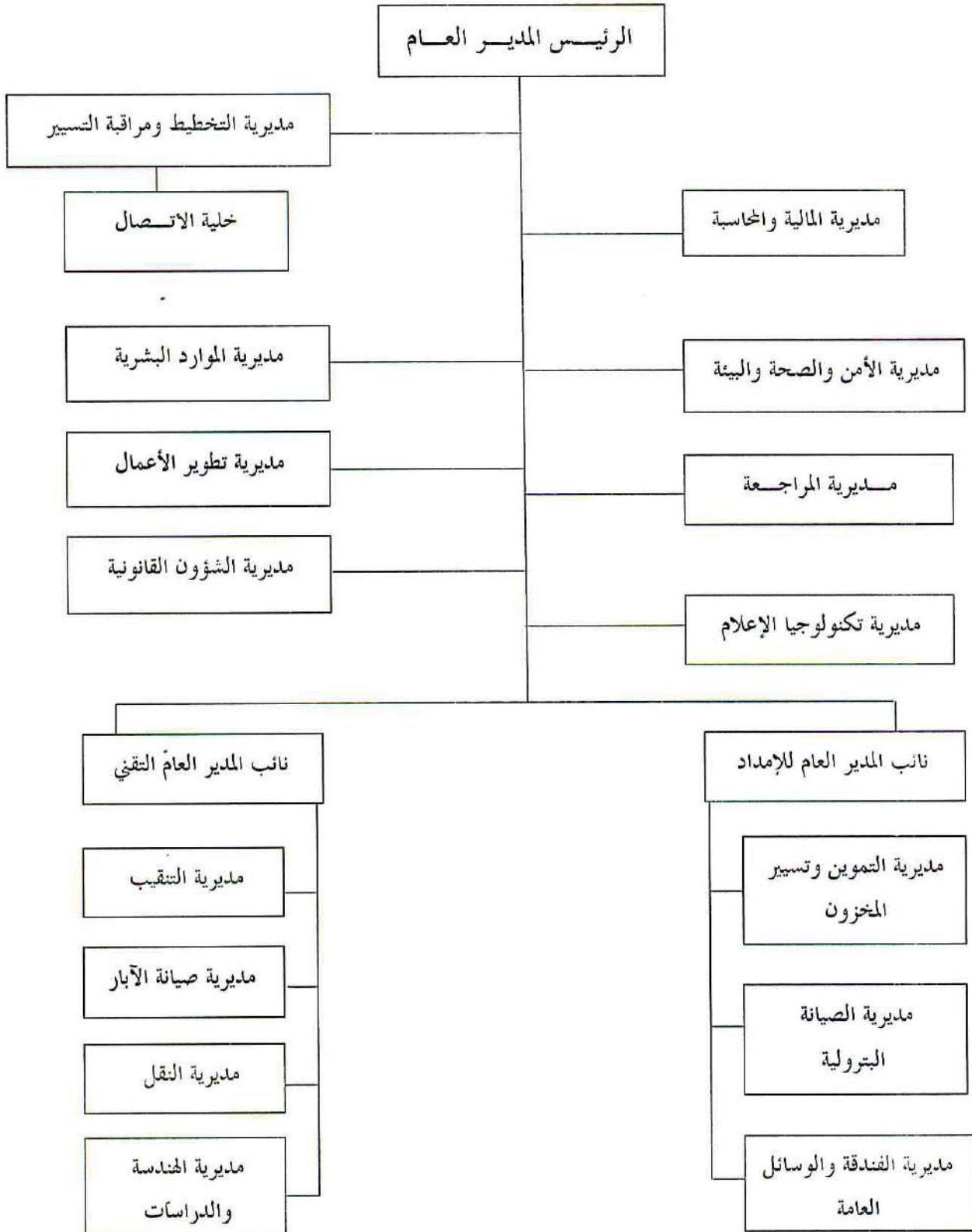
كما ارتفع رأس مال المؤسسة إلى 660 مليون دينار جزائري في 03 جويلية 2001 بقرار من الجمعية العامة الاستثنائية عن طريق ضم الاحتياطات، ثم إلى 4 مليار دينار جزائري سنة 2002.

وبتاريخ 30 مارس 2007 أصبحت سونا طراك الشريك الأساسي للمؤسسة باستحواذها على 100% من الأسهم برأسمال يقدر بـ 14.800.000.000 دج، بصفتها ممثل إحدى فروعها في ميدان الخدمات البترولية.

وبذلك تعتبر المؤسسة الوطنية للتنقيب شركة ذات أسهم تخضع للأمر رقم 25-95 المؤرخ في 1995/09/25 المتعلق برؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة ويتولى تسيير المؤسسة مجلس إدارة وذلك طبقاً للمادة 610 من القانون التجاري.

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي للمؤسسة الوطنية للتنقيب

الشكل رقم (1.4) : الهيكل التنظيمي للمؤسسة الوطنية للتنقيب



المصادر: دليل التنظيم للمؤسسة الوطنية للتنقيب

تعمل المديرية العامة على تنفيذ السياسات والاستراتيجيات التي يسطرها مجلس الإدارة، إذ تضمن ترجمة أهداف التخطيط الاستراتيجي إلى برنامج عملي على المدى القصير والمتوسط والطويل بالإضافة إلى تسيير الموارد والإمكانات الضرورية لتنفيذه.

وتحقيقاً للأهداف التي أنشئت من أجلها تم هيكلة المؤسسة الوطنية للتنقيب كما يلي :

1. المديرية الوظيفية: ومنها

أ. مديرية المالية والمحاسبة : وتتكون من :

- دائرة المالية وتتكون من :

- مصلحة الجباية والتأمين؛

- مصلحة الخزينة؛

- مصلحة التمويل؛

- دائرة المحاسبة العامة وتتكون من :

- مصلحة تحصيل الحقوق؛

- مصلحة محاسبة الاستغلال؛

- مصلحة محاسبة الاستثمارات؛

- دائرة عمليات التجارة الخارجية؛

- دائرة مراقبة التسيير؛

- دائرة المركزية والرقابة؛

- دائرة الفوترة والتحويل.

ب. مديرية الموارد البشرية : وتتكون من:

- دائرة إدارة المستخدمين : وتتكون من المصالح التالية :

- مصلحة الأجور؛

- مصلحة تسيير المستخدمين؛

- دائرة الدراسات وتطوير المستخدمين : وتتكون من المصالح التالية :

- مصلحة المعلومات؛

- مصلحة التسيير التقديري؛

- مركز التكوين؛

ت. مديرية تكنولوجيا الإعلام : وتتكون من المصالح التالية :

- دائرة التحليل والبرمجة؛

– أعوان التنظيم؛

ث. مديرية الشؤون القانونية : يتناول هذا القسم بصفة خاصة الترتيبات القانونية للمؤسسة من خلال :

– فض النزاعات والمشاكل ذات الطابع القانوني؛

– متابعة تنفيذ القرارات القانونية؛

– مراقبة وتسيير ملفات الحوادث؛

ج. مديرية النوعية الصحة الأمن والمحافظة على البيئة (Q.H.S.E) : وتتكون من :

– دائرة مراقبة الجودة؛

– دائرة حماية البيئة؛

2. المديرية العملية (التقنية): ومنها:

أ. مديرية التنقيب: وتتكون من :

– دائرة الدراسات والبرمجة؛

– دائرة أبحاث وتنسيق الحفر؛

– دائرة تجهيزات الحفر؛

– خلية الفوترة؛

– مراقب التسيير؛

– مصلحة الإدارة العامة.

ب. مديرية صيانة الآبار(العمل المفتوح) : وتتكون من :

– دائرة تجهيزات الحفر؛

– مراقب التسيير؛

– خلية الفوترة؛

3. مديريات الدعم اللوجستي: وتتكون من :

أ. مديرية الصيانة البترولية : وتتكون من :

– دائرة الصيانة الصناعية : وتتكون من :

– مصلحة الميكانيك؛

– مصلحة الكهرباء؛

– دائرة الدراسات التقنية : وتتكون من :

– مصلحة الطرق والمناهج؛

– مصلحة التخطيط.

- مراقب التسيير؛
- مصلحة الإدارة العامة؛
- خلية الفوترة.
- ب. مديرية النقل : وتتكون من :
 - دائرة صيانة وسائل النقل؛
 - دائرة العمليات : وتتكون من :
 - دائرة صيانة وسائل النقل؛
 - دائرة العمليات وتتكون من :
 - مصلحة التفكيك والنقل والتركيب (D.T.M)؛
 - مصلحة النقل.
 - خلية الفوترة؛
 - مراقب التسيير؛
 - مخزن النقل؛
 - مصلحة الإدارة العامة.
- ت. مديرية الفنادق والوسائل العامة : وتتكون من :
 - مصلحة الإدارة العامة ؛
 - مراقب التسيير؛
 - خلية الفوترة ؛
 - دائرة الإسكان والإطعام؛
 - مصلحة التموين؛
 - المفتشية؛
 - المصلحة الداخلية : وتتكون من :
 - تسيير الوسائل والتجهيزات؛
 - نقل العمال؛
 - تسيير اللوازم المكتبية.
- ث. مديرية التموين وتسيير المخزون : وتتكون من :
 - دائرة تسيير الوسائل؛
 - دائرة تسيير المخزون : وتتكون من :

- مخزن التنقيب؛
- مصلحة تسيير المخزون؛
- مصلحة المشتريات.
- دائرة المشتريات.

المطلب الثاني: إمكانيات المؤسسة ومهامها

الفرع الأول: مهام ووظائف المؤسسة

طبقا للقانون الأساسي للمؤسسة الوطنية للتنقيب تكفل هذه الأخيرة بإنجاز عمليات التنقيب لصالح المتعاملين الوطنيين والأجانب، وذلك لغرض استكشاف واستغلال حقول النفط والطبقات المائية بالإضافة إلى صيانة الآبار المنتجة للغاز الطبيعي والزيت، وذلك بفضل الورشات المختصة التابعة لمديرية الصيانة البترولية والمتمثلة في:

- ورشة صيانة وسائل التنقيب؛
- ورشة الصيانة الهيدروليكية والميكانيكية؛
- ورشة التصنيع (l'usage)؛
- قسم متخصص في الصيانة والتجديد (département Revamping)؛
- وإلى جانب مهامها الأساسية تضطلع المؤسسة بالقيام بنشاطات الدعم التالية:
- الفندقية والإطعام لفائدة مستخدمي القواعد و ورشات التنقيب وصيانة الآبار؛
- تفكيك ونقل وإعادة تركيب الآلات (D.T.M).

الفرع الثاني: إمكانيات المؤسسة

وتشمل إمكانيات مادية وأخرى بشرية كما يلي :

1. الإمكانيات المادية:

- تملك المؤسسة الوطنية للتنقيب تجهيزات خاصة للقيام بمهامها على أكمل وجه؛ إذ تقف على حضيرة عتاد تتكون من 34 آلة تنقيب من النوع الثقيل المتوسط والخفيف، تتوزع كما يلي:
- 2 آلة GD 2000E (2100 hp)؛
 - 12 آلة OW 2000E (2000hp)؛
 - 13 آلة OW1000-1500 hp ؛
 - 3 آلات NATOINAL1320 (1000hp)؛

- 4 آلات IDECO 900-OW660 E.

كما تتوفر على حضيرة كبيرة من وسائل النقل تختلف باختلاف نمط العمليات المنجزة إلى :
76 سيارة خاصة، إضافة إلى 34 رافعة ذات حمولة 30-40 طن مخصصة لنقل وتركيب آلات الحفر الموجودة على مستوى منطقة الجنوب، 23 مركبة ثقيلة مخصصة للتموين المنتظم لورشات الحفر بقطع الغيار، و حضيرة VL و VLTT تتكون من 352 مركبة خاصة بنقل العمال ذات خصائص مميزة تتوافق والمناطق الجغرافية للورشات.

2. الإمكانيات البشرية:

إن نجاح المؤسسة مرهون بعنصر هام ألا وهو العنصر البشري إذ يعتبر عنصر تماس لا غنى عنه لتحقيق أهداف المؤسسة وإستراتيجيتها، فالتوزيع الجيد له وتوجهه ينعكس بالإيجاب على مرد وديتها؛

تتوفر المؤسسة الوطنية للتنقيب على إمكانيات بشرية هائلة وعلى جميع المستويات الإدارية، وتجهيزاً لإستراتيجية تنمية وتطوير كفاءاتها تقوم المؤسسة بالتعاون مع المعهد الوطني للمحروقات و المعهد الجزائري للبتروكيمياء دورات تربصية وتكوينية في مجالات عديدة منها: التنقيب، الكهرباء، الميكانيك، التحكم في الآبار وقواعد الأمن والمحيط.

ومن خلال الجدول أدناه نحاول إلقاء نظرة حول تطور الموارد البشرية على مستوى المؤسسة الوطنية للتنقيب للفترة الممتدة بين 2005 و 2009:

الجدول رقم (1.4): تطور عدد عمال المؤسسة

البيان	2005	2006	2007	2008	2009
إطارات	800	883	933	945	1029
أعوان التحكم	1137	1235	1306	1318	1336
أعوان التنفيذ	2395	2517	2541	2562	2614
متربصين	133	65	85	80	87
الإجمالي	4465	4828	4868	4895	4954

المصدر: تقرير التسيير سنة 2009

ما يلاحظ من الجدول السابق أن المؤسسة تعرف تطورا في السنوات الأخيرة من حيث الإمكانيات البشرية، فهي تنمو بوتيرة موجبة، حيث تكون الزيادة الأكبر دائما في أعوان التنفيذ ويرجع ذلك إلى طبيعة نشاط المؤسسة، في حين تكون الزيادة أقل في صنف الإطارات وأعوان التحكم، حيث بلغ التعداد الإجمالي لليد العاملة في المؤسسة سنة 2009 حوالي 4954 منهم 2614 عون تنفيذ، وقد كان تطور اليد العاملة في المؤسسة كما يلي:

- الإطارات: وقد شهد هذا الصنف في المؤسسة تزايدا بمعدل زيادة خلال السنوات الخمس حوالي 57 إطار، حيث بلغ عددهم سنة 2009 حوالي 1029 إطارا؛
- أعوان التحكم: كما هو الحال بالنسبة للإطارات العاملة في المؤسسة زاد عدد أعوان التحكم خلال سنوات الدراسة بشكل متتالي ليصل تعدادهم إلى 1336 عون تحكم سنة 2009؛
- أعوان التنفيذ: نلاحظ أن هذه الفئة من العمال تشكل النسبة الأكبر في مجموع العمال مقارنة بالفئتين السابقتين، حيث تم إدماج ما يقارب 4954 عامل سنة 2009 مقارنة بسنة 2008 منهم 2701 عون تنفيذ وذلك بزيادة قدرها 22 %، ويرجع ذلك لطبيعة نشاط المؤسسة الذي يعتمد على أعوان التنفيذ من حفارين، ميكانيكيين و كهربائيين في الورشات التابعة لها.

المبحث الثاني: تحليل سياسة التمويل في المؤسسة

نحاول من خلال هذا المبحث تقييم فاعلية سياسة التمويل المنتهجة من قبل المؤسسة الوطنية للتنقيب لمواجهة الاحتياجات المالية خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2009؛ وذلك من خلال تحليل التوازن المالي على مستوى الخزينة انطلاقاً من تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام جدول تدفقات الخزينة، ثم تقييم المردودية بالاستعانة بآلية الرافعة المالية.

المطلب الأول: تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام جدول تدفقات الخزينة

الفرع الأول: بناء جدول تدفقات الخزينة

نعتمد في دراسة الوضعية المالية للمؤسسة على الطريقة غير المباشرة في إعداد وبناء جدول تدفقات الخزينة باعتبارها الأنسب بصفقتنا كمحللين ماليين خارجيين، ويتم ذلك بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة المتمثلة في الميزانيات المحاسبية و جداول حسابات النتائج لسنوات الدراسة والتي تمثل المادة الأولية في التحليل، إلى جانب الاستعانة بوثائق مالية أخرى.

يوضح الجدول التالي بنية جدول تدفقات الخزينة وفق الطريقة غير المباشرة لسنوات الدراسة ابتداء من 2005 وإلى غاية 2009 :

جدول رقم (2.4) : جدول تدفقات الخزينة

الوحدة: (1000) دج

البيان	2009	2008	2007	2006	2005
عمليات الاستغلال:					
النتيجة الصافية	1 279 546	1 601 710	1 659 342	1 629 741	1 208 280
+ مخصصات الاختلافات والمؤنات	6 079 565	5 323 016	4 753 040	3 920 669	3 470 075
- فائض قيمة التنازل عن الاستثمارات	25 249	46 854	94 292	70 686	74 836
= القدرة على التمويل الذاتي	7 333 862	6 877 872	6 318 090	5 479 724	4 603 519
- التغير في الاحتياج في رأس المال العامل	3 215 879	1 434 409	(2 884 456)	786 549	1 305 659
تدفق خزينة الاستغلال (A)	4 117 983	5 443 463	9 202 546	4 693 265	2 090 788
عمليات الاستثمار:					
حيازة استثمارات عادية ومعنوية	7 025 265	4 289 965	4 801 341	9 995 220	5 385 171
- التنازل عن استثمارات مادية ومعنوية	31 003	99 779	113 524	82 454	76 983
+/- التغير في الاستثمارات المالية	(6 134 889)	4 431 086	1 335 541	1 969 194	(309 736)
تدفق خزينة الاستثمار (B)	859 373	9 248 613	6 604 294	10 881 960	4 998 452
عمليات التمويل					
الرفع في رأس المال	-	-	-	-	-
- الأرباح الموزعة	40 000	40 000	50 000	50 000	60 000
+ ديون جديدة	1 852 628	8 974 237	897 915	6 684 744	12 379 127
- تسديد الديون	4 210 780	2 655 105	267 052	2 203 701	7 021 833
تدفق خزينة التمويل (C)	(2 358 152)	6 279 132	580 863	4 371 043	5 357 294
الرصيد (A) - (B)	3 258 610	(3 177 809)	3 760 051	(6 188 695)	(2 907 664)
التغير في الخزينة = (A) - (B) + (C)	900 458	2 473 982	3 179 115	(2 817 652)	2 449 630

المصادر : من إعداد الطابعية اعتمادا على الوثائق المالية للمؤسسة

يبدو من خلال قراءة في معطيات الجدول السابق أن خزينة المؤسسة كانت في وضعية جيدة سنة 2005، إلا أنها حققت عجزا في السنة الموالية، ثم تحسنت ابتداء من سنة 2007 وحققت بذلك فائضا على مدى السنتين 2008 و 2009 على الترتيب؛

ومن أجل تحديد مدى قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها نعمل إلى دراسة تحليلية لكل رصيد من الأرصد المكونة لجدول تدفقات الخزينة وبالتالي تحديد مساهمة كل من دورة الاستغلال، دورة الاستثمار ودورة التمويل في تشكيل الخزينة الصافية.

الفرع الثاني : تحليل تدفقات خزينة الاستغلال

يعد رصيد تدفق خزينة الاستغلال مؤشرا هاما لبيان مدى قدرة المؤسسة على توليد تدفقات نقدية من نشاطها الأساسي؛

حيث يظهر من خلال الجدول السابق أن المؤسسة حققت فائضا على مستوى خزينة الاستغلال؛ إذ سجل تدفق خزينة الاستغلال رصيذا موجبا خلال الفترة الممتدة بين 2005 و 2009، وبذلك يمكن القول أن المؤسسة تمكنت من تمويل احتياجات دورة الاستغلال اعتمادا على مواردها الذاتية المتمثلة في الفوائض المالية المحققة على مستوى هذه الدورة؛

وبقراءة أكثر عمقا؛ نجد أن رصيد تدفق خزينة الاستغلال قد ارتفع بنسبة 42 % سنة 2006 ثم وصل إلى 202 546 أي بنسبة ارتفاع قدرها 96 % سنة 2007؛ وذلك نتيجة لارتفاع القدرة على التمويل الذاتي حيث ارتفعت مخصصات الاهتلاكات تزامنا مع الارتفاع الذي سجلته النتيجة الصافية وذلك بنسبة وصلت إلى 35 % سنة 2006 ثم بـ 2 % سنة 2007، في حين انخفض الاحتياج في رأس المال العامل سنة 2007 بعد الارتفاع الذي عرفه سنة 2006؛

إلا أنه وابتداء من سنة 2007 شهد رصيد تدفق خزينة الاستغلال تراجعا بنسبة 41 % في سنة 2008 ليصل إلى 4 117 983 سنة 2009 بمعدل انخفاض قدره 24 %، وذلك على الرغم من ارتفاع القدرة على التمويل الذاتي بنسبة 9 % من 2007 إلى 2008 ثم بنسبة 6 % سنة 2009؛ إلا أن هذا الارتفاع كان نتيجة لارتفاع مخصصات الاهتلاكات أما النتيجة الصافية فقد عرفت انخفاضا بنسبة 4 % سنة 2008 ثم بنسبة وصلت إلى 20 % في السنة الموالية؛ لكن الارتفاع الذي سجله الاحتياج في رأس المال العامل وذلك بنسب فاقت نسب ارتفاع القدرة على التمويل الذاتي هو ما أدى إلى انخفاض رصيد تدفق خزينة الاستغلال؛

ولبحث الأسباب التي أدت إلى التغير في الاحتياج في رأس المال العامل، نحاول تحليل هذا العنصر من خلال دراسة تحليلية للعناصر المكونة له.

يوضح الجدول التالي تطور الاحتياج في رأس المال العامل خلال سنوات الدراسة :

جدول رقم (3.4) : تطور الاحتياج في رأس المال العامل

الوحدة: (1000) دج

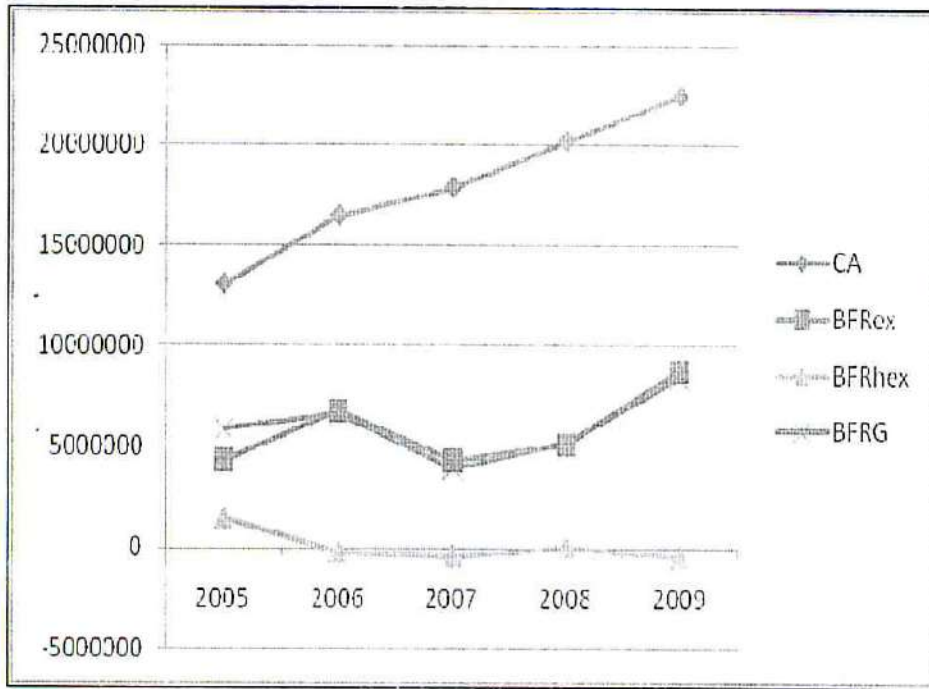
%	2009	%	2008	%	2007	%	2006	%	2005	البيان
11	22 566 109	13	20 262 116	9	17 910 441	27	16 488 093	7	13 050 067	رقم الأعمال
27	12 876 199	15	9 998 822	(10)	8 664 562	42	9 685 764	30	6 806 489	استخدامات الاستغلال
(16)	4 089 709	(13)	4 317 411	50	4 871 570	17	2 877 706	25	2 449 986	موارد الاستغلال
71	8 786 490	18	5 127 252	(36)	4 347 151	56	6 808 058	28	4 356 503	BFR_{ex}
(12)	352 925	(31)	402 565	(14)	584 770	(60)	682 795	30	1 729 017	استخدامات خارج الاستغلال
118	726 799	(66)	333 080	11	984 214	292	884 069	15	225 285	موارد خارج الاستغلال
(628)	(373 874)	117	69 485	147	(399 444)	(110)	(161 274)	21	1 503 732	BFR_{hex}
62	8 412 616	32	5 196 737	(40)	3 947 707	13	6 646 784	28	5 860 235	BFR_G

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على الوثائق المالية للمؤسسة

يبين الجدول السابق حجم احتياجات دورة الاستغلال؛ حيث ارتفع بمعدل 28 % سنة 2005 وواصل الارتفاع بمعدل 13 % سنة 2006، لينخفض بنسبة 40 % في السنة الموالية، لكنه عاود الارتفاع سنة 2008 و2009 وذلك بمعدل قدره 32 % ثم 62 % على الترتيب؛

ولتوضيح أكثر لمعطيات الجدول السابق نستعين بالتمثيل البياني التالي :

الشكل رقم (2.4) : تطور الاحتياج في رأس المال العامل



المصدر: تم إعداده انطلاقاً من الجدول أعلاه

ما يلاحظ من الشكل أعلاه أن ارتفاع الاحتياج في رأس المال العامل كان نتيجة للارتفاع الحاصل في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال، في حين سجل مستوى الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض على مدى سنوات الدراسة؛

شهد نشاط المؤسسة معبراً عنه برقم الأعمال نمواً متزايداً على مدى سنوات الدراسة ويرجع ذلك إلى الوضعية التنافسية التي تتميز بها المؤسسة كونها تعد ثاني مورد لخدمات التنقيب على المستوى الوطني؛ إذ تستحوذ على حصة سوقية تفوق 40 % من السوق الوطنية، كما يتميز نشاط المؤسسة بالتنوع¹ والانفتاح على الشركات

¹ أنظر الملحق رقم 19

الأجنبية حيث تخصص قاعدة (work-over) 16 آلة حفر في خدمة كبريات هذه الشركات (مثل AGIP, TOTAL, ARCO...).

وقد انعكس هذا النمو في رقم الأعمال على الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال؛ حيث ارتفع هذا الأخير بنسبة 28 % سنة 2005 ثم بنسبة وصلت إلى 56 % سنة 2006، لكنه انخفض بنسبة 36 % في السنة الموالية، ثم عاود الارتفاع بنسبة 18 % سنة 2008 ثم بنسبة 71 % سنة 2009، وذلك نتيجة للارتفاع الحاصل في استخدامات الاستغلال بنسبة 15 % سنة 2008 ثم بنسبة 27 % سنة 2009 مقابل الانخفاض الذي عرفته موارد الاستغلال بنسبة 13 % و 16 % في سنتي 2008 و 2009 على الترتيب.

وبالتالي يتوجب البحث عن الأسباب التي أدت إلى ارتفاع الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال وذلك عن طريق دراسة تحليلية لتطور العناصر المكونة له والتي تتمثل أساسا في: المخزونات، العملاء، الموردون.

1. تحليل عنصر المخزون:

ويشمل مخزون المواد واللوازم المحتفظ بها والموجهة لاستخدامها لغرض الحفاظ على وتيرة النشاط و مواجهة احتمالات انخفاض منسوبها، وكذا ضمان استمرارية تأدية الخدمات بصفة منتظمة.

جدول رقم (4.4) : تحليل عناصر المخزون

2009	2008	2007	2006	2005	سرعة دوران المخزون
15 174 321	14 543 837	14 295 038	13 728 761	13 068 360	مواد ولوازم/الاستهلاكات
2 379 779	2 119 191	2 216 213	1 851 679	2 205 904	× 360 يوم
782 يوم	770 يوم	690 يوم	725 يوم	500 يوم	
26 شهر	25 شهر	23 شهر	24 شهر	17 شهر	
2 سنة	2 سنة	2 سنة	2 سنة	1.4 سنة	

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الوثائق المالية للمؤسسة

ما يلاحظ من الجدول أعلاه؛ أن سرعة دوران مخزون المواد واللوازم بطيئة جدا؛ فقد قدرت بحوالي سنة سنة 2005 ثم استقرت عند حدود السنتين طيلة السنوات الباقية، فعلى الرغم من أن المخزونات عرفت تزايدا من سنة إلى أخرى إلا أن حجم الاستهلاكات منها كان نسبيا مستقرا؛

ويرجع ذلك إلى طبيعة المواد و اللوازم في المؤسسة والتي تتميز بقابلية التخزين لفترات تمتد لعدة سنوات والتي تشمل في معظمها- أي ما يقارب 90 % منها - قطع الغيار المخصصة لصيانة وإصلاح آليات التنقيب وكذا معدات النقل الخاصة بالورشات، هذا إلى جانب مواد ولوازم أخرى (مثل مستلزمات نشاط الفندقية والإطعام)، كما أن تعقد إجراءات عملية الشراء وطول وقتها يدفع بالمؤسسة إلى الشراء والتخزين بكميات كبيرة تفاديا للانقطاعات المحتملة سيما وأن معظم هذه المواد واللوازم يتم اقتناؤها من قبل موردين أجانب.

2. تحليل عنصر العملاء:

عادة ما يمثل هذا العنصر النسبة الأكبر في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال، ويعتبر من الحسابات غير المستقرة، إذ أن منح المؤسسة آجالا لعملائها لتسديد مستحقاتهم يعتبر تجميدا مؤقتا للسيولة، لذا على المؤسسة العمل على التحكم في هذا العنصر.

جدول رقم (5.4) : تحليل عنصر العملاء

2009	2008	2007	2006	2005	سرعة دوران العملاء
4 439 448 /	3 295 696 /	2 732 311 /	4 484 067 /	2 837 434 /	حساب العملاء/رقم
22 566 109	20 262 116	17 910 441	16 488 093	13 050 067	الأعمال ×
70 يوم	58 يوم	55 يوم	78 يوم	98 يوم	360 يوم
2.3 شهر	2 شهر	2 شهر	2.6 شهر	3 أشهر	

المصدر: من إعدادا الطالبة اعتمادا على الوثائق المالية للمؤسسة

من خلال الجدول أعلاه نجد أن آجال تحصيل مستحقات العملاء تقدر بثلاثة أشهر سنة 2005 ثم انخفضت لتستقر عند حدود الشهرين على مدى السنوات الباقية، حيث يتوزع عملاء المؤسسة إلى صنفين رئيسيين؛ الأول يتمثل في شركة سوناپراك وتعتبر العميل الرئيسي إذ تستحوذ على الحصة الأكبر من رقم الأعمال، أما الصنف الثاني فيتمثل في الشركات الأجنبية الناشطة في قطاع المحروقات في الجزائر والتي من أهمها:

(AGIP, HESS, MEDEX, GTFT, GDF, SH/BP/STATOIL, TOTAL, SINOPEC, SCHLUMBERGER, REPSOL, PIDC).

وأحيانا ما تواجه المؤسسة صعوبات في تحصيل حقوقها لدى هذه الشركات نظرا للتعقيدات التي تعترض إجراءات تحصيل المبيعات.

3. تحليل عنصر الموردون:

ويعتبر من الموارد الأساسية لتمويل احتياجات دورة الاستغلال، لذا يتطلب الأمر من المؤسسة أن تكون ذات قدرات تفاوضية عالية للاستفادة من آجال أكثر ملاءمة لتسديد التزاماتها، وذلك لتفادي أزمات السيولة وتحقيق التوازن المالي على مستوى خزينة الاستغلال.

جدول رقم (6.4) : تحليل عنصر الموردون

2009	2008	2007	2006	2005	سرعة دوران الموردون
/471 739	/614 409	/114 981	/830 828	/ 658 060	الموردون/المشتريات ×
3 918 911	3 084 549	2 928 110	2 512 080	2 578 335	360 يوم
64 يوم	71 يوم	140 يوم	119 يوم	92 يوم	
2 شهر	2.3 شهر	4.6 شهر	4 أشهر	3 أشهر	

المصدر: من إعدادا الطالبة اعتمادا على الوثائق المالية للمؤسسة

يبدو من خلال الجدول أعلاه أن آجال تسديد ديون الموردين غير مستقرة فقد وصلت إلى ثلاثة أشهر سنة 2005 ثم استقرت عند حدود الأربعة أشهر سنة 2006 و2007 على الترتيب، لكنها انخفضت ابتداء من سنة 2008 لتصل إلى شهرين سنة 2009، وذلك نتيجة لارتفاع حجم المشتريات بالتزامن مع انخفاض حساب الموردون؛

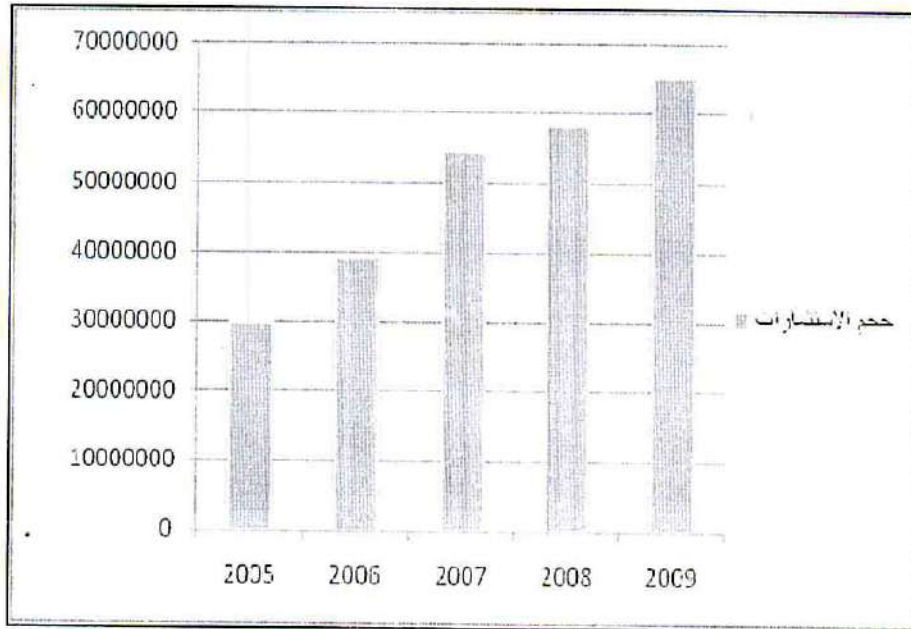
وهذا ما أدى ارتفاع الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال في السنوات الأخيرة من الدراسة، وهو ما يتطلب من المؤسسة العمل على التحكم أكثر في احتياجات دورة الاستغلال، خاصة فيما يتعلق بعنصر المخزونات وذلك عن طريق ترشيد سياسة التمويل وتقليص حجم المخزونات إلى ما يتوافق وحجم الاستهلاكات منها وبشكل يفي بالاحتياجات الإنتاجية للمؤسسة، ومن ثم ضمان أكبر قدر من السيولة على مستوى خزينة الاستغلال.

الفرع الثالث: تحليل تدفقات خزينة الاستثمار

إن طبيعة السوق التي تنشط فيها المؤسسة والتي تشهد نمواً سريعاً تفرض عليها مسايرة هذا النمو، ولا يتأتى ذلك إلا بتسخير الإمكانيات المالية المتاحة في بعث استثماراتها ومن ثم توسيع قدراتها وتطوير إمكانياتها بما يسمح لها بالمحافظة على حظوظها في السوق وبالتالي القدرة على المنافسة؛ وتظهر قراءة في رصيد خزينة الاستثمار على مستوى جدول تدفقات الخزينة - جدول رقم (2.4) - أنه كان موجبا خلال سنوات الدراسة إذ أن عمليات حيازة الاستثمارات فاقت عمليات التنازل عنها؛ حيث قامت المؤسسة باستثمارات هامة تمثلت على وجه التحديد في اقتناء آليات تنقيب جديدة وتسخير آليات أخرى للصيانة البرولية (work-over) إلى جانب معدات وتجهيزات أخرى، ليرتفع بذلك حجم الاستثمارات بمعدل وصل إلى 85 % سنة 2006 وانخفض هذا المعدل في سنتي 2007 و 2008 على التوالي ثم ارتفع إلى 63 % سنة 2009 وذلك بقيمة بلغت 7 025 265 ألف دج؛ أما فيما يتعلق بالاستثمارات المالية في المؤسسة فتشمل مساهمات هذه الأخيرة في مؤسسات أخرى¹، وقد بلغت أقصاها سنة 2008 مقارنة بالسنوات الماضية، ثم انخفضت في السنة الموالية إذ قلصت المؤسسة من توظيفاتها المالية إلى ما قيمته 1 445 600 ألف دج؛

يوضح التمثيل البياني التالي تطور حجم استثمارات المؤسسة خلال فترة سنوات الدراسة :

الشكل رقم (3.4) : تطور حجم الاستثمارات



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الوثائق المالية للمؤسسة

¹ وتمثل هذه المؤسسات في: ENAFOR LLC، MS&IS، SWCS، SOPREP، FORAOUA (أنظر الملحق رقم 16).

يتبين من خلال الشكل السابق أن الاستثمارات في المؤسسة شهدت نمواً وتوسعا على مدى سنوات الدراسة؛ حيث لم تتمكن المؤسسة من تمويل عمليات الاستثمار عن طريق مواردها الداخلية المتأتية من خزينة الاستغلال (ويظهر ذلك في الرصيد (B) - (A) على مستوى الجدول رقم (2.4) في السنوات 2005، 2006، 2008 الذي سجل رصيدا سالبا)، مما يستوجب البحث عن مصادر أخرى لتمويل هذا العجز في تمويل الاستثمارات.

الفرع الرابع : تحليل تدفقات خزينة التمويل

تضم خزينة التمويل على مستوى جدول تدفقات الخزينة مصادر التمويل المختلفة التي تعتمد عليها المؤسسة وذلك في حال عدم كفاية الخزينة المتولدة عن الاستغلال في تمويل عمليات الاستثمار، إضافة إلى القيم المتعلقة بتسديدات القروض وكذلك مكافآت رأس المال، حيث تنجز إلى عمليات رأس المال وأخرى خاصة بعمليات الاستدانة.

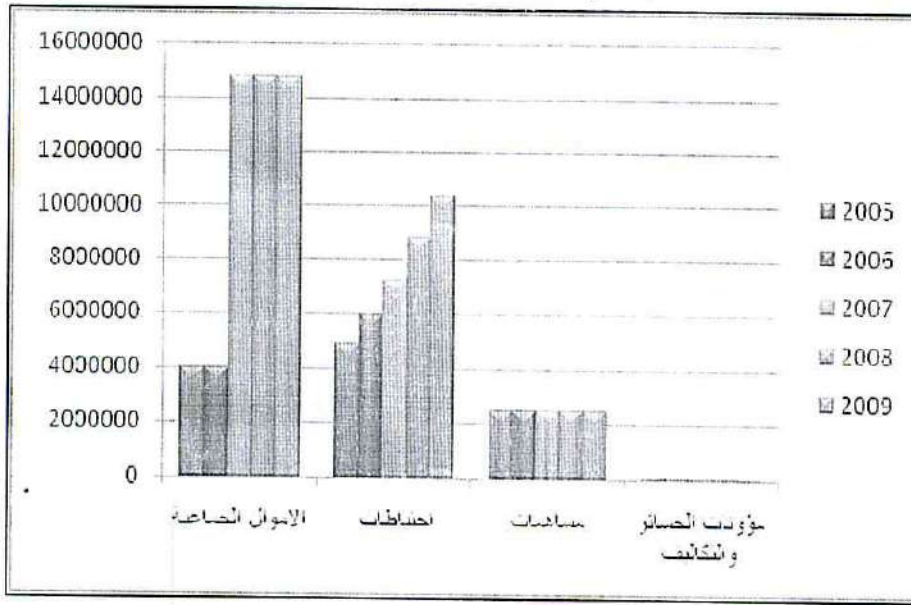
1. عمليات رأس المال :

يظهر من خلال جدول تدفقات الخزينة - جدول رقم (2.4) - وبالتحديد على مستوى خزينة التمويل الغياب التام لعمليات الرفع في رأس المال كمصدر لتمويل احتياجات المؤسسة محل الدراسة؛ وبالرجوع إلى السنوات التي تم فيها رفع رأس مال المؤسسة نجد أنها تنحصر في شكلين، حيث يتم ذلك عن طريق تحويل الديون كما تم ذلك سنة 2002 بتحويل جزء كبير من ديون شركة سوناپراك إلى مساهمات بلغت قيمتها 2 500 مليون دج، أو عن طريق إدماج الاحتياطات كما تم ذلك سنة 2001 و2007؛

أما توزيعات أرباح الأسهم (مكافآت رأس المال) فقدرت بـ 60 مليون دج سنة 2005، وقد انخفضت إلى 50 مليون دج سنة 2006 و 2007 على الترتيب، ثم استقرت قيمتها عند 40 مليون دج سنة 2008 و2009 على التوالي.

يوضح الشكل البياني التالي تطور الأموال الخاصة في المؤسسة خلال سنوات الدراسة :

الشكل رقم (4.4) : تطور الأموال الخاصة



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الوثائق المالية للمؤسسة

يتضح من الشكل أعلاه؛ أن نمو وتدعيم الأموال الخاصة في المؤسسة يعتمد بصفة أساسية على التحويل الشبه كامل للنتائج المحققة في شكل احتياطات (أنظر الملحق رقم 17).

2. عمليات الاستدانة :

تشكل الاستدانة - سواء باللجوء إلى البنوك والمؤسسات المالية أو التوجه نحو الجمهور عن طريق طرح سندات - إحدى أهم الخيارات التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، سيما في ظل محدودية الموارد الداخلية وعدم توفر بدائل أخرى للتمويل كالرفع في رأس المال؛

وانطلاقا من الجدول رقم (2.4) يتبين أن حجم الديون بلغ أقصاه في كل من سنة 2005 وذلك بقيمة بلغت 12 379 127، و 6 684 744 سنة 2006 ثم 8 974 237 سنة 2008؛ حيث أن العجز الذي خلفته خزينته الاستغلال في تمويل عمليات الاستثمار لجأت المؤسسة إلى تغطيته عن طريق زيادة حجم الديون الجديدة؛

يوضح الجدول التالي تطور حجم وتشكيلة الديون في المؤسسة خلال سنوات الدراسة :

جدول رقم (7.4) : تطور حجم الدين

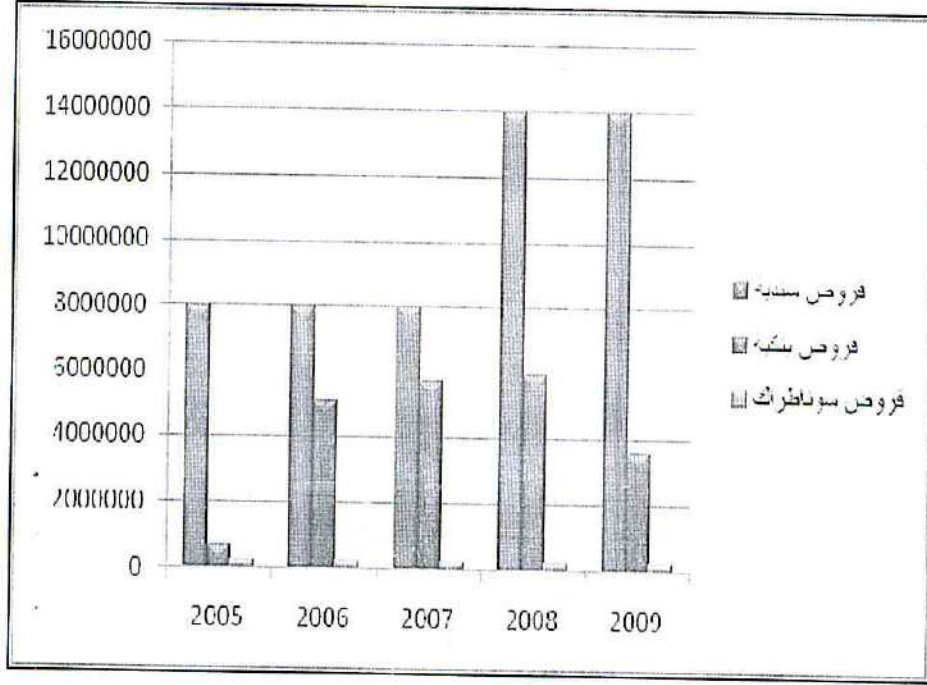
الوحدة: (1000) دج

	2009	%	2008	%	2007	%	2006	%	2005	البيان
-	14 000 000	75	14 000 000	-	8 000 000	-	8 000 000	-	8 000 000	قروض سنديّة
(40)	3 601 659	4	5 977 844	11	5 719 728	615	5 113 742	-	714 600	قروض بنكيّة
-	264 000	-	264 000	-	264 000	-	264 000	-	264 000	قروض سونا طراك
(12)	17 805 659	49	20 241 844	5	13 983 728	45	13 377 742	-	8 978 600	المجموع

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على الوثائق المالية للمؤسسة

ولقراءة أكثر وضوحاً لمعطيات الجدول السابق نستعين بالتمثيل البياني التالي:

الشكل رقم (5.4): تطور حجم الديون



المصدر : تم إعداده انطلاقاً من الجدول السابق

انطلاقاً من الجدول السابق والشكل أعلاه نجد أن ديون المؤسسة تتنوع بين الاقتراض من البنوك التجارية وبين القروض السندية، كما تعتمد المؤسسة على القروض التي تمنحها شركة سوناطراك؛

وقد ارتفع الحجم الإجمالي للديون بشكل متواصل وذلك بمعدل بلغ في أقصاه 49 % سنة 2008 مقارنة بالسنوات الماضية، ثم انخفض في السنة الموالية بمعدل قدره 12 %؛

حيث شكلت القروض السندية¹ النسبة العظمى في مجموع الديون إذ مثلت ما نسبته 90 % منها سنة 2005 ثم 60 % سنة 2006 و 57 % سنة 2007، لترتفع إلى 69 % و 78 % سنة 2008 و 2009 على الترتيب؛ أما القروض البنكية فقد ارتفعت بمعدل قياسي وصل إلى 615 % سنة 2006 ثم بمعدل 11 % سنة 2007 و 4 % في السنة الموالية، لتتخفف سنة 2009 إلى ما نسبته 40 % وذلك بفعل تسديد قرض بنكي متوسط الأجل بقيمة 32 285 مليون دج²؛

¹ تعتبر سنة 2005 المرة الأولى التي أصدرت فيها المؤسسة سندات عادية موجهة لتمويل برنامج استثماري ضخم لتوسيع حضيرة آليات التقريب باقتناء 3 منها سنة 2005 و

4 أخرى في السنة الموالية 2006 ، وقد شجع نجاح العملية المؤسسة على الإصدار مرة ثانية وقد كان ذلك سنة 2008 لنفس الهدف.

² تقرير التسيير سنة 2009.

في حين أن قروض شركة سوناپراك لم تشكل سوى نسبة ضئيلة من مجموع الديون، وظلت قيمتها مستقرة عند 264 مليون دج على مدى سنوات الدراسة.

وعليه فإن سياسة الاستدانة في المؤسسة تتجه نحو التنوع في مصادر الديون وهذا من شأنه أن يسهم بشكل فاعل في التقليل من المخاطر الناجمة عنها، سيما وأنها تمثل مصدرا أساسيا لتمويل احتياجات المؤسسة.

على ضوء ما سبق؛ نجد أن الارتفاع الذي سجله الاحتياج في رأس المال العامل أدى إلى تدهور رصيد تدفق خزينة الاستغلال في السنوات الأخيرة، وقد أدى عجز خزينة الاستغلال عن تمويل عمليات التوسع الذي شهدته الاستثمارات في المؤسسة إلى لجوء هذه الأخيرة إلى الاستدانة لتمويل هذا العجز، فيما انخفض رصيد الخزينة الصافية بمعدل قياسي لتحقق بذلك عجزا سنة 2006، ثم تحسنت ابتداء من سنة 2007 إذ حققت بذلك فائضا على مدى السنتين 2008 و 2009 على الترتيب.

المطلب الثاني : تحليل المردودية وأثر الرافعة المالية

تعد المردودية مقياسا لفعالية النشاط في المؤسسة إذ تسمح بتقييم مدى قدرة هذه الأخيرة على التحكم في التكاليف ومن ثم تحقيق إيرادات وفوائض، وعليه فهي تعتبر أداة هامة في اتخاذ مختلف القرارات على مستوى المؤسسة والتي من أهمها قرارات التمويل؛

إن الخطوة الأولى لتحليل أثر الرافعة المالية تتطلب تشخيص و تحليل كل من المردودية المالية و المردودية الاقتصادية؛ إذ يسمح ذلك بتقييم أثر سياسة التمويل المنتهجة على المردودية.

الفرع الأول : تحليل المردودية الاقتصادية والمردودية المالية

يوضح الجدول التالي تطور المردودية الاقتصادية والمردودية المالية المحققة خلال سنوات الدراسة :

جدول رقم (8.4): تطور المردودية الاقتصادية والمردودية المالية

الوحدة: (1000) دج

	2009	%	2008	%	2007	%	2006	%	2005	البيان
35	2 049 019	7	1 513 894	(37)	1 417 732	123	2 276 443	-	1 019 367	نتيجة الاستغلال بعد الضريبة
13	35 788 936	7	30 713 355	35	30 489 956	41	22 569 997	-	15 966 663	الأصول الاقتصادية
20	% 5.72	3	% 4.77	(54)	% 4.64	58	% 10.08	-	% 6.38	المردودية الاقتصادية
(20)	1 279 546	(3)	1 601 710	2	1 659 342	35	1 629 741	-	1 208 280	النتيجة الصافية
5	27 705 361	6	26 209 413	96	24 596 604	9	12 519 000	-	11 479 270	الأموال الخاصة
(24)	% 4.61	(9)	% 6.11	(48)	% 6.74	23	% 13.01	-	% 10.52	المردودية المالية
(17)	(%1.11)	(36)	% 1.34	(28)	% 2.1	(29)	% 2.93	-	% 4.14	أثر الرفع المالية

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على الوثائق المالية للمؤسسة

1. المردودية الاقتصادية :

يبدو من خلال الجدول السابق أن معدل المردودية الاقتصادية شهد انخفاضا محسوسا حيث قدر بـ 4.64% سنة 2007 بعد التحسن الذي شهده سنة 2006 مقارنة بسنة 2005؛ وذلك نتيجة لانخفاض نتيجة الاستغلال بنسبة 37% مقابل الارتفاع في قيمة الأصل الاقتصادي بمعدل قدره 35%، لتستقر سنة 2008 عند معدل 4.77% ثم عاودت الارتفاع سنة 2009 حيث بلغ معدل المردودية الاقتصادية 5.72% وذلك بمعدل ارتفاع قدره 20% مقارنة بسنة 2008.

ولتشخيص أكثر دقة للمردودية الاقتصادية يتم تحليلها إلى مركبتين موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (9.4): تحليل المردودية الاقتصادية

السنة	هامش الاستغلال $\frac{Rex}{CA}$	معدل دوران الأصل الاقتصادي $\frac{CA}{AE}$
2005	9.41%	54%
2006	16.05%	59%
2007	15.6%	65.5%
2008	12.4%	65.7%
2009	15.07%	74.83%

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على الجدول السابق

– معدل دوران الأصل الاقتصادي: ويعبر عن قدرة المؤسسة على تحويل رأسمالها إلى رقم أعمال و ما يلاحظ من الجدول أعلاه أنه كان مرتفعا حيث بلغ في متوسطه معدل 64% و هو يعكس فعالية الأصل الاقتصادي في المؤسسة؛

– هامش الاستغلال: وقد بلغ في متوسطه ما نسبته 14% وذلك يعني أن مصاريف الاستغلال تستهلك ما يقارب 86% من الإيرادات المحققة (رقم الأعمال) وهي نسبة مرتفعة تدل على تضخم في مصاريف الاستغلال.

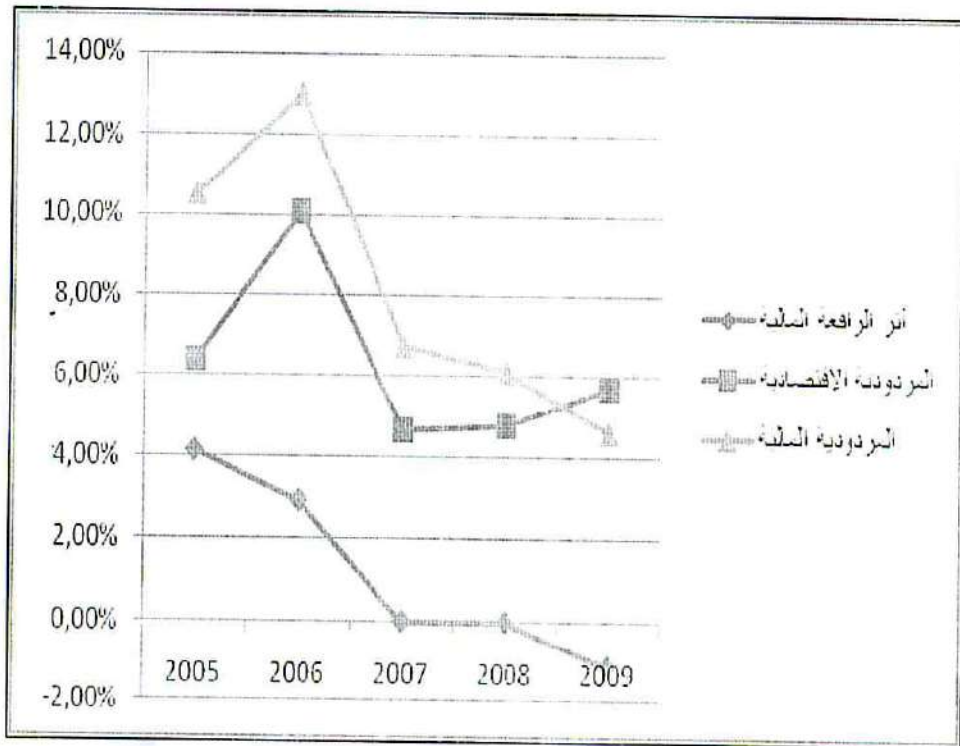
إن ارتفاع مصاريف الاستغلال والتي تستهلك جزء معتبرا من الإيرادات المحققة أدى إلى ضعف معدل هامش الاستغلال، وقد أدى ذلك بدوره إلى تدني معدل المردودية الاقتصادية المحققة خلال فترة الدراسة.

2. المردودية المالية (الأموال الخاصة):

من خلال الجدول رقم (9.4) نلاحظ أن المردودية المالية عرفت ارتفاعا بمعدل وصل إلى 23 % سنة 2006 مقارنة بسنة 2005، لكنها انخفضت ابتداء من 2006 حيث بلغ معدل المردودية المالية 6.74 % سنة 2007 أي بمعدل انخفاض قدره 48 %، واستمرت في الانخفاض ووصلت بذلك إلى معدل 6.11 % و 4.61 % سنة 2008 و 2009 على الترتيب؛ وذلك نتيجة للارتفاع الذي شهدته الأموال الخاصة مستفيدة بذلك من النتيجة الصافية المحققة والتي سجلت انخفاضا بمعدل قدره 3 % سنة 2008 ثم بمعدل 20 % سنة 2009.

يوضح الشكل التالي تطور كل من المردودية الاقتصادية و المردودية المالية خلال سنوات الدراسة:

الشكل رقم (6.4): تطور المردودية المالية و المردودية الاقتصادية



المصدر: تم إعداده انطلاقا من الجدول رقم (9.4)

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن المردودية المالية تنخفض بشكل متواصل وذلك ابتداء من سنة 2006؛ إذ وصلت إلى أدنى مستوياتها سنة 2009 بمعدل قدره 4.61 %، كما لم تتجاوز المردودية الاقتصادية معدل 10.08 %؛ ويظهر ذلك في تدني أثر الرافعة المالية مما يدل على الأثر الذي خلفته الاستدانة على المردودية المالية للمؤسسة.

الفرع الثاني: تحليل أثر الرافعة المالية

يبين الجدول أدناه تحليل أثر الرافعة المالية، حيث يسمح ذلك بتفسير العلاقة بين المردودية المالية والمردودية

الاقتصادية:

جدول رقم (10.4): تحليل أثر الرافعة المالية

البيان	2005	2006	2007	2008	2009
المردودية الاقتصادية Re	% 6.38	%10.08	% 4.64	% 4.77	% 5.72
معدل المصاريف المالية i	% 4.58	% 4.71	% 4.61	% 5.54	% 5.28
(Re - i)	% 1.8	% 5.37	% 0.03	(% 0.77)	% 0.44
D	8 978 600	13 377 742	13 983 728	20 241 844	17 805 659
CP	11 479 270	12 519 000	24 519 604	26 209 413	27 705 361
الرافعة المالية D/CP	% 78	% 106	% 57	% 78.23	% 65.48
معدل الضريبة	% 17	% 14.35	% 13.83	% 25	% 25

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على الوثائق المالية للمؤسسة

انطلاقا من الجدول أعلاه، نجد أن الهامش بين المردودية الاقتصادية ومعدل المصاريف المالية (Re- i) كان ضعيفا فمع الاستقرار النسبي الذي شهدته المردودية الاقتصادية خلال فترة الدراسة إذ لم تتجاوز معدل 10.08% ، إلا أن معدل المصاريف المالية سجل ارتفاعا متراصلا؛

يوضح الجدول التالي تطور المصاريف المالية خلال سنوات الدراسة:

جدول رقم (11.4): تطور المصاريف المالية

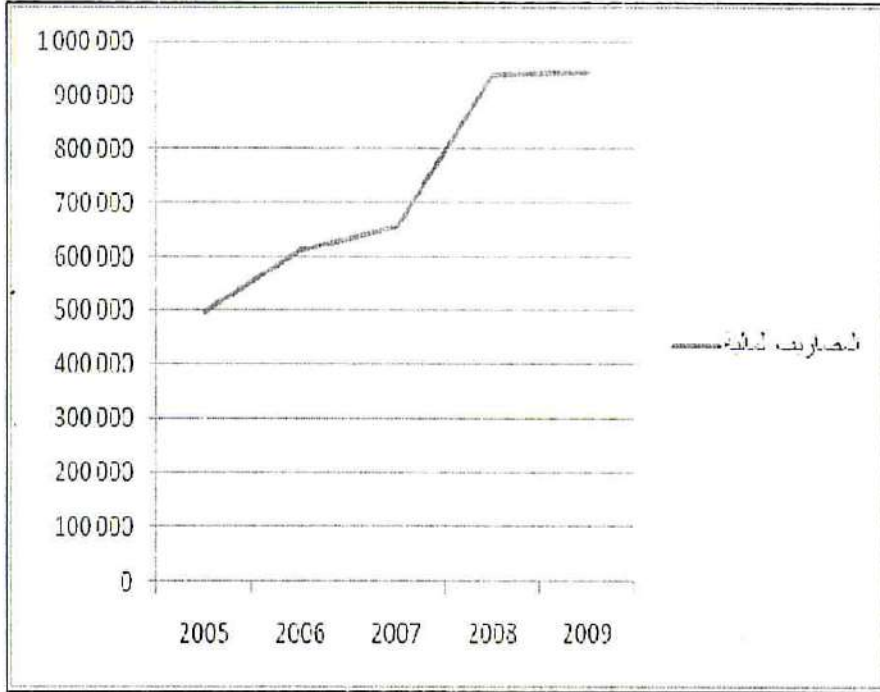
الوحدة: (1000) دج

السنة	2005	2006	2007	2008	2009
المصاريف المالية	497 839	613 568	656 879	938 732	944 115

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على الوثائق المالية للمؤسسة

وللتوضيح أكثر نستعين بالتمثيل البياني التالي :

الشكل رقم (7.4): تطور المصاريف المالية



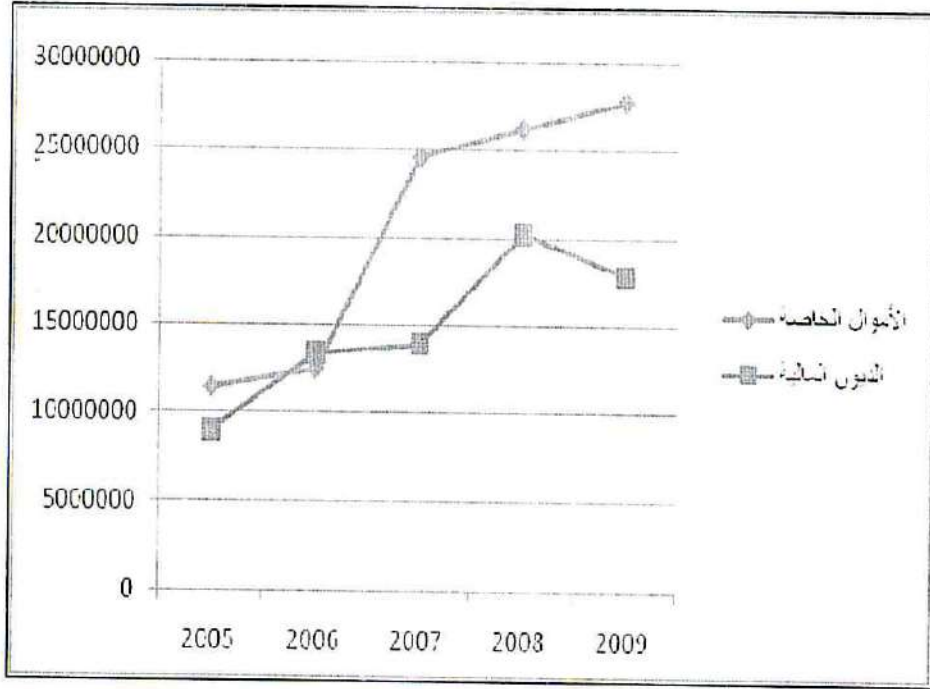
المصدر: تم إعداده انطلاقاً من الجدول السابق

يتضح من خلال الجدول السابق والشكل أعلاه؛ أن المصاريف المالية تنمو بوتيرة موجبة إذ ارتفعت بمعدل قدره 23 % سنة 2006 ثم بمعدل 7 % سنة 2007 ، ثم ارتفعت بمعدل وصل إلى 43 % سنة 2008 لتستقر سنة 2009 وذلك بقيمة بلغت 944 115 ألف دج، وإذا ما رجعنا إلى نسبة المصاريف المالية إلى القيمة المضافة المحققة نجد أنها تستهلك ما نسبته 6 % في المتوسط منها خلال فترة الدراسة وذلك نتيجة لتنامي حجم الديون من سنة لأخرى؛

حيث تظهر قراءة في تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة - وكما سبق الإشارة إليه - اعتمادها وبشكل كبير على الديون كمصدر لتمويل احتياجاتها؛

يوضح الشكل التالي تطور تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة خلال سنوات الدراسة :

الشكل رقم (8.4): تطور تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الوثائق المالية للمؤسسة

يتضح من خلال الشكل أعلاه والجدول السابق؛ أن نسبة الديون إلى الأموال الخاصة D/CP فاقت معدل 106% سنة 2006، ثم انخفضت هذه النسبة إلى 57% في السنة الموالية حيث تضاعف رأس مال المؤسسة عن طريق إدماج الاحتياطات في حين استقرت قيمة الديون المالية، لتصل إلى 78% سنة 2008 حيث ارتفعت الديون المالية بنسبة فاقت ارتفاع الأموال الخاصة ثم انخفضت إلى 65.75% سنة 2009 بفعل انخفاض حجم الديون المالية تزامنا مع استقرار في الأموال الخاصة؛

وتعتبر هذه النسبة مرتفعة مقارنة بالنسبة المعيارية حيث تجاوزت قيمة الديون المالية ما نسبته 100% من قيمة الأموال الخاصة سنة 2006؛ وهذا من شأنه أن يهدد الاستقلالية المالية للمؤسسة فضلا عن ما ينجم عن ذلك من تضخم في المصاريف المالية.

وتجدر الإشارة إلى أن المؤسسة تعتمد بصفة مطلقة على الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل مع الغياب التام للاعتمادات البنكية الجارية، وذلك لكون طبيعة السوق الذي تنشط فيها المؤسسة تتطلب استثمارات ضخمة يتم تمويلها عن طريق اللجوء إلى المصادر المختلفة للاستدانة.

لا شك أن إقدام المؤسسة على الاستدانة كمصدر أساسي لتمويل احتياجاتها المختلفة يتوقف على مدى قدرتها على مراجعة الالتزامات المالية الناجمة عنها؛ وإلا فإن ذلك سوف يعرضها لحالة العسر المالي والتوقف عن الدفع، لذا نلجأ إلى قياس قدرة المؤسسة على سداد ديونها.

يوضح الجدول التالي نسبة الديون المالية إلى القدرة على التمويل الذاتي:

الجدول رقم (12.4) : تطور القدرة على السداد

الوحدة: (1000) دج

2009	2008	2007	2006	2005	البيان
17 805 659	20 241 844	13 983 728	13 377 742	8 978 600	الديون المالية
7 333 862	6 877 872	6 318 090	5 479 724	4 603 519	القدرة على التمويل الذاتي
2.5	2.9	2	2.4	2	نسبة القدرة على السداد

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على الوثائق المالية للمؤسسة

من خلال الجدول أعلاه نجد أن المؤسسة قادرة على تغطية ديونها اعتمادا على قدرتها على التمويل الذاتي؛ إذ لم تتجاوز النسبة المعيارية للقدرة على السداد 3 فيما عدا سنة 2008 التي اقتربت منها مقارنة بالسنوات الأخرى؛ حيث شهدت هذه السنة ارتفاع الديون بنسبة كبيرة قدرت بـ 49% وذلك على الرغم من ارتفاع القدرة على التمويل الذاتي، ثم تحسنت هذه النسبة في السنة الموالية وذلك بفعل انخفاض حجم الديون بالتزامن مع ارتفاع القدرة على التمويل الذاتي بنسبة قدرت بـ 6% سنة 2009.

على ضوء التحليل السابق؛ يمكن القول أن ارتفاع قدرة المؤسسة على السداد بفعل الفوائض المحققة من جهة، والطبيعة الخاصة لنشاطها الذي يتطلب استثمارات ضخمة لا تكفي الموارد الداخلية لتمويلها من جهة أخرى شكل إحدى الدوافع الأساسية لاعتماد المؤسسة وبشكل معتبر على المصادر المختلفة للاستدانة.

خلاصة الفصل :

حاولنا من خلال هذا الفصل تحليل سياسة التمويل المنتهجة لدى المؤسسة الوطنية للتنقيب خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 وإلى غاية سنة 2009، وهي الفترة التي شهد فيها نشاط المؤسسة نموا الأمر الذي أدى إلى تنامي احتياجاتها المالية؛ إذ شهد حجم الاستثمارات نموا وتوسعا كما سجل الاحتياج في رأس المال العامل مستويات مرتفعة، وفي ظل عدم كفاية الموارد الداخلية ومع محدودية البدائل التمويلية عمدت المؤسسة نحو اللجوء وبشكل كبير إلى الاستدانة لتوفير الموارد اللازمة لتغطية هذه الاحتياجات الأمر الذي انعكس سلبا على استقلاليتها المالية فضلا عن ما نجم عن ذلك من ارتفاع في المصاريف المالية والتي استهلكت قسطا معتبرا من الإيرادات المحققة؛

وبالتالي يتوجب على المؤسسة العمل على الاستغلال الأمثل لمواردها الداخلية بهدف التقليل من الاعتماد على الاستدانة ومن ثم تلافي المخاطر الناجمة عنها.

الختامة

حاولنا من خلال هذه الدراسة تسليط الضوء على عملية التمويل في المؤسسة الاقتصادية؛ حيث تواجه هذه الأخيرة تحدياً كبيراً في تعبئة وتوفير الموارد المالية الضرورية لتأمين مختلف احتياجاتها المالية، و ما يزيد العملية صعوبة وتعقيداً كثرة القيود المفروضة عليها، أين تبرز كفاءة وفعالية المؤسسة في مدى قدرتها على استخدام الموارد المالية المتاحة بطريقة أكثر عقلانية ورشادة من جهة، ومدى قدرتها على تحقيق الأهداف المسطرة التي تتمحور حول مسعى تعظيم العائد وكذا تخفيض التكاليف والمخاطر من جهة أخرى؛

وقد تمحورت إشكالية الدراسة حول مدى فعالية سياسة التمويل المنتهجة في المؤسسة، فانطلقنا من فرضية أساسية مفادها أن فعالية هذه السياسة تتحدد بالحفاظ على المردودية والتحكم في التوازن المالي على مستوى الخزينة، ومن أجل محاولة الإجابة عن تساؤلات إشكالية البحث وتأكيد فرضياته تم القيام بدراسة ثلاثة محاور أساسية كما يلي:

- التعرف على طبيعة الاحتياجات المالية في المؤسسة والتي تختلف من احتياجات طويلة المدى تتعلق بعمليات الاستثمار التي تعتبر المحرك الأساسي لبقاء المؤسسة ونموها، واحتياجات قصيرة المدى ذات طابع دوري والتي تخص دورة الاستغلال في المؤسسة؛

- استعراض مختلف السياسات التي تنتهجها المؤسسة قصد ضمان التمويل الكافي لاحتياجاتها المالية، والتي تنوع إلى التمويل الذاتي الذي يعتبر أهم تلك السياسات نظراً لاعتبارات التكلفة والمخاطرة، الرفع في رأس المال والذي يأخذ عدة أساليب تختلف تبعاً لشكل المساهمة في رأس المال، كما تشكل عمليات الاستدانة مصدراً ذو أهمية قصوى لما توفره من صيغ متعددة لتمويل مختلف نشاطات المؤسسة؛

- التعرض إلى جملة القيود والعوامل التي تحكم وتحدد سياسة التمويل في المؤسسة؛ ومنها ما يتعلق بالوضعية المالية لهذه الأخيرة والتي تتمثل في التوازن المالي، الاستقلالية المالية... إلى جانب قيود أخرى منها حجم المؤسسة، شكلها القانوني، الضمانات وغيرها، إضافة إلى المعايير المعتمدة للمفاضلة بين مختلف مصادر التمويل والتي من أهمها تكلفة التمويل ومعايير أخرى. كما يعتبر جدول تدفقات الخزينة أداة تقنية معدة ضمن النظرية المالية الحديثة لتحليل التوازن المالي على مستوى الخزينة، إلى جانب آلية الرافعة المالية كتقنية لتقييم أثر سياسة التمويل على المردودية.

ولدى تعريجيننا على حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب وانطلاقاً من تشخيص الوضعية المالية لهذه الأخيرة خلال الفترة الممتدة بين 2005 و 2009 خلصنا إلى النتائج التالية :

- شهدت الفترة محل الدراسة نموا في النشاط بشكل أدى إلى تنامي احتياجات دورة الاستغلال؛ حيث سجل الاحتياج في رأس المال العامل مستويات مرتفعة وهو ما أدى بالنتيجة إلى انخفاض رصيد تدفق خزينة الاستغلال؛

- شكلت الديون النسبة العظمى في الميكل المالي للمؤسسة على مدى سنوات الدراسة؛ ويرجع ذلك لاعتبارات لعل أهمها ارتفاع قدرة المؤسسة على السداد من جهة، وضخامة حجم الاستثمارات التي شهدت توسعا وذلك استجابة لمتطلبات السوق والمنافسة من جهة أخرى، الأمر الذي أدى إلى عدم كفاية الموارد الداخلية المتأتية من خزينة الاستغلال في تمويل عمليات الاستثمار، وفي ظل عدم وجود تنوع في صيغ التمويل ومحدودية البدائل التمويلية، فإن الاستدانة تعد أهم مصادر التمويل المعتمدة لدى المؤسسة، وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى؛

- تقتصر سياسة الرفع في رأس المال في المؤسسة على تحويل الديون أو إدماج الاحتياطات؛ وبذلك فهي لازلت تفتقد للمفهوم الاقتصادي البحت كون هذه العملية تتوقف بشكل أساسي على فعالية السوق المالي في الاقتصاد، إلا أن وجود جملة من القيود والعوامل الاقتصادية، القانونية والاجتماعية حال دون أداء الدور المنوط بهذه السوق واعتبارها كأسلوب حديث للتمويل، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية؛

- التسيير اللاعقلاني للموارد المالية المتاحة في ظل الاحتياجات المالية المتزايدة أدى إلى عدم التحكم في التوازن المالي إذ حققت الخزينة الصافية عجزا حادا (سنة 2006)، كما أن ارتفاع مصاريف الاستغلال التي استهلكت جزءا معتبرا من الإيرادات المحققة أدى إلى ضعف هامش الاستغلال وبالنتيجة تدني معدل المردودية، وهو ما ينفي الفرضية الثالثة.

وبناء على ما تم التوصل إليه من نتائج قمنا باقتراح جملة من التوصيات كما يلي:

- التحكم في الاحتياج في رأس المال العامل وذلك بتخفيض استخدامات الاستغلال خاصة فيما يتعلق بعنصر المخزونات وذلك بتخفيض معدل دورانها عن طريق ترشيد سياسة التموين وتقليص مستوى المخزونات بما يضمن الاحتياجات الإنتاجية للمؤسسة، إضافة إلى التحكم في الآجال الممنوحة للعملاء، وزيادة موارد الاستغلال بتحسين القدرات التفاوضية للمؤسسة من أجل الاستفادة من آجال أكثر ملاءمة لتسديد التزامات الموردين؛

- الحد من التوسع المفرط في عمليات الاستثمار وتركيز الجهود الاستثمارية نحو استثمارات تؤدي إلى رفع القدرات الإنتاجية وتحسينها بما يتناسب والإمكانيات المالية المتاحة للمؤسسة، وذلك بناء على ما تسفر عنه نتائج الدراسة والتحليل العلميين لمختلف البدائل الاستثمارية المقترحة؛

- التسيير الفعال للخزينة لضمان المستوى الأمثل من السيولة، والبحث عن أفضل البدائل لتوظيف الفوائض النقدية المحققة؛

- ترشيد قرارات التمويل عن طريق التخطيط المسبق لعمليات الاستدانة باعتبارها مصدرا أساسيا لتمويل احتياجات المؤسسة، لما في ذلك من آثار في ارتفاع المخاطر المالية وتضخم المصاريف المالية ومن ثم تدني معدلات المدودية والاستقلالية المالية للمؤسسة، والعمل على الإلمام بجميع مصادر التمويل المتاحة من خلال حصر خصائصها وتحديد تكاليفها الفعلية و التنبؤ بتأثيراتها المحتملة على المؤسسة، وأن لا يقتصر التحليل على مصادر التمويل التي اعتادت المؤسسة اللجوء إليها، بل لا بد أن يتعداه إلى بدائل التمويل الأخرى التي تم تفعيلها في الاقتصاد الجزائري كالاتمان الإيجاري مثلا؛

- وما يعزز من ذلك، تفعيل آلية التمويل عن طريق الدخول إلى السوق المالي في مواجهة سوق يضم بدائل متنوعة وعديدة من مصادر التمويل وهذا ما يجبر المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بشكل عام على الالتزام بمعايير علمية ودقيقة لتسيير مواردها المالية من أجل التماشي ومتطلبات انفتاح السوق.

إن الحديث عن سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية في ظل غياب سوق مالي بمفهومه الحقيقي وأهدافه الفاعلة في الاقتصاد تحيط به الكثير من التحفظات، وعليه تبرز أهمية دراسات أخرى في هذا الشأن والتي نذكر منها:

- دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة بالبورصة.

المراجع

I- باللغة العربية:

1- الكتب:

1. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار العلوم، عنابة، 2008.
2. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية - دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، 2006.
3. جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله اللحاح، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
4. دريد كامل آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2004.
5. سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، جمعية التراث، الجزائر، 2002.
6. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة السادسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
7. عاطف ولیم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
8. عبد الحليم كراجة، علي رابعة وآخرون، الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار صفاء، عمان، 2006.
9. عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
10. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية - النظرية والتطبيق - الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، 2008.
11. محمد بوتين، محاسبة العامة للمؤسسة، الطبعة الخامسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
12. محمد صالح الخناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، 2001.
13. محمد صبح، القرارات المالية الإستراتيجية، دار الكتاب، مصر، 1996.
14. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المجتمع العربي، عمان، 2009.
15. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
16. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
17. نihal فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003.
18. هشام محمد الزعبي، إدارة وتحليل مالي، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2000.

2- الرسائل الجامعية:

19. بن الضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009.
20. بن ساسي إلياس، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2003.
21. بوخلوة باديس، الأمثلية في تسيير خزانة المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة المسيلة، 2003.
22. دادن عبد الوهاب، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية-نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008.
23. زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات بالقطاعات العام والخاص في الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009.
24. سرايري بلقاسم، دور ومكانة قطاع المخروقات الجزائري في ضوء الواقع الاقتصادي الدولي الجديد وفي أفق الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة باتنة، 2008.
25. مقدم ليلي، سياسات تسيير عناصر الاحتياج في رأس المال العامل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008.

3- الملتقيات:

26. بن طلحة صليحة، معوش بوعلام، دور عقد تحويل الفاتورة في تمويل وتحصيل الحقوق، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية- بسكرة أيام 21 - 22 نوفمبر 2006.
27. زغيب مليكة، غلاب نعيمة، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية- الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية- بسكرة أيام 21 - 22 نوفمبر 2006.

28. عاشور كتوش، عبد الغني حريري، التمويل بالائتمان الإيجاري، الاكتاب في عقود و تقييمه-دراسة حالة الجزائر- الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-بسكرة أيام 21 - 22 نوفمبر 2006.
29. نصر الدين نذير، عمار بوشناف، جدول تدفقات الخزينة، الملتقى الدولي حول الإطار المفاهيمي للنظام المالي المحاسبي الجديد وآليات تطبيقه في ظل المعايير المحاسبية الدولية، جامعة سعد دحلب، البليدة، 2009.

4- المقالات:

30. دادن عبد الغني، قراءة في الأداء المالي والتميز في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2006.
31. دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي-الإسهامات النظرية الأساسية- مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2006.
32. ناصر دادي عدون، مامش يوسف، أثر تغير الضريبة على الأرباح على مستوى الاستدانة في المؤسسات الجزائرية، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، العدد الخامس، المدرسة العليا للتجارة، 2008.

5- الانترنت:

33. زغيب مليكة، إلياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، www.iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03/02، تاريخ التصفح: 2011/03/02.

I. باللغة الأجنبية:

1- Les ouvrages :

34. Abdallah Boughaba ,analyse et évaluation de projets, BERTI édition,1998.
35. André BOYER, l'essentiel de la gestion, 2^{eme} édition, édition d'organisation ,paris,2001.
36. Christian Pierrat, la politique financière de l'entreprise, édition la découverte, paris, 1996.
37. Gérard charreaux ,finance d'entreprise, 2^{eme} édition, EMS,1997.
38. Jack forget,financement et rentabilité des investissements, édition d'organisation, paris,2005.

39. Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, **finance d'entreprise manuel & application**, 2^{ème} édition, DUNOD, paris, 2009.
40. Jean Barreau Delhaye ,florencia Delhaye, **gestion financière**, 8^e édition, DUNOD, paris, 2006.
41. Juliette pilverdier-lartreyte, **finance d'entreprise**, 8^{ème} édition ,Economica, paris, 2002.
42. Khemissi Chiha ,**gestion et stratégie financière**, 1^{ère} édition, édition Houma, Alger.
43. L.HONORE, **gestion financière**, édition ARMAND COLIN, 2004.
44. Pierre Conso, Farouk Hemici, **gestion financière de l'entreprise**, 9^{ème} édition, DUNOD, paris, 1999.
45. Pierre RAMAGE, **analyse et diagnostic financier**, édition d'organisation, 2001.
46. Pierre Vernimmen, **finance d'entreprise**, 5^{ème} édition, Dalloze, paris, 2002
47. Pierre Vernimmen, **finance d'entreprise**, 8^{ème} édition, Dalloz, paris, 2010.
48. Rishared brealy, Stewart mayers, Frankline Allen, **principe de gestion financière**, 8^{ème} édition, pearsson éducation, paris, 2006.
49. Yoser Gadhoun et autre, **les principes de la finance d'entreprise**, CHNELIERE EDUCATION, 2005.

2-Internet :

50. Source : **LE FINANCEMENT DU CAPITAL CIRCULANT**, [www.slidefinder.net/p/presentation_20des...20financement.../1778634_page_consultée le: 17/05/2011](http://www.slidefinder.net/p/presentation_20des...20financement.../1778634_page_consultée_le:17/05/2011)

3-Les rapports :

51. Entreprise nationale de forage, **rapport de gestion 2009**, mars 2010.
52. Entreprise nationale de forage, **rapport financier 2009**, mars 2010.
53. Entreprise nationale de forage, **rapport financier 2008**, avril 2009.

الملاحق

BILAN AU 31 DECEMBRE 2005

الملحق رقم 01

N° DES CPTES	ACTIF	MONTANT BRUT	AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	MONTANT NET	TOTAUX PARTIELS	N° DES CPTES	PASSIF	MONTANT	TOTAUX PARTIELS
2	INVESTISSEMENTS				10 106 428 289,64	1	FONDS PROPRES		11 479 270 846,26
20	Frais préfinanciers	0,00	0,00	0,00		10	Fonds social	4 000 000 000,00	
21	Valences budgétaires	0,00	0,00	0,00		12	Primes d'apports	0,00	
22	Terrains	36 269 077,75	0,00	36 268 077,75		13	Réserves	4 911 408 544,92	
24	Equipement en exploitation	27 515 729 738,08	19 148 256 832,43	8 367 473 205,65		16	Titres de participation à long terme	2 500 000 000,00	
25	Equipement sociaux	839 058 732,92	809 343 118,18	429 715 618,74		18	Résultat en test d'affectation	0,00	
28	Investissement en cours	1 272 971 389,50	0,00	1 272 971 389,50		19	Provisions p/dettes et charges	67 862 301,34	
	TOTAL 2	29 764 027 938,26	19 657 589 648,61	10 106 428 289,64	3 503 140 613,26		TOTAL 1	11 479 270 846,26	11 653 876 329,02
3	STOCKS					5	DETTES		
30	Marchandises	0,00	0,00	0,00		52	Dettes d'investissement	9 203 886 788,95	
31	Matières & Fournitures	3 235 827 178,01	167 466 843,53	3 068 360 134,48		53	Dettes de stocks	321 082 962,85	
33	Produits semi-finis	0,00	0,00	0,00		54	Déduction pour compte	337 032 933,51	
34	Produits en travaux en cours	0,00	0,00	0,00		55	Dettes unvées assoc et sites app	0,00	
35	Produits finis	0,00	0,00	0,00		56	Dettes d'exploitation	1 774 600 734,39	
36	Cochets et rebuts	0,00	0,00	0,00		57	Avances commerciales	17 272 999,31	
37	Stocks à l'extérieur	434 780 078,78	0,00	434 780 078,78		58	Dettes financières	0,00	
	TOTAL 3	3 670 607 456,79	167 466 843,53	3 503 140 613,26	10 731 858 989,79		TOTAL 5	11 653 876 329,02	
4	CREANCES					88	Resultat de l'exercice	1 208 280 617,41	1 208 280 617,41
42	Créances d'investissements	3 028 733 344,16	587 625 923,81	2 441 107 120,35			TOTAL GENERAL	24 341 427 792,69	24 341 427 792,69
43	Créances de stocks	68 660 182,75	65 823 382,75	1 836 800,00					
44	Créances associates & Sites app	4 590 000,00	0,00	4 590 000,00					
45	Avances pour comptes	250 740 872,13	0,00	250 740 872,13					
46	Avances d'exploitation	461 485 139,27	0,00	461 485 139,27					
47	Créances sur clients	2 920 129 511,27	62 685 306,30	2 857 434 204,97					
48	Disponibilités	4 734 734 953,07	0,00	4 734 734 953,07					
40	Comptes Debiteurs du passif	0,00	0,00	0,00					
	TOTAL 4	11 469 003 602,85	737 144 612,86	10 731 858 989,79					
	TOTAL GENERAL	44 903 638 997,69	20 562 211 205,00	24 341 427 792,69	24 341 427 792,69				

BILAN AU 31 DECEMBRE 2006

الملحق رقم 02

N° DES POSTES	ACTIF	MONTANT		AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	MONTANT NET	TOTALS PARTIELS	N° DES POSTES	PASSIF	MONTANT		TOTALS PARTIELS
		BRUT									
2	INVESTISSEMENTS					15 923 213 479,63	1	FONDS PROPRES			12 519 000 990,69
20	Frais préliminaires	0,00	0,00	0,00	0,00		10	Fonds social	4 000 000 000,00	0,00	
21	Valeurs incorporelles	0,00	0,00	0,00	0,00		12	Primes d'apports	0,00		
22	Terminés	33 268 077,75	0,00	0,00	36 268 077,75		13	Réerves	5 949 000 162,33		
24	Equipelement de production	34 972 621 417,26	22 684 720 008,87	0,00	12 287 902 808,39		16	Titres de participation à émettie	2 500 000 000,00	0,00	
25	Equipelement sociaux	1 028 830 129,54	628 317 914,84	0,00	382 512 214,70		18	Résultat en rest d'affectation	0,00		
28	Investissement en cours	3 216 540 379,79	0,00	0,00	3 216 540 379,79		19	Provisions effectués et charges	69 911 828,35		
	TOTAL 2	39 234 260 003,34	23 311 046 823,71		15 923 213 479,63	4 785 465 272,64	5	DETTES	12 519 000 990,69		16 502 637 720,66
3	STOCKS						52	Dettes d'investissements	13 624 050 120,14		
30	Marchandises	0,00	0,00	0,00	0,00		53	Dettes de stocks	820 620 085,83		
31	Matières & Fournitures	3 904 122 304,91	175 261 214,32	0,00	3 728 761 090,59		54	Dettes de déduction pour compte	425 899 619,18		
32	Produits semi-ouvrés	0,00	0,00	0,00	0,00		55	Dettes envois essor et s'éc. app	0,00		
34	Produits et travaux en cours	0,00	0,00	0,00	0,00		56	Dettes d'exploitation	1 585 037 951,76		
35	Produits finis	0,00	0,00	0,00	0,00		57	Avances commerciales	24 952 059,65		
36	Droits et rejets	0,00	0,00	0,00	0,00		58	Dettes financiers	0,00		
37	Stocks à l'étranger	1 626 704 182,05	0,00	0,00	1 626 704 182,05		50	Comptes créditeurs de l'actif	0,00		
	TOTAL 3	4 930 826 486,86	178 361 214,32		4 752 465 272,54	9 972 700 980,10		TOTAL 5	16 602 637 720,66		
4	CRÉANCES										
42	Créances d'investissements	4 467 844 608,20	1 190 908 766,11	0,00	3 266 935 219,09						
43	Créances de stocks	55 431 647,39	0,00	0,00	55 431 647,39						
44	Créances associées & s'éc. app	72 676,24	0,00	0,00	72 676,24						
45	Avances pour comptes	297 793 677,02	0,00	0,00	297 793 677,02						
46	Avances d'exploitation	330 801 630,43	0,00	0,00	330 801 630,43						
47	Créances sur clients	4 691 132 050,83	177 064 627,14	0,00	4 494 067 523,69		88	Résultat de l'exercice	1 629 741 621,12		1 629 741 621,12
48	Disponibilités	1 476 699 634,67	0,00	0,00	1 476 699 634,67						
49	Comptes Débiteurs du passif	934 811,37	0,00	0,00	934 811,37						
	TOTAL 4	11 340 671 273,35	1 367 970 293,25		9 972 700 980,10	30 651 379 732,37		TOTAL GENERAL	30 651 379 732,37		30 651 379 732,37
	TOTAL GENERAL	55 605 767 783,65	24 854 378 031,28		30 651 379 732,37	30 651 379 732,37					

BILAN AU 31 DECEMBRE 2007

الملحق رقم 03

N° Dés criptions	ACTIF	MONTANT		AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	MONTANT NET	TOTAL PARTIELS	N° Dés criptions	PASSIF	MONTANT	TOTAL PARTIELS	
		BRUT	NET								
2 INVESTISSEMENTS						26 727 628 626,13	1 FONDS PROPRES				
20	Frais préliminaires	0,00	0,00	0,00	0,00		10	Fonds social	14 800 000 000,00	24 696 804 200,94	
21	Valeurs immobilisées	324 599 001,20	73 090 004,44	0,00	247 608 996,76		12	Primes d'apports	0,00		
22	Terrains	38 268 077,76	36 268 077,75	0,00	36 268 077,75		13	Réserves	7 224 176 547,99		
24	Équipement de production	48 613 116 308,34	27 008 521 486,92	0,00	22 504 593 833,42		16	Titres de participation à émettre	2 500 000 000,00		
23	Équipement social	1 228 104 356,71	426 354 404,19	0,00	402 748 951,52		18	Résultat en inst d'affectation	0,00		
26	Investissement en cours	1 536 120 635,68	0,00	0,00	3 036 120 635,68		19	Provisions réparties et charges	72 428 682,95		
TOTAL 2						54 638 203 370,68	TOTAL 1				
3 STOCKS						27 508 674 745,55	24 696 604 200,94				
30	Marchandises	0,00	0,00	0,00	0,00		52	Dettes d'investissements	14 235 742 530,92	18 673 891 813,06	
31	Matières & Fournitures	4 408 171 568,93	113 133 195,31	0,00	4 295 038 373,62		53	Dettes de stocks	1 141 981 848,48		
32	Produits semi-finis	0,00	0,00	0,00	0,00		54	Détail pour compte	472 859 348,93		
34	Produits et travaux en cours	0,00	0,00	0,00	0,00		56	Dettes envers assoc et snc ssp	0,00		
35	Produits finis	0,00	0,00	0,00	0,00		58	Dettes d'exploitation	2 604 180 020,05		
36	Dépense et rebours	0,00	0,00	0,00	0,00		57	Avances commerciales	18 691 650,62		
37	Stocks à l'étranger	1 172 313 989,27	0,00	0,00	1 172 313 989,27		58	Dettes financières	0,00		
TOTAL 3						5 650 485 558,26	385 200,00				
4 CREANCES						113 133 195,31	18 673 891 813,06				
42	Créances d'investissements	5 109 380 274,63	627 348 420,61	0,00	4 482 031 854,04		TOTAL 5				
43	Créances de stocks	63 503 603,64	61 706 003,64	0,00	1 896 800,00		18 673 891 813,06				
44	Créances fournisseurs & Snc ssp	92 638 056,24	0,00	0,00	92 638 056,24		TOTAL 4				
45	Avances pour comptes	306 909 003,15	0,00	0,00	306 909 003,15		13 464 221 843,93				
46	Avances d'exploitation	277 964 232,17	0,00	0,00	277 964 232,17		73 670 910 772,81				
47	Créances sur clients	2 872 621 101,98	140 309 588,74	0,00	2 732 311 532,25		28 041 072 744,85				
48	Disponibilités	4 732 552 076,59	0,00	0,00	4 732 552 076,59		44 628 838 027,96				
40	Comptes Débiteurs du passif	6 095 515,50	0,00	0,00	6 095 515,50		44 828 838 027,96				
TOTAL 4						13 464 221 843,93	44 828 838 027,96				
TOTAL GENERAL						73 670 910 772,81	73 670 910 772,81				

BILAN AU 31 DECEMBRE 2009

الملحق رقم 05

N° DES COMPTES	ACTIF	MONTANT BRUT	AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	MONTANT NET	TOTAUX PARTIELS	N° DES COMPTES	PASSIF	MONTANT	TOTAUX PARTIELS
2	INVESTISSEMENTS				20 076 300 700,32	1	FONDS PROPRES		27 705 361 024,23
20	Frais préfinanciés	0,00	0,00	0,00		10	Fonds social	14 200 000 000,00	
21	Valeurs liquidables	321 585 001,20	224 186 355,01	97 098 646,19		12	Primes d'émission	0,00	
22	Terrains	37 232 077,75	0,00	37 232 077,75		13	Reserves	10 355 227 089,61	
24	Équipement de production	62 203 417 007,17	27 590 014 477,54	34 613 402 529,63		16	Titre de participation à domicile	2 500 000 000,00	
25	Équipement de bureau	1 558 571 447,81	1 111 518 249,41	447 053 198,40		19	Participat en titre d'affiliation	0,00	
20	Investissement en cours	4 000 287 456,28	0,00	4 000 287 456,28		15	Provisions payables et charges	10 134 030,82	
3	STOCKS	65 102 149 870,31	28 025 629 081,92	37 076 520 788,39	37 076 520 788,39	5	DETTES	27 705 361 024,23	27 705 361 024,23
30	Marchandises	0,00	0,00	0,00		52	Dettes d'investissement	18 216 530 245,76	
31	Matières & Fournitures	5 021 000 000,00	145 759 002,52	4 875 240 997,48		53	Dettes de stocks	471 738 189,00	
32	Produits semi-couvrés	0,00	0,00	0,00		54	Déduction pour change	222 527 420,52	
34	Produits et travaux en cours	0,00	0,00	0,00		55	Dettes envers autres et sans titre	0,00	
35	Produits fins	0,00	0,00	0,00		56	Dettes d'exploitation	2 041 121 024,78	
36	Déchets et rebuts	0,00	0,00	0,00		57	Avances commerciales	13 682 798,66	
37	Stocks à l'étranger	2 787 530 220,29	0,00	2 787 530 220,29		59	Dettes financières	0,00	
	TOTAL 3	65 102 149 870,31	28 025 629 081,92	37 076 520 788,39	37 076 520 788,39	60	Comptes créditeurs de l'exercice	279 100,00	
4	CREANCES				16 943 403 115,63				
42	Créances d'investissements	3 700 503 574,59	497 025 923,01	3 203 477 651,58					
43	Créances de stocks	31 690 535,37	20 803 733,37	10 886 802,00					
44	Créances et avances à SIDA SPS	82 649 714,30	0,00	82 649 714,30					
45	Avances pour comptes	844 047 698,32	0,00	844 047 698,32					
40	Avances et participations	483 043 145,03	0,00	483 043 145,03					
47	Créances sur clients	5 531 638 011,50	1 022 237 680,11	4 509 400 331,39					
48	Disponibilité	7 003 014 647,21	0,00	7 003 014 647,21		89	Présultat de l'exercice	1 279 546 170,75	1 279 546 170,75
40	Comptes Débiteurs du passif	25 175 127,51	0,00	25 175 127,51					
	TOTAL 4	13 029 076 454,52	1 709 667 333,28	11 319 409 121,24	11 319 409 121,24				
	TOTAL GENERAL	92 073 846 735,21	40 782 266 283,80	51 291 580 451,41	51 291 580 451,41				

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS EXERCICE 2005

CPTES	DESIGNATION DES COMPTES	MONTANT DEBIT	MONTANT CREDIT
70 60	Ventes de marchandises Marchandises consommées	13 051 961,27	21 271 338,56
80	MARGE BRUTE		8 219 427,09
80 71 72 73 74 75 61 62	Marge brute Production vendue Production stockées Production de l'Entreprise pour elle-même Prestations fournies Transfert de charges de production Matières et fournitures consommées Services	2 205 904 307,00 1 744 214 030,46	8 219 427,09 0,00 0,00 418 837 371,78 13 050 057 571,07 61 570 935,12
	TOTAL	3 950 118 347,66	13 638 695 305,06
81	VALEUR AJOUTEE		9 588 576 953,00
81 77 78 63 64 65 66 68	Valeur ajoutée Produits divers Transfert de charges d'exploitation Frais de personnel Impôts et taxes Frais financiers Frais divers Dotations aux amortissements et provisions	4 133 271 835,73 205 538 456,57 497 539 062,31 56 288 300,68 3 470 075 623,03	9 588 576 953,00 37 871 433,47 64 945 468,38
	TOTAL	8 463 291 268,32	9 691 444 859,85
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 228 153 591,53
79 69	Produits hors exploitation Charges hors exploitation	1 239 667 201,56	1 467 271 335,84
84	RESULTATS HORS EXPLOIT		227 604 134,88
83 84	Résultat d'exploitation Résultat hors exploitation		1 228 153 591,53 227 604 134,88
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		1 455 757 726,41
889	IMPOTS SUR LES BENEFICES	247 477 109,00	
88	RESULTAT DE L'EXERCICE		1 208 280 617,41

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS EXERCICE 2006

CPTES	DESIGNATION DES COMPTES	MONTANT DEBIT	MONTANT CREDIT
79 80	Ventes de marchandises Marchandises consommées		78 723 436,62
		71 372 229,68	
80	MARGE BRUTE		5 351 206,93
80	Marge brute		5 351 206,93
71	Production vendue		0,00
72	Production stockée		0,00
73	Production de l'Entreprise pour elle-même		309 123 674,70
74	Prestations fournies		16 488 000 131,38
75	Transfert de charges de production		141 347 056,20
81	Matières et fournitures consommées	1 851 679 467,57	
82	Services	2 592 648 917,69	
	TOTAL	4 444 328 375,26	16 943 915 288,32
81	VALEUR AJOUTEE		12 499 598 924,08
81	Valeur ajoutée		12 499 598 924,08
77	Produits divers		77 623 273,03
78	Transfert de charges d'exploitation		5 739 184,51
83	Frais de personnel	5 025 481 584,07	
84	Impôts et taxes	314 093 830,91	
85	Frais financiers	613 588 357,00	
86	Frais divers	65 179 222,46	
88	Dotations aux amortissements et provisions	3 620 666 358,48	
	TOTAL	9 933 992 353,57	12 538 019 381,60
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		2 647 027 008,28
79	Produits hors exploitation		1 513 320 820,84
89	Charges hors exploitation	2 297 453 630,00	
84	RESULTATS HORS EXPLOIT		-744 132 865,16
83	Résultat d'exploitation		2 647 027 008,28
84	Résultat hors exploitation		-744 132 865,16
830	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		1 902 894 142,12
880	IMPOTS SUR LES BENEFICES	273 193 121,00	
88	RESULTAT DE L'EXERCICE		1 629 741 021,12

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS EXERCICE 2007

CPTES	DESIGNATION DES COMPTES	MONTANT DEBIT	MONTANT CREDIT
70 80	Ventes de marchandises Marchandises consommées		119 737 177,01
		94 681 032,61	
20	MARGE BRUTE		35 046 484,40
50	Marge brute		35 046 484,40
71	Production vendue		0,00
72	Production stockée		0,00
73	Production de l'Entreprise pour elle-même		647 038 025,30
74	Prestations fournies		17 810 441 653,63
75	Transfert de charges de production		228 100 613,33
81	Matières et fournitures consommées	2 216 213 604,62	
82	Services	3 243 599 775,65	
	TOTAL	5 469 513 331,47	18 320 683 688,65
31	VALEUR AJOUTÉE		13 360 782 285,19
81	Valeur ajoutée		13 360 782 285,19
77	Produits divers		64 843 255,03
78	Transfert de charges d'exploitation		87 716 502,87
83	Frais de personnel	5 930 185 176,89	
84	Impôts et taxes	421 041 792,11	
85	Frais financiers	656 897 147,14	
86	Frais divers	97 495 094,48	
88	Décharges aux amortissements et provisions	4 733 040 037,62	
	TOTAL	11 858 640 318,05	13 603 342 140,02
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 644 701 322,04
79	Produits hors exploitation		1 629 814 040,05
80	Charges hors exploitation	1 549 765 822,50	
84	RESULTATS HORS EXPLOIT		231 053 818,35
83	Résultat d'exploitation		1 644 701 322,04
84	Résultat hors exploitation		231 053 818,35
100	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		1 925 760 240,42
829	IMPOTS SUR LES BENEFICES	285 417 977,00	
88	RESULTAT DE L'EXERCICE		1 659 342 263,42

TABEAU DES COMPTES DE RESULTATS EXERCICE 2008

CPTES	DESIGNATION DES COMPTES	MONTANT DEBIT	MONTANT CREDIT
70 80	Ventes de marchandises Marchandises consommées		152 222 067,48
		131 311 000,02	
00	MARGE BRUTE		21 911 067,46
80	Marge brute		21 911 067,46
71	Production vendue		0,00
72	Production stockée		0,00
73	Production de l'Entreprise pour elle-même		327 038 606,18
74	Prestations fournies		20 262 116 344,75
75	Transfert de charges de production		192 808 103,58
61	Matières et fournitures consommées	2 119 191 312,44	
62	Services	4 054 632 593,60	
	TOTAL	6 183 824 309,04	20 330 062 470,99
21	VALEUR AJOUTEE		24 669 227 851,95
21	Valeur ajoutée		24 669 227 851,95
77	Produits divers		14 605 227 051,95
78	Transfert de charges d'exploitation		312 131 031,38
63	Frais de personnel		27 651 016,17
64	Impôts et taxes	8 175 150 053,05	
65	Frais financiers	448 935 657,29	
66	Frais divers	908 732 639,44	
68	Dotations aux amortissements et provisions	100 618 009,87	
	TOTAL	5 323 016 078,71	12 987 484 597,07
93	RESULTAT D'EXPLOITATION		15 008 010 709,10
78	Produits hors exploitation		2 070 526 112,43
80	Charges hors exploitation	1 208 021 100,34	2 007 993 850,11
84	RESULTATS HORS EXPLOIT		118 342 759,77
83	Résultat d'exploitation		2 010 526 112,43
84	Résultat hors exploitation		118 342 759,77
130	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		2 128 872 872,20
689	IMPOTS SUR LES BENEFICES	535 158 760,00	
88	RESULTAT DE L'EXERCICE		1 601 710 112,20

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS EXERCICE 2009

CPTES	DESIGNATION DES COMPTES	MONTANT DEBIT	MONTANT CREDIT
70 80	Ventes de marchandises Marchandises consommées	208 576 914,23	223 500 634,73
80	MARGE BRUTE		14 923 720,50
80 71 72 73 74 75 81 82	Marge brute Production vendue Production stockée Production de l'Entreprise pour elle-même Prestations fournies Transfert de charges de production Matériaux et fournitures consommées Services	2 379 779 057,77 4 475 493 391,23	14 923 720,50 0,00 0,00 307 629 972,69 22 526 109 323,40 100 889 021,48
	TOTAL	6 855 272 449,02	23 066 649 008,07
81	VALEUR AJOUTÉE		16 200 376 583,05
81 77 78 83 84 85 86 88	Valeur ajoutée Produits divers Transfert de charges d'exploitation Frais de personnel Impôts et taxes Frais financiers Frais divers Dotations aux amortissements et provisions	6 212 310 925,32 503 030 039,61 244 116 717,36 123 644 235,93 6 079 569 478,40	16 200 376 583,05 229 853 521,60 167 381 844,27
	TOTAL	13 855 656 384,82	16 697 591 954,82
85	RESULTAT D'EXPLOITATION		2 732 026 569,20
79 89	Produits hors exploitation Charges hors exploitation	2 409 676 260,45	1 381 555 701,04
84	RESULTATS HORS EXPLOIT		-1 018 019 689,42
83 84	Résultat d'exploitation Résultat hors exploitation		2 732 026 569,20 -1 018 019 689,42
830	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		1 714 006 879,78
839	IMPOTS SUR LES BENEFICES	434 459 830,00	
88	RESULTAT DE L'EXERCICE		1 279 548 170,78

اسم المؤسسة

الاستثمارات

DESIGNATION DE L'ENTREPRISE
ENTREPRISE NATIONALE DE FORAGE
" E.N.A.FOR "
BP 211 HASSI-MESSAOUD
WILAYA DE OUMRGLA
ANNEE 2015 السنة

LES INVESTISSEMENTS
الاستثمارات المنشأة أو المشتراة خلال السنة

1° / INVESTISSEMENTS CREEES
OU ACQUIS AU COURS DE L'EXERCICE

نمبر الصفحة	1 / التسمية 2 / nature des investissements	مبلغ الدراهم	I.V.A القيمة المضافة	مبلغ الدراهم	مبلغ الدراهم
1	TRAVI INCLUSIVES	0	0	0	0
2	TRAVI	0		0	0
3	SERVICES	153 238 755		153 238 755	153 238 755
4	MATERIEL & OUTILLAGE	4 179 282 654		4 179 282 654	4 179 282 654
5	MATERIEL & TRANSPORT	173 244 652		173 244 652	173 244 652
6	EQUIPEMENT & MATERIEL	47 742 654		47 742 654	47 742 654
7	ACCROISSEMENT & TOTAL	16 667 100		16 667 100	1 126 654
8	DEFICIT SOCIAL	66 758 601		66 758 601	7 679 133
9	DEFICIT EXERCICE	738 946 000		738 946 000	0
TOTAL.....		5 365 171 122		5 365 171 122	7 679 133

الاستثمارات المباعة خلال السنة

2° / INVESTISSEMENTS CEDES AU COURS DE L'EXERCICE

نمبر الصفحة	1 / التسمية 2 / nature des investissements	مبلغ الدراهم (A)	مبلغ الدراهم (B)	مبلغ الدراهم (C)	نسبة البيع (%)	مبلغ الدراهم (D)	مبلغ الدراهم (E)
1	TRAVI	1 025 923	1 025 923	0	100	74 866 242	0
2	MATERIEL & OUTILLAGE	61 462 320	61 462 320	600 000	0	0	0
3	MATERIEL & TRANSPORT	27 410 504	27 410 504	620 222	0	0	0
4	EQUIPEMENT & MATERIEL	3 189 570	2 720 135	400 354	0	0	0
5	ACCROISSEMENT ET TOTAL	0	0	0	0	0	0
6	EQUIPEMENT SOCIAL	4 130 217	3 703 831	400 282	0	0	0
TOTAL		16 838 734	16 838 734	1 420 858	100	74 866 242	0

البيان الموجزة

الاستثمارات

LES INVESTISSEMENTS

DESIGNATION DE L'ENTREPRISE
ENTREPRISE NATIONALE DE FORAGE
"E.N.A.FOR"

الاستثمارات المنشأة أو المشتراة خلال السنة

BP 211 HASSI-MESSAOUD
WILAYA DE QUARGLA
السنة 2006 ANNEE 2006

1° / INVESTISSEMENTS CRES
OU ACQUIS AU COURS DE L'EXERCICE

نمبر الصفحة	1 / فئات 2 / nature des investissements créés	القيمة de bilan	TVA à déduire	القيمة nette à acquies	القيمة de la provision d'amortissement
1	TERRES DÉFRICHÉES	0		0	0
2	TOURNOIS	0		0	0
3	MATÉRIEL	227 242 210		227 242 210	20 011 822
4	MATÉRIEL & OUTILS	7 325 513 754		7 325 513 754	528 661 929
5	MATÉRIEL & Fourniture	49 735 292		49 735 292	6 021 121
6	EQUIPEMENT & MATERIEL	10 171 292		10 171 292	565 080
7	MATÉRIEL & OUTILS	6 408 120		6 408 120	600 735
8	MATÉRIEL	25 084 127		25 084 127	1 065 815
9	MATÉRIEL	2 260 267 716		2 260 267 716	0
TOTAL		2 995 220 614		2 995 220 614	999 056 450

الاستثمارات المباعة خلال السنة

2° / INVESTISSEMENTS CEDES AU COURS DE L'EXERCICE

نمبر الصفحة	1 / فئات 2 / nature des investissements cédés	القيمة de bilan (1)	القيمة nette (2)	القيمة de bilan (3 = 1 - 2)	القيمة de cession (4)	القيمة de bilan (5 = 3 - 4)	القيمة de bilan (6 = 2)
1	MATÉRIEL	11 271 051	11 271 051	0	62 454 143	70 625 143	0
2	MATÉRIEL & OUTILS	100 043 260	103 523 554	2 116 736	0	0	0
3	MATÉRIEL DE FORAGE	62 733 066	64 775 445	6 020 947	0	0	0
4	EQUIPEMENT & MATERIEL	11 527 722	11 563 637	49 637	0	0	0
5	MATÉRIEL & OUTILS	0	0	0	0	0	0
6	MATÉRIEL	7 724 451	6 237 654	1 126 550	0	0	0
TOTAL		278 990 481	287 222 483	11 727 990	62 454 143	70 686 143	0

1/ Rubriques 2/ Description des investissements	Investissements en titres	PA 100000	Portefeuille en titres	Montants financiers d'investissement
BIENS IMMOBILISABLES	0	0	0	0
VALEURS MOBILISABLES	321 525 031		321 525 031	73 025 031
TITRES	0		0	0
BENEFITS	303 515 027		303 515 027	23 711 321
MATERIEL & OUTILLAGE	2 607 473 131		2 607 473 131	303 644 303
MATERIEL & TRANSPORT	358 055 032		358 055 032	51 205 032
EQUIPEMENT & BIENS	30 103 377		30 103 377	3 767 262
BENEFICE & TOTAL	0		0	0
EQUIPEMENT	230 020 034		230 020 034	11 025 034
EQUIPEMENT BIENS	512 105 210		0	0
TOTAL	4 501 548 744		4 001 341 744	525 614 200

الاستثمارات المباعة خلال السنة

2° INVESTISSEMENTS CEDES AU COURS DE L'EXERCICE

1/ Rubriques 2/ Description des investissements cedes	Montants en titres (1000000)	Montants en titres (1000000)	Montants en titres (1000000)	% de cession HS	Montants en titres (1000000)	Montants en titres (1000000)
BENEFITS	5 271 192	5 271 192	0	113 524 667	66 232 754	0
MATERIEL & OUTILLAGE	131 373 025	113 802 554	17 567 338	0	0	0
MATERIEL & TRANSPORT	21 264 002	20 706 143	473 602	0	0	0
EQUIPEMENT & BIENS	5 000 704	4 076 178	477 502	0	0	0
BENEFICE & TOTAL	0	0	0	0	0	0
EQUIPEMENT BIENS	11 722 000	10 207 740	758 100	0	0	0
TOTAL	174 745 769	158 511 812	19 231 932	(113 524 667)	(66 232 744)	0

1/ Nature des immobilisations	Investissements créés	Titre acquis	Montant net acquis	Montant de la plus-value ou de la moins-value
DELS IMMOBILISES	0	0	0	0
IMMOBILISATIONS INCORPORABLES	0	0	0	0
IMMOBILISATIONS	0	0	0	0
EQUIPEMENT	475 033 700		475 034 250	10 107 200
MATERIEL & OUTILLAGE	3 200 433 000		3 237 500 150	73 574 000
MATERIEL DE TRANSPORT	48 200 000		48 200 000	0
EQUIPEMENT DE BUREAU	75 176 000		75 782 700	4 492 600
BIEN MEUBLES ET NON MEUBLES	11 201 300		11 201 300	0
EQUIPEMENT SPECIAUX	165 000 000		160 671 500	5 077 200
EQUIPEMENT DE COUVERTURE	243 200 000		243 200 000	0
TOTAL.....	4 209 955 240		4 223 618 250	103 222 630

الاستثمارات المباعة خلال السنة

2° / INVESTISSEMENTS CEDES AU COURS DE L'EXERCICE

1/ Nature des immobilisations	Montant net réalisé (1)	Montant net comptable (2)	Montant net comptable (3)	Type de cession (4)	Horizon (5)	Montant net (6)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
EQUIPEMENT	10 331 250	10 331 250	0	20 772 710	48 854 140	0
MATERIEL & OUTILLAGE	239 733 000	100 143 000	22 503 000	0	0	0
MATERIEL DE TRANSPORT	0	0	0	0	0	0
EQUIPEMENT DE BUREAU	517 750	301 125	216 630	0	0	0
BIEN MEUBLES ET NON MEUBLES	0	0	0	0	0	0
EQUIPEMENT SPECIAUX	10 329 000	10 254 700	100 020	0	0	0
TOTAL	372 618 000	203 733 000	22 725 000	20 772 710	48 854 140	0

1° INVESTISSEMENTS CREEES
 OU ACQUIS AU COURS DE L'EXERCICE

الملحق
 رقم 15

ORDRE N°	1° Dénomination des biens acquis	Montant coûtée	TVA à déduire	Montant net	Montant de la prime de dépréciation
1	TERRE IMMEUBLES	0	0	0	0
	TERRES INDIVISIBLES	0	0	0	0
2	MEUBLES	0	0	0	0
3	MATERIEL	555 929 600		555 929 600	11 360 471
4	MATERIEL DE TRANSPORT	2 433 743 100		2 433 743 100	509 837 154
5	MATERIEL DE TRANSPORT	24 891 422		24 891 422	4 976 354
6	INSTRUMENTS DE TRAVAIL	50 332 500		50 332 500	10 570 827
7	MONTANT TOTAL	0		0	0
8	TRAVAIL EN COURS	173 458 110		173 458 110	20 019 617
9	TRAVAIL EN COURS	3 741 345 100		3 741 345 100	0
TOTAL.....		7 025 265 140		7 025 265 140	746 725 662

الاستثمارات المباعة خلال السنة
 2° INVESTISSEMENTS CEDES AU COURS DE L'EXERCICE

ORDRE N°	1° Dénomination des biens vendus	Montant net coûté (1)	Montant net coûté (2)	Montant net coûté (3)	Plus ou moins de valeur net	Montant net (4-2)	Montant net (5-1)
						(4-2)	(5-1)
1	IMMEUBLES	1 646 000	1 646 000	0	31 000 470	25 297 833	0
2	MATERIEL DE TRANSPORT	27 647 000	23 119 144	5 527 856	0	0	0
3	MATERIEL DE TRANSPORT	0	0	0	0	0	0
4	MATERIEL DE TRANSPORT	52 612 100	12 612 100	0	0	0	0
5	MATERIEL DE TRANSPORT	0	0	0	0	0	0
6	MONTANT TOTAL	1 206 920	1 206 920	69 246	0	0	0
7	MONTANT TOTAL	0	0	0	0	0	0
8	MONTANT TOTAL	0	0	0	0	0	0
9	MONTANT TOTAL	12 700 000	12 550 700	149 300	0	0	0
TOTAL		14 602 820	11 626 820	5 783 637	31 033 470	25 297 833	0

الملحق رقم 16 : حقوق الاستثمارات

الوحدة : (1000) دج

2009	2008	2007	2006	2005	البيان
14 556	14 556	29 113	121 678	121 678	سندات المساهمة ENAFOR LLC
257 160	257 160	154 160	154 160	154 160	سندات المساهمة MS&IS
31850	31850	-	-	-	سندات المساهمة SWCS
6000	6000	6000	6000	6000	سندات المساهمة SOPREP
234 401	189 300	283 960	283 960	283 960	سندات المساهمة FORAOUA
2 611 600	8 791 590	3 945 680	2 930 480	1 278 806	توظيفات مالية
250 000	250 000	250 000	250 000	250 000	سندات التوظيف
275 493	308 831	325 808	50 386	506 643	إقراضات
77 432	93 734	88 048	641 137	1 222 374	تسيقات على الاستثمارات
2 074 920	1 609	1 609	1 209	1 206	كفالات مدفوعة
3 172 942	9 944 632	5 109 380	3 266 939	3 028 733	المجموع

المصدر: مصلحة المالية والمحاسبة

الملحق رقم 17 : تخصيص النتيجة

الوحدة : (1000) دج

2009	2008	2007	2006	2005	البيان
1 279 546	1 601 710	1 659 342	1 629 741	1 208 280	النتيجة الصافية
0	997 032	82 967	1 413 270	1 036 534	احتياطات قانونية
1 239 546	56 677	1 526 374	166 470	121 746	احتياطات اختيارية
40 000	40 000	50 000	50 000	60 000	أرباح موزعة

المصدر: مصلحة المالية والمحاسبة

الملحق رقم 18 : جدول حركة الديون

الوحدة : (1000) دج

السنة	رصيد بداية المدة	الانخفاض	ارتفاع	رصيد نهاية المدة
2005	3 846 593	7 021 833	12 379 127	9 203 886
2006	9 203 886	2 263 701	6 684 744	13 624 930
2007	13 624 930	267 052	897 915	14 252 792
2008	14 255 792	2 655 105	8 974 237	20 574 924
2009	20 574 924	4 310 870	1 852 628	18 216 683

المصدر: مصلحة المالية والمحاسبة

المصدر: التقرير السنوي 2008، 2009

العام	2009	2008	2007	2006	2005
النسبة	22 566 109	20 262 116	17 910 441	16 488 093	13 050 067
% 4	% 11	% 7	% 10	% 5	
% 6	% 6	% 6	% 7	% 6	
% 10	% 9	% 11	% 14	% 16	
% 18	% 20,5	% 24,5	% 27	% 31	
% 61	% 53	% 51	% 42	% 41	
2009	2008	2007	2006	2005	

الرجوع إلى الجدول رقم 19 : توزيع رقم الأعمال حسب طبيعة النشاط

الوحدة : (1000) دج