



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



أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

تخصص : مالية ومحاسبة

بعنوان:

دور البدائل التمويلية الحديثة في اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسات
الصغيرة و المتوسطة الجزائرية

دراسة حالة عينة من المؤسسات للفترة 2012-2016

من إعداد المترشحة: سلمى شيهب

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ.د/ عبد الوهاب دادن(أستاذ- جامعة ورقلة) رئيسا

أ.د/ امير عزاوي(أستاذ- جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

أ.د/ مُجَّد عجيلة.....(أستاذ - جامعة غرداية) مناقشا

د/ سمير بوختالة(أستاذ محاضر أ- جامعة ورقلة) مناقشا

د/ توفيق بن الشيخ.....(أستاذ محاضر أ- جامعة قالم) مناقشا

د/ الطاهر خامرة(أستاذ محاضر أ- جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية: 2018/2019



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



أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

تخصص : مالية ومحاسبة

بعنوان:

دور البدائل التمويلية الحديثة في اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسات
الصغيرة و المتوسطة الجزائرية

دراسة حالة عينة من المؤسسات للفترة 2012-2016

من إعداد المترشحة: سلمى شيهب

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ.د/ عبد الوهاب دادن(أستاذ- جامعة ورقلة) رئيسا

أ.د/ اعمر عزاوي(أستاذ- جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

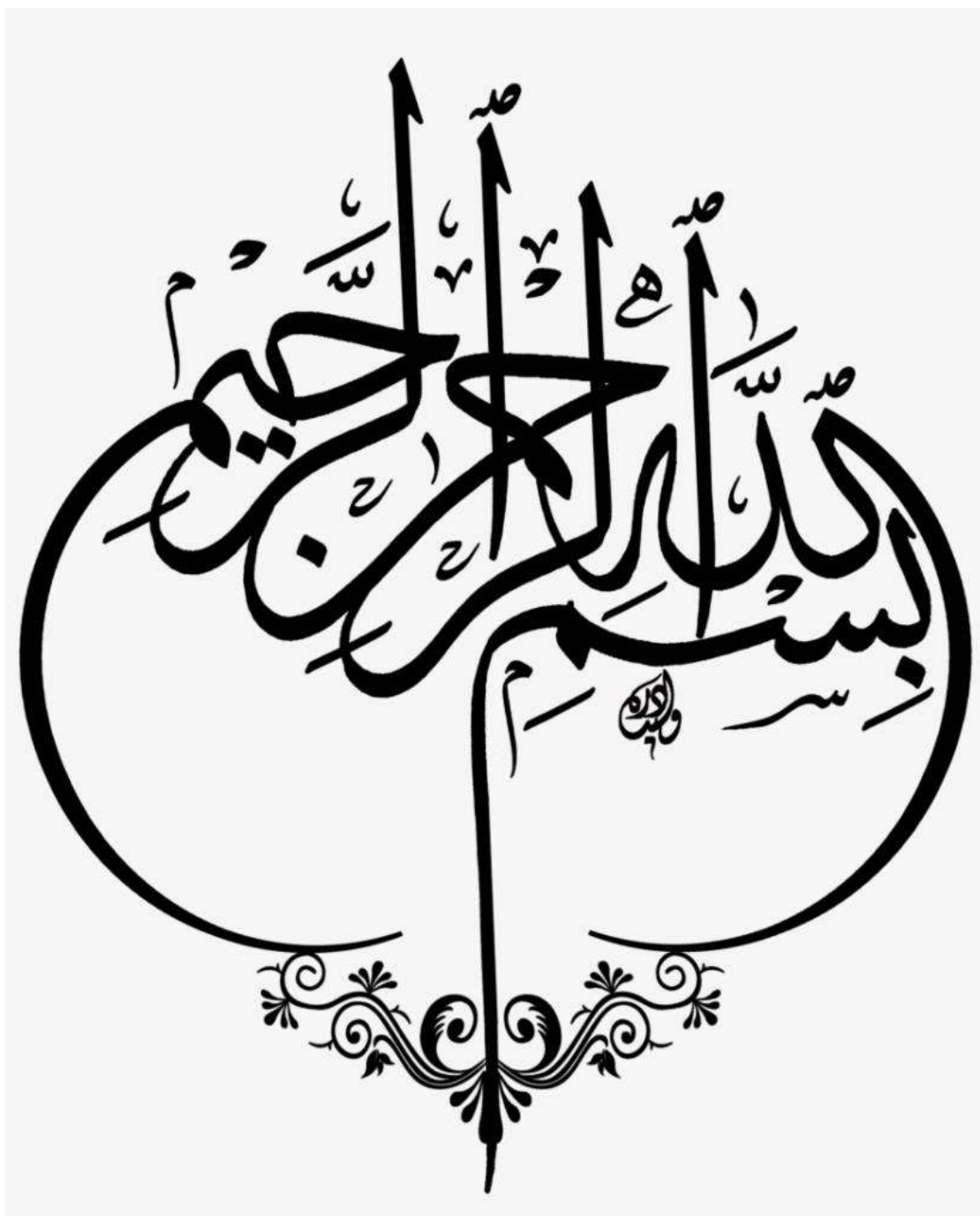
أ.د/ محمد عجيلة.....(أستاذ - جامعة غرداية) مناقشا

د/ سمير بوختالة(أستاذ محاضر أ- جامعة ورقلة) مناقشا

د/ توفيق بن الشيخ.....(أستاذ محاضر أ- جامعة قالم) مناقشا

د/ الطاهر خامرة(أستاذ محاضر أ- جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية: 2018/2019



شكر

اللهم لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك

اللهم صل وسلم على الهادي مُجَّد عليه الصلاة والسلام.

الحمد لله الذي وفقني لإنجاز هذا العمل

يشرفني أن أتقدم بخالص الشكر ووافر الامتنان للأستاذ الدكتور " عزاوي اعمر " لقبوله الإشراف

على هذه الأطروحة، وعلى عطائه القيم وعلى ما بذله من جهد جعلها الله له في ميزان حسناته.

كما أشكر رئيس لجنة المناقشة وأعضاءها على قبولهم مناقشة هذه الأطروحة وعلى ما قدموه

من ملاحظات قيمة للارتقاء بها.

أتقدم بالشكر كذلك لجميع من ساعدني في هذا العمل من أساتذة وزملاء وإطارات بالمؤسسات.

ملخص:

حاولنا من خلال هذه الدراسة التطرق إلى موضوع البدائل التمويلية الحديثة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كونها أحد محركات الأساسية للتنمية الاقتصادية وتعد إشكالية التمويل أكبر العوائق التي تواجهها ، من خلال تسليط الضوء على واقع مختلف البدائل انطلاقا من هيئات و آليات الدعم التي خصصتها الدولة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ثم البدائل الأخرى من قرض الإيجار، رأس المال المخاطر، التمويل الإسلامي، و السوق المالي، بالاعتماد على المنهج الوصفي، توصلنا إلى أنه رغم الصيغ المتنوعة التي تضمها البيئة الجزائرية إلا أنها تعد حديثة نسبيا واستفادة المؤسسات الصغيرة منها ضعيفة، وبغية التعمق أكثر في دور هذه البدائل قمنا بتوزيع استبيان على مجموعة من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، كما أجرينا دراسة للهيكل التمويلي لعينة منها.

رغم توفر البيئة الجزائرية على مختلف الأساليب التمويلية إلا أن المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تفضل الاعتماد على أموالها الخاصة و تلجأ للاقتراض البنكي كأول عنصر من عناصر التمويل الخارجي، التوجه المحدود للبدائل الأخرى يتحكم فيه عدة عوامل من بينها الطابع العائلي للمؤسسات وعدم ادراك المسيرين لدور البدائل و فعاليتها، إضافة إلى التكاليف المصاحبة لكل نوع من الأنواع.

الكلمات المفتاحية: سياسة التمويل، قرض الإيجار ، رأس المال المخاطر، هيكل التمويل.

Résumé :

Nous avons essayé, dans cette étude, de traiter la question des alternatives de financement modernes des petites et moyennes entreprises qui sont la principale force motrice du développement économique. La contrainte du financement est l'obstacle majeur qui entrave l'application de ce processus. En mettant en évidence la réalité des différentes alternatives proposées par les organismes et les mécanismes de soutien alloués par l'État aux petites et moyennes entreprises et les autres alternatives comme crédit-bail, le capital-risque, la finance islamique et le marché financier, nous avons constaté que, malgré les différentes formes rencontrées dans l'environnement algérien, ce mode de financement est relativement nouveau et que les petites entreprises n'en tirent profit que peu. Dans le but d'explicitier davantage le rôle de ces alternatives de financement, nous avons élaboré et distribué un questionnaire à un groupe de petites et moyennes entreprises et mené une étude sur la structure de financement effectuée dans un échantillon pris des PME.

Malgré la disponibilité dans l'environnement algérien des diverses méthodes de financement, les petites et moyennes entreprises préfèrent compter sur leurs propres fonds et recourir à l'emprunt bancaire en tant que premier élément du financement extérieur. Le recours limité aux autres alternatives est régi par plusieurs facteurs, notamment le caractère familial des institutions, l'ignorance des gestionnaires du rôle des alternatives et de leur efficacité et les coûts associés à ce genre d'opération.

Mots clés : Politique de financement, crédit-bail, capital-risque, structure financière.

الصفحة	العنوان
	شكر
	إهداء
III	ملخص
V	قائمة المحتويات
IX	قائمة الجداول
V	قائمة الأشكال
V	قائمة الاختصارات
أ- v	مقدمة
الفصل الأول: الإطار العام لتمويل المؤسسات	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مدخل لتمويل المؤسسات الاقتصادية
3	المطلب الأول: دورة حياة المؤسسة الاقتصادية ومراحل تمويلها
3	1- المراحل التمويلية لدورة حياة المؤسسات الاقتصادية:
5	2- خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
8	المطلب الثاني: سياسة تمويل المؤسسات
8	1- الاحتياجات التمويلية للمؤسسات
9	2- العوامل المحددة لاختيار مصدر التمويل المناسب
11	المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسات
11	المطلب الأول: المصادر التقليدية للتمويل
11	1- التمويل الذاتي:
12	2- التمويل غير الرسمي:
12	3- التمويل البنكي:
14	المطلب الثاني: البدائل التمويلية الحديثة

14	1- التمويل عن طريق السوق المالية
18	2- التمويل عن طريق رأس مال المخاطر
22	3 - التمويل عن طريق التأجير التمويلي
26	4- التمويل الإسلامي
31	المبحث الثالث: المداخل المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسات
32	المطلب الأول: النظريات الكلاسيكية للهيكل التمويلي
33	المطلب الثاني: النظرية الحديثة للهيكل التمويلي
37	المطلب الثالث: النظريات الحديثة للهيكل التمويلي المتوافقة وخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
42	خلاصة:
الفصل الثاني: الدراسات السابقة لتمويل المؤسسات	
44	تمهيد
45	المبحث الأول: عرض وتقييم الدراسات المحلية
36	المطلب الأول: عرض الدراسات
51	المطلب الثاني: مناقشة الدراسات المحلية
52	المبحث الثاني: عرض وتقييم الدراسات الأجنبية
52	المطلب الأول: عرض الدراسات الأجنبية
57	المطلب الثاني: مناقشة الدراسات الأجنبية
58	المبحث الثالث: الدراسات التجريبية حول الهيكل التمويلي
58	المطلب الأول: عرض ومناقشة الدراسات
63	المطلب الثاني: ملخص محددات الهيكل التمويلي
67	خلاصة
الفصل الثالث دور البدائل التمويلية في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية	
69	تمهيد

70	المبحث الأول: هياكل دعم و مرافقة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
70	المطلب الأول: هيئات الدعم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
70	1- الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر ANGEM
74	2- الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ
77	3- الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI
78	4- الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة CNAC
80	المطلب الثاني: هيئات ضمان التمويل للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة
80	1- صندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة و المتوسطة FGAR
81	2- صندوق ضمان قروض الاستثمار للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة CGCI
83	المبحث الثاني: واقع البدائل التمويلية في الجزائر
83	المطلب الأول: واقع السوق المالية الجزائرية
85	1- نشاط بورصة الجزائر
86	2- معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر
87	المطلب الثاني: واقع رأس المال المخاطر في الجزائر
87	1- الإطار القانوني لرأس المال المخاطر
88	2- شركات رأس المال المخاطر في الجزائر:
90	3- المعوقات التي تواجه نشاط رأس مال المخاطر في الجزائر
91	المطلب الثالث: قرض الإيجار
91	1- الطلب على قرض الإيجار في الجزائر:
92	2- عرض قرض الإيجار في الجزائر :
95	3- المعوقات التي تواجه قرض الإيجار في الجزائر
96	المطلب الرابع : التمويل الإسلامي
96	1- بنك البركة الجزائري: Banque Al Baraka d'Algérie
97	2- مصرف السلام-الجزائر: Al Salam Bank-Algeria

98	3- المعوقات التي تواجه التمويل الإسلامي
99	المبحث الثالث: تحليل نتائج الاستبيان الموجهة لمسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
99	المطلب الأول: التعريف بعينة الدراسة والأداة المستخدمة
100	المطلب الثاني: تحليل نتائج الاستبيان
120	خلاصة
الفصل الرابع دراسة الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية	
122	تمهيد
123	المبحث الأول: طريقة اجراء الدراسة
123	المطلب الأول: التعريف بعينة الدراسة والنموذج المستخدم
129	المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة
132	المبحث الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها
134	المطلب الأول: تقدير النموذج
137	المطلب الثاني: نتائج المفاضلة بين النماذج
141	خلاصة
142	خاتمة
146	قائمة المراجع
	الملاحق

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
6	تصنيف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة حسب المشرع الجزائري	جدول رقم(1-1)
41	مداخل ونظريات الهيكل التمويلي	جدول رقم(2-1)
64	ملخص متغيرات ونتائج الدراسات السابقة لمحددات الهيكل التمويلي	الجدول رقم(1-2)
72	صيغ التمويل في الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر	الجدول رقم(1-3)
73	حصيلة لنشاط الوكالة إلى غاية مارس 2018	الجدول رقم (2-3)
74	الخدمات غير المالية المقدمة من طرف الوكالة إلى غاية مارس 2018	الجدول رقم (3-3)
75	صيغ التمويل المقدمة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب	الجدول رقم(4-3)
76	المشاريع الممولة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ حسب القطاع للفترة (2010-2016)	الجدول رقم(3-5)
78	المشاريع الاستثمارية المسجلة على مستوى الوكالة للفترة (2010-2017)	الجدول رقم (3-6)
80	حصيلة النشاط السنوي للصندوق الوطني للتأمين عن البطالة إلى غاية 2017	الجدول رقم(3-7)
81	تقسيم المشاريع المضمونة حسب القطاع إلى غاية 2017	الجدول رقم (3-8)
82	حصيلة النشاط السنوي لصندوق ضمان قروض الاستثمار للم.ص.م إلى غاية 2017	الجدول رقم(3-9)
82	الضمانات الممنوحة من طرف صندوق ضمان قروض الم.ص.م حسب قطاع النشاط	الجدول رقم (3-10)
85	حصيلة النشاط السنوي للقيم المتداولة في السوق الرسمية للفترة (2016-2018)	الجدول رقم (3-11)
89	المساهمة في رأس المال الممنوحة من طرف sofinance	الجدول رقم(3-12)
92	البنوك المانحة لقرض الايجار في الجزائر	الجدول رقم (3-13)
93	المؤسسات المالية المانحة لقرض الايجار في الجزائر	الجدول رقم (3-14)
94	تطور سوق قرض الإيجار في الجزائر للفترة 2011-2016	الجدول رقم (3-15)
97	تمويلات الاستثمار الممنوحة من طرف بنك البركة للفترة (2013-2014)	الجدول رقم (3-16)
98	التمويلات الممنوحة من طرف بنك البركة للفترة (2011-2017)	الجدول رقم (3-17)
132	متغيرات الدراسة	الجدول رقم (4-1)
132	الخصائص الوصفية للعينة	الجدول رقم (4-2)
134	نتائج اختبار جذر الوحدة (Panel unit root test)	الجدول رقم (4-3)
136	معلومات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة	الجدول رقم (4-4)
137	نتائج مضاعف لاغرانج	الجدول رقم (4-5)
138	نتائج اختبار Hausman	الجدول رقم (4-6)

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
5	الهيكل التمويلي ودورة حياة المؤسسة	الشكل رقم (1-1)
16	يوضح تقسيمات الأسواق المالية	الشكل رقم (2-1)
20	أنواع التمويل عن طريق رأس المال المخاطر	الشكل رقم (3-1)
77	المشاريع الممولة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ حسب القطاع	الشكل رقم (1-3)
86	التسعيرة الرسمية لبورصة القيم	الشكل رقم (2-3)
95	تطور نشاط قرض الإيجار في الجزائر للفترة 2011-2016	الشكل رقم (3-3)
100	توزيع أفراد العينة حسب نوع و جنس المسير	الشكل رقم (4-3)
101	توزيع أفراد العينة حسب سن المسير	الشكل رقم (5-3)
102	توزيع أفراد العينة حسب المؤهل العلمي	الشكل رقم (6-3)
102	توزيع أفراد العينة حسب الخبرة	الشكل رقم (7-3)
103	توزيع مؤسسات العينة حسب القطاع	الشكل رقم (8-3)
104	مؤسسات العينة حسب الشكل القانوني	الشكل رقم (9-3)
104	مؤسسات العينة حسب العمر	الشكل رقم (10-3)
105	توزيع مؤسسات العينة حسب مدة مزاوله النشاط	الشكل رقم (11-3)
106	الاطار الذي تم من خلاله انشاء المؤسسة	الشكل رقم (12-3)
106	مصادر التمويل المتاحة لمؤسستكم	الشكل رقم (13-3)
107	نوع التمويل الخارجي الذي تفضله مؤسستكم	الشكل رقم (14-3)
107	أسباب عدم البحث عن تمويل خارجي	الشكل رقم (15-3)
108	مدى تلبية المصادر الداخلية الحالية للاحتياجات التمويلية	الشكل رقم (16-3)
108	صعوبة الحصول على تمويل بنكي (قرض)	الشكل رقم (17-3)
109	صعوبة في الحصول على تمويل بديل	الشكل رقم (18-3)
110	التقدم بطلب قرض بنكي	الشكل رقم (19-3)
110	الضمانات التي طلبها البنك	الشكل رقم (20-3)
111	تفسير البنك في حالة رفض طلب القرض	الشكل رقم (21-3)
111	رد فعل المؤسسة في حالة ما تم رفض الطلب	الشكل رقم (22-3)
112	تعرفت مؤسستكم على قرض الإيجار من خلال	الشكل رقم (23-3)
113	نوع قرض الإيجار الذي توجهت له مؤسستكم	الشكل رقم (24-3)
113	أسباب اللجوء للتمويل بقرض الإيجار	الشكل رقم (25-3)
114	الغاية من اللجوء للتمويل بقرض الإيجار	الشكل رقم (26-3)
114	المزايا التي حفزتكم على التمول بقرض الإيجار	الشكل رقم (27-3)
115	قرض الإيجار بالنسبة للمسيرين	الشكل رقم (28-3)

قائمة الأشكال البيانية

115	طرق التعرف على رأس مال المخاطر	الشكل رقم (3-29)
116	سبب توجه المؤسسة للتمويل برأس مال مخاطر	الشكل رقم (3-30)
117	مرحلة الاعتماد على رأس المال المخاطر	الشكل رقم (3-31)
177	صيغة التمويل الإسلامي التي تم اللجوء إليها	الشكل رقم (3-32)
118	أسباب التوجه للتمويل الإسلامي	الشكل رقم (3-33)
118	إدراج المؤسسات في البورصة	الشكل رقم (3-34)
119	دوافع وتوقعات المسيرين حول الإدراج/ عدم الإدراج في البورصة	الشكل رقم (3-35)

قائمة الاختصارات

قائمة الاختصارات		
PME	Petits et Moyennes Entreprises	مؤسسات صغيرة و متوسطة
SME	Small and Medium Enterprises	
TOT	trade off theory la théorie des compromis	نظرية التوازن
POT	Pecking Order Theory	نظرية التمويل التدريجي
GMM	generalized method of moments Moindre Carrés Généralisés	طريقة اللحظة المعممة
MCO	Moindre Carrés Ordinaire	طريقة المربعات الصغرى
EVCA	l'European Venture Capital Association	جمعية رأس المال المخاطر الأوروبية
ANGEM	Agence Nationale de gestion du Micro-crédit	الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر
ANSEJ	Agence nationale de soutien à l'emploi des jeunes	الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب
ANDI	Agence Nationale de Développement de l'Investissement	الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار
CNAC	caisse nationale d'assurance chômage	الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة
FGAR	Fonds de Garantie des Crédits Aux Pme	صندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
CGCI	caisse de garantie du crédit d'investissement	صندوق ضمان قروض الاستثمار للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة
PRM	Pooled Regression Model	نموذج الانحدار التجميعي
FEM	Fixed Effects Model	نموذج التأثيرات الثابتة
REM	Random Effects Model	نموذج التأثيرات العشوائية

مقدمة

تعد المؤسسة الاقتصادية الهيكل القائم والمحرك الأساسي لكل نشاط اقتصادي باعتبارها النواة الأساسية فيه، تعمل في ظل اقتصاد عالمي يتميز بالتقنية العالية والتكنولوجية المتطورة واتساع دائرة المنافسة وعدم اليقين الاقتصادي، كما أنها تمثل الأداة في إحداث تنمية وتقدم أي اقتصاد كان. ولقد شهد الاقتصاد الجزائري عدة تحولات، مست بالدرجة الأولى المؤسسة الاقتصادية من بينها: التطهير المالي، استقلالية المؤسسة والتحول نحو اقتصاد السوق، الخصوصية... إلخ، نتج عنها زيادة في عدد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وتشجيع للقطاع الخاص، كما اهتمت الدولة بها عن طريق وضع القوانين والتشريعات لتسهيل نشاطها وكذا دعمها من خلال مختلف السياسات.

إذ تشهد المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل الانفتاح الاقتصادي تطورات سريعة ومستمرة من مختلف الجوانب، مسيرة هذه التطورات أدت إلى تنوع أنشطتها واتساع مجالاتها مما يجعل القائمين عليها أو المسيرين أمام وضعية اتخاذ قرارات هامة في أوقات قصيرة بما يخدم سياسة المؤسسة ويحقق أهدافها، ومن أهم القرارات وأكثرها حساسية لمختلف العوامل "التمويل" كونه يرتبط بباقي القرارات كالأستثمار وتوزيع الأرباح.

ونظرا للتحديات التي تواجهها المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من أجل البقاء على قيد الحياة كضرورة انعاش الأستثمارات للمحافظة على سيرورة نشاطها مع تحمل أقل تكاليف ممكنة، ومواكبة التطور التكنولوجي، رغبتها في التوسع وغيرها، وتعدد احتياجاتها باختلاف مراحل تطورها يكون على المسير المالي الحرص على اختيار الهيكل التمويلي المناسب بما يلي احتياجات المؤسسة ويخدم أهدافها خاصة وأنه في معظم الحالات يكون التمويل الذاتي غير كاف لتلبية مختلف الاحتياجات المتزايدة، فتلجأ المؤسسات للاستدانة لكن غالبا ما يقابلها تكلفة تظهر بصفة مستمرة في قوائمها المالية. ما يدفعها للبحث عن مصادر تمويلية أخرى حسب طبيعة الأنشطة وحجم المؤسسات، وحسب ما يوفره التمويل من مزايا.

وبين اعتماد المؤسسات الاقتصادية على أموالها الخاصة ومختلف البدائل التمويلية، سنحاول من خلال هذه الدراسة تشخيص إشكالية الصعوبات التي تواجهها المؤسسات في الحصول على المصدر التمويلي المناسب لتشكيل الهيكل التمويلي الملائم لاحتياجاتها و دعم استمرارية نشاطها في ظل البدائل المتاحة ، خاصة وأن البيئة الجزائرية تتوفر على منظومة مصرفية مالية تضم تشكيلة متنوعة من البنوك العامة و المتخصصة قُدر عددها

بعشرين بنكا و عشر هيئات مالية وبورصة للقيم المنقولة، تعمل على تقديم تشكيلة متنوعة من المصادر التمويلية نختصر بعضها في:

القروض البنكية على اختلاف مداها ، قرض الإيجار الذي تمنحه بعض البنوك كأحد منتجاتها و تقدمه مؤسسات أخرى متخصصة، التمويل برأس مال المخاطر و التمويل الإسلامي ، إضافة إلى مختلف سبل الدعم الحكومي التي وجهتها الدولة للنهوض بقطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

وتعد عملية اتخاذ القرار التمويلي من أصعب القرارات التي تواجه الإدارة المالية للمؤسسات، فاختيار المزيج المناسب لتلبية الاحتياجات التمويلية بالاعتماد على المصادر المملوكة أو المقترضة أو المزج بينهما تحكمه مجموعة من العوامل الواجب مراعاتها للمفاضلة بين المصادر وتحديد أيها يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة، ومن هذا المنطلق فإن إشكالية دراستنا تتمحور في:

فيم تتمثل البدائل التمويلية الحديثة ودورها في اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية؟

وتندرج تحت هذا التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- ما مدى توجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للبدائل التمويلية لمواجهة الصعوبات التمويلية؟
- ما هو دور البدائل الحديثة في حل إشكالية تمويل المؤسسات؟ وما هو واقع و أفاق ممارسة هذه التقنيات في الجزائر؟

- ما مدى فعالية الهيئات المستحدثة من طرف الحكومة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ؟
- ما مدى قدرة المتغيرات المستخدمة في النموذج على تفسير الهيكل التمويلي للمؤسسات؟

وعلى ضوء التساؤل الرئيسي والأسئلة الفرعية يمكن تحديد الفرضيات التالية:

- تفضل المؤسسات للاعتماد على الاقتراض بشكل كبير لتلبية احتياجاتها التمويلية.
- تعتبر البدائل الحديثة المتاحة في السوق الجزائرية فرصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتجاوز الصعوبات التمويلية؟

- آليات الدعم والتمويل الموجهة لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تساهم في إنشائها و ترقيتها؛
- للمتغيرات المستخدمة في النموذج القدرة على تفسير الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أسباب اختيار الموضوع :

- من خلال الإشكالية المطروحة والفرضيات المقترحة، نذكر من بين الأسباب التي دفعتنا لاختيار الموضوع:
- الاهتمام المتزايد للباحثين بموضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كونها إحدى الركائز المهمة في تنمية اقتصاد الدولة خاصة في ظل الانتقال إلى اقتصاد السوق؛
 - الرغبة في البحث في الصعوبات التمويلية التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة رغم الجهود المبذولة من طرف الدولة وتسييل الضوء على مختلف الآليات والتقنيات الحديثة المتاحة.

أهداف الدراسة: تتمثل في:

- تسييل الضوء على واقع مختلف البدائل التمويلية الحديثة في الجزائر ؛
- محاولة التعرف على أهم المحددات المساهمة في تفسير اختيار المؤسسات لهيكلها التمويلي.

أهمية الدراسة:

تنبع أهمية الدراسة من أهمية موضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والعمل على فتح المجال للتعريف بمختلف أساليب التمويل ونشر ثقافة التنوع في استخدام البدائل التمويلية الحديثة.

تهدف من خلال هذه الدراسة إلى تسييل الضوء على السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية وتوجهاتها نحو الاقتراض البنكي والبدائل التمويلية لتلبية احتياجاتها خاصة في ظل غياب تنظيم محكم من قبل السلطات لنشاط السوق المالي وصعوبة الدخول إليه.

حدود الدراسة:

مكانيا اهتمنا في هذه الدراسة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ومختلف الهيئات المانحة للتمويل في البيئة الجزائرية، أما الحدود الزمانية فتتمثل في مجال مفتوح منذ صدور النصوص التشريعية المنظمة لنشاط مختلف

الهيئات التمويلية وامتداد هذه الحدود يتوقف على مدى توفر المعلومات و الإحصاءات المرتبطة بها، إضافة إلى ما توفر لنا من معلومات مالية حول المؤسسات عينة الدراسة خلال الفترة 2012-2016.

منهج الدراسة:

تم الاعتماد على المنهج الوصفي بغية الإحاطة بمختلف جوانب موضوع الدراسة والإجابة على الإشكالية المطروحة، كونه الأكثر ملاءمة لطبيعة الموضوع. إضافة إلى المنهج التجريبي استنادا إلى دراسة الحالة من أجل دراسة واقع تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية بناء على الدراسة الميدانية واعتمادا على الإحصائيات والمعلومات المحصل عليها من مختلف الهيئات من خلال الفصلين الثالث والرابع.

صعوبات الدراسة: نذكر من بين الصعوبات التي واجهتنا أثناء إعداد الدراسة ما يلي:

- صعوبة الوصول إلى المؤسسات حيث أنهم يغيرون مقراتهم دون إعلام الجهات المعنية، إضافة إلى رفض أصحاب المؤسسات الإجابة عن الاستبيان؛
- صعوبة الحصول على المعلومات من المؤسسات و من مختلف الهيئات المالية بحجة السر المهني؛
- عدم شفافية القوائم المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة محل الدراسة.

هيكل الدراسة:

من أجل دراسة إشكالية البحث ارتأينا تقسيم البحث إلى أربعة فصول كالتالي:

تناولنا في الفصل الأول الإطار النظري للمؤسسات الاقتصادية وخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إضافة إلى ما يتعلق بتمويلها من الصعوبات التي تواجهها والأساليب التمويلية الممكنة لمواجهة الصعوبات ودعم استمراريتها.

خصصنا الفصل الثاني لعرض وتقييم الدراسات السابقة التي تناولت موضوع تمويل المؤسسات على المستويين المحلي و الدولي، حيث قمنا بعرض الدراسات التي لها علاقة بمتغيرات الدراسة ومناقشتها ، وإظهار أهم أوجه التشابه و الاختلاف بينها وبين الدراسة الحالية وتبيان ما يميز الدراسة الحالية عنها.

أما الفصل الثالث سلطنا من خلاله الضوء على واقع تمويل المؤسسات في الجزائر فقسمناه إلى ثلاثة مباحث تطرقنا في المبحث الأول إلى هيئات الدعم و المرافقة التي خصصتها الدولة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وواقع نشاطها، والمبحث الثاني عرضنا من خلاله واقع البدائل التمويلية في الجزائر أما المبحث الثالث خصصناه لدراسة تحليل نتائج الاستبيان الموجه لمسيري المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

وخصصنا الفصل الرابع لإجراء دراسة للهيكال التمويلي لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية للفترة 2012-2016 ، حيث تناولنا بعض الدراسات التجريبية حول الهيكال التمويلي بغية البحث في أهم محدداته ، ومن ثم التطبيق على عينة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية.

الفصل الأول:

الإطار العام لتمويل

المؤسسات

تمهيد

تعتبر المؤسسات الاقتصادية النواة الأساسية للنشاط الاقتصادي في أي دولة لما لها من دور فعال في دفع عجلة التنمية خاصة الصغيرة والمتوسطة منها، لكنها تواجه مجموعة من العقبات التي تحول دون استمراريتها وتحقيق الأهداف المرجوة منها، إذ تعتبر المشكلة الأساسية التي تواجه المؤسسات هي الحصول على المزيج التمويلي المناسب لتلبية احتياجاتها المتزايدة لذلك يتوجب على القائمين عليها البحث في مختلف مصادر التمويل وخصائص كل منها بغية الاستفادة منها بالشكل المناسب، خاصة في ظل ما يشهده التمويل من تطورات وابتكار أدوات تمويلية متعددة تتماشى مع مختلف احتياجات المؤسسات، سنحاول من خلال هذا الفصل الإلمام بمختلف الجوانب النظرية لموضوع تمويل المؤسسات.

المبحث الأول: مدخل لتمويل المؤسسات الاقتصادية

يعتبر التمويل وظيفة أساسية في المؤسسة تُعنى بتوفير الموارد المالية اللازمة لتلبية مختلف الاحتياجات المرتبطة بنشاط المؤسسة الاستثماري والاستغلالي في مختلف مراحل حياتها، سنحاول من خلال هذا المبحث دراسة الاطار النظري لمختلف التقنيات التمويلية و مميزاتهما.

المطلب الأول: دورة حياة المؤسسة الاقتصادية ومراحل تمويلها

1- المراحل التمويلية لدورة حياة المؤسسات الاقتصادية:

عرفت المؤسسة الاقتصادية عدة تعاريف باختلاف الإيديولوجيات والمذاهب الاقتصادية نذكر من بينها :

"أنها تنظيم اقتصادي مستقل يتكون من وسائل بشرية و مادية تمزج فيما بينها من أجل إنتاج سلع وخدمات موجهة للبيع"¹،

"تنظيم إنتاجي معين ، الهدف منه إيجاد قيمة سوقية معينة خلال الجمع بين عوامل إنتاجية معينة ثم تتولى بيعها في السوق لتحقيق الربح المتحصل من الفرق بين الإيراد الكلي الناتج من ضرب سعر السلعة في الكمية المباعة منه وتكاليف الإنتاج"²،

فهي كل تنظيم اقتصادي مستقل ماليا في إطار قانوني واجتماعي معين، هدفه دمج عوامل الإنتاج من أجل الإنتاج أو تبادل السلع أو الخدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين بغرض تحقيق نتيجة ملائمة، وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني والزمني الذي يوجد فيه وطبقا لحجم ونوع نشاطه³.

فالمؤسسة نظام مفتوح تؤثر وتتأثر بالمحيط الخارجي لها شخصية قانونية مستقلة، تسعى إلى تحقيق أهداف معينة وتكون قادرة على البقاء بما يكفل لها تمويل كاف وظروف سياسية مواتية وعمالة كافية ، وقادرة على تكييف نفسها مع الظروف المتغيرة.

¹ . الياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي، الادارة المالية"، دار وائل للنشر، الأردن، ط2، 2011، ص 20.

² . عمر صخري، "اقتصاد المؤسسة" ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، ط2، 1993، ص 24.

³ . ناصر داداي عدون، "اقتصاد المؤسسة" ، دار الحمديّة ، الجزائر، ط2 ، ص 10.

دورة حياة المؤسسة: تمر المؤسسة منذ نشأتها بعدة مراحل تتمثل في¹:

مرحلة الإعداد والتصميم: هي المرحلة التأسيسية للمؤسسة التي تتم فيها كل العمليات المتعلقة بالإنشاء وتتميز هذه المرحلة بتحمل المسؤولين لمصاريف الإنشاء والإعداد على مستوى المؤسسة ذاتها أو على المؤسسة المنتج المراد إنتاجه.

مرحلة الانطلاق: يدخل المنتج أو المشروع الجديد (السوق) لأول مرة، وبعد ذلك تنمو مبيعات المنتج أو المشروع ببطء²، يكون نشاط المؤسسة في بدايته ويعرف نموا معتدلا وغير مستقر للمبيعات أما النتائج فتكون في أغلب الأحيان سالبة، أهم ما يميز هذه المرحلة ارتفاع التكاليف مقارنة برقم الأعمال وهو ما يظهر من خلال المردودية السالبة التي لا تسمح بالاعتماد على الموارد الداخلية كمصدر تمويل أساسي ما يؤدي للجوء إلى الموارد الخارجية.³

مرحلة النمو: وفيها يمكن ملاحظة النمو السريع في حجم الإنتاج و المبيعات وتحسن في النتائج و المردودية، كما تتزايد احتياجات تمويل الاستثمارات وتنامي قدرة المؤسسة على مواجهة هذه الاحتياجات، القدرة المالية على التمويل الذاتي، يمكن للمؤسسة خلال هذه المرحلة الاعتماد على الاستدانة لمسايرة النمو.

مرحلة النضج: يميل معدل النمو في هذه المرحلة نحو الاستقرار والتباطؤ إثر تشبع السوق بالمنتج و تركز أهداف المؤسسة على الحفاظ على الوضع القائم أطول فترة ممكنة إضافة إلى أن مستوى الإنتاج و المبيعات يساهم في تدنية التكاليف وارتفاع مستوى التمويل الذاتي.

فترة التدهور (التقادم): هنا يواجه المنتج منافسة من منتجات بديلة وتقدم في إدارة المؤسسة وفي المستوى الفني الذي تعمل به، وكذلك التشبع في الطلب على منتجاتها،⁴ تعرف انخفاضا كبيرا في رقم الأعمال والفقدان التدريجي للحصص السوقية.

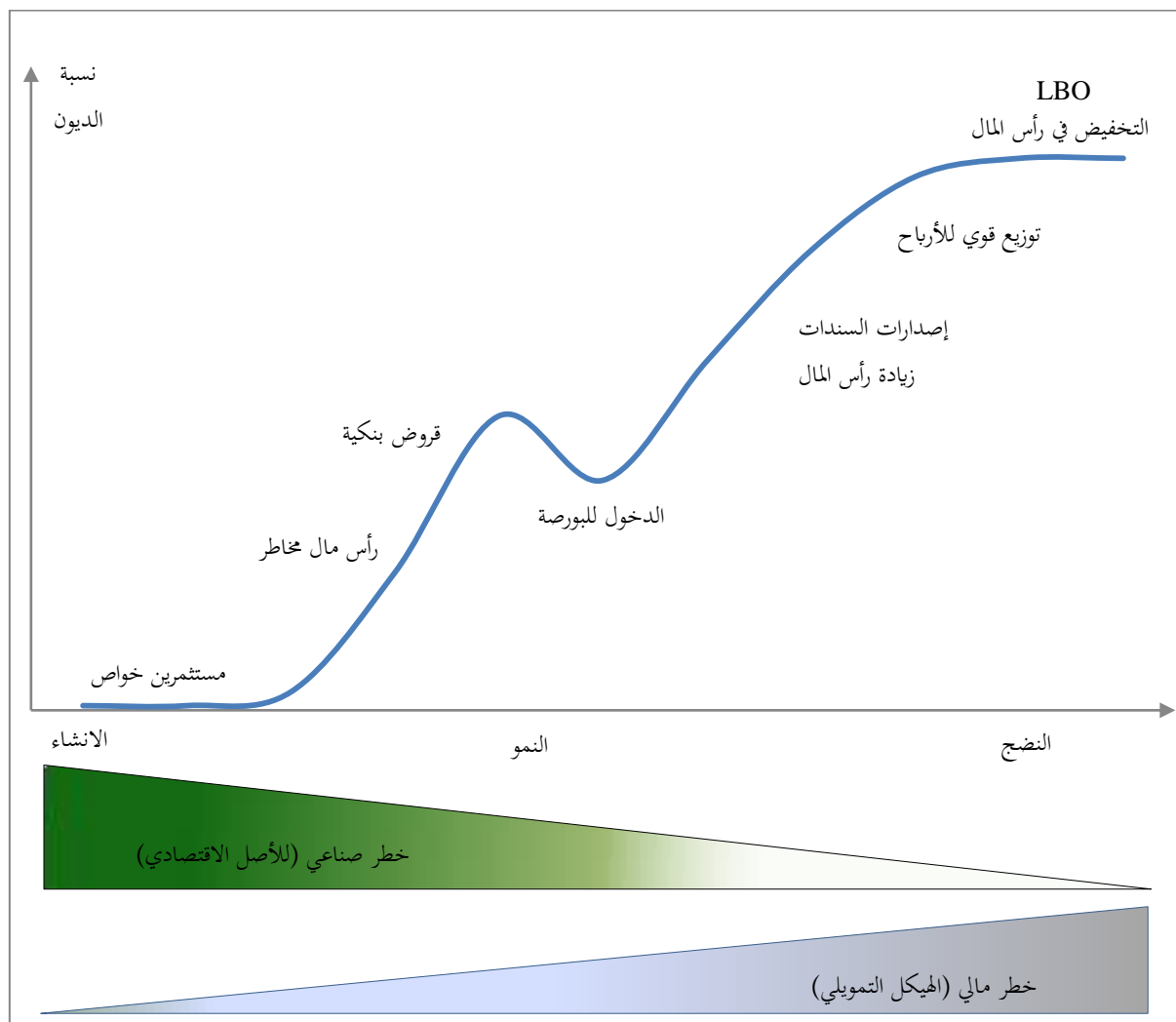
¹ . الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص73.

² . محمود أمين عزت الميداني، " الإدارة التمويلية في الشركات"، مكتبة العبيكان، الرياض، ط2، 1999، ص201.

³ . الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص73.

⁴ . محمود أمين عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص 201.

الشكل رقم (1-1): الهيكل التمويلي ودورة حياة المؤسسة



Source : Pierre Vernimmen, " Finance D'Entreprise", 13^{ème} Edition, Dalloz, Paris,2015, p804.

2- خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعددت التعاريف الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة باختلاف المعيار المعتمد في تصنيفها تجدر الإشارة إلى أن أول تعريف لها وضع من طرف الكونفدرالية الشاملة سنة 1945 حيث عرفت بأنها تلك المؤسسات التي تكون فيها الإدارة مخولة لمسيرها شخصيا ويزاولون المسؤولية المالية والتقنية مهما تكن صفتها القانونية¹ ومن بين المعايير المعتمدة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نجد معياري العمالة و رأس المال وهما الأكثر انتشارا في أغلب الدول، ويمكن الاعتماد على أكثر من معيار معا.

¹ . Robert Wtterwulghé, "La P.M.E une entreprise humaine", Boeck, Bruxelles, Belgique, 1998, p15.

أما في الجزائر فتعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وفق القانون 17-02 الذي يهدف إلى تحديد تدابير الدعم و الآليات المخصصة لها فيما يتعلق بالإنشاء والإنماء و الديمومة، بأنها: " مهما كانت طبيعتها القانونية مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات، تشغل من 1 إلى 250 شخصا، لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 4 ملايين دينار جزائري أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية مليار دينار جزائري، تستوفي معايير الاستقلالية*¹، تعرف المؤسسة المتوسطة، بأنها كل مؤسسة تشغل ما بين 50 إلى 250 شخصا، ورقم أعمالها ما بين 400 مليون دج و 4 ملايين دج ، أو مجمع حصيلتها السنوية ما بين 200 مليون دج و مليار دج²، وعرف المؤسسة الصغيرة بأنها التي تشغل ما بين 10 إلى 49 شخص، ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 400 مليون دج، أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية 200 مليون دج³، بينما المؤسسة الصغيرة جدا (المصغرة) فعرّفها على أنّها المؤسسة التي تشغل من عامل إلى 9 عمال وتحقق رقم أعمال سنوي أقل من 40 مليون دج، ولا يتجاوز إجمالي أصول ميزانيتها السنوية 20 مليون دينار جزائري⁴."

تجدر الإشارة إلى أنه تم مضاعفة القيم فيما يتعلق برقم الأعمال و مجموع الميزانية مقارنة بما كانت عليه في القانون رقم 01-18 التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الصادر ديسمبر 2001 ، والغرض من ذلك تحسين بيئة الم.ص.م ، تشجيع إنشائها، الحفاظ على ديمومتها وتحسين تنافسيتها و قدراتها في مجال التصدير. وفيما يلي جدول يوضح تصنيفات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب المشرع الجزائري

الجدول رقم(1-1): تصنيف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة حسب المشرع الجزائري

الصف	عدد الأشخاص	رقم الأعمال	أو مجموع الميزانية السنوي
مؤسسة مصغرة	1-9	أقل من 40 مليون دج	أقل من 20 مليون دج
مؤسسة صغيرة	10-49	أقل من 400 مليون دج	أقل من 200 مليون دج
مؤسسة متوسطة	50-250	من 400 مليون دج إلى 4 ملايين دج	من 200 مليون دج إلى مليار دج

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على ما جاء في القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سبق ذكره.

* المؤسسة المستقلة هي كل مؤسسة لا يمتلك رأسمالها بمقدار 25% فما أكثر من قبل مؤسسة أو مجموعة مؤسسات أخرى، بمعنى الحد الأقصى لمساهمة الغير بها.

¹ . المادة 5، القانون 17-02 القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المؤرخ في 10 يناير 2017، الجريدة الرسمية رقم 54 الصادرة في 11 يناير 2017، العدد

2، ص5.

² . المادة 8، نفس القانون، ص6.

³ . المادة 9، نفس القانون، ص6.

⁴ . المادة 10، نفس القانون، ص6.

خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:¹

- سهولة التأسيس: ترجع سهولة تأسيس المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، إلى الانخفاض النسبي لقيمة رأس المال اللازم لإنشائها. كما تتميز بسهولة إجراءات التأسيس و انخفاض التكاليف المتعلقة بها، مقارنة بالمؤسسات الكبيرة.

- الاستقلالية في الإدارة: في غالب الأحيان يكون مالك المؤسسة الصغيرة و المتوسطة هو المسير، ما يؤدي إلى تركيز القرارات عنده، وهذا ما يسهل قيادة المؤسسة. لكن عادة ما نجد هذا النوع من المسيرين (مالك و مسير) متعود على القيام بمختلف الوظائف بمفرده، فمثلا قد نجده هو من يتفاوض مع الزبائن و الموردين و يقوم بالإجراءات الإدارية و المصرفية و قد يشرف بنفسه على تصليح العتاد... الخ، كل هذه الأعمال قد تثنيه عن معالجة بعض الأمور المهمة في المؤسسة.

في هذه الحالة فإن قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها و نجاحها يتوقفان على قدرة هذا الشخص في التحكم وإدارة أعمال المؤسسة.

- بساطة التنظيم: كلما كان حجم المؤسسة أصغر قلت معه المستويات التنظيمية و نقصت المسافة بينها، ففي الغالب يكون المسير في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة قريبا من العمال و هذا لتقاسمه معهم نفس مكان و ظروف العمل، و هذا الاتصال المباشر بالعمال يسمح للمسير بتقدير نقاط قوة و ضعف كل عامل و يمكنه كذلك من توجيه جهودهم نحو تحقيق أهداف المؤسسة.

- نظام معلومات يتميز بقلّة التعقيد: تتميز أنظمة المعلومات في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بالبساطة و قلة التعقيد، فعادة ما يعتمد المسؤولون على قنوات اتصال غير رسمية يستعمل فيها الاتصال المباشر، عكس المؤسسات الكبيرة التي تعتمد على آليات معقدة و قنوات اتصال مهيكلّة. وكذلك بالنسبة لنظام المعلومات الخارجي فهو بدوره يتميز بالبساطة فمثلا نجد أن صاحب المؤسسة أو المسير لديه اتصال مباشر مع جميع الزبائن و الموردين.

¹ . خالد رجم وآخرون، "تقييم برامج دعم المشاريع المقاولاتية للوكالة الجهوية لتسيير القرض المصغر ولاية ورقلة للفترة 2005-2014"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 06، جوان 2017، ص ص 74-75.

- قصر فترة الاسترداد: وهي الفترة اللازمة لاسترداد تكاليف استثمار المشروع، فالمؤسسة الصغيرة والمتوسطة لها القدرة على استرداد رأس المال المستثمر فيها في فترة زمنية أقل من غيرها وهذا راجع لصغر حجم رأس المال المستثمر، سهولة التسويق، زيادة دورات البيع وقصر دورة الإنتاج.

المطلب الثاني: سياسة تمويل المؤسسات

تعتبر السياسة التمويل مزيج الأدوات المالية التي تستخدمها المؤسسة لتلبية احتياجاتها وتوسيع نشاطها، تعمل على الحصول عليها بأفضل الشروط وأقل تكلفة ممكنة بغية الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل الذي يخدم أهداف المؤسسة، تجدر الإشارة هنا إلى الفرق بين مصطلحي الهيكل المالي وهيكل رأس المال، فالهيكل المالي يقصد به التمويل الدائم الذي يتنوع بين الاعتماد على حقوق الملكية والاقتراض طويل الأجل بينما ينحصر هيكل رأس المال في حقوق الملكية من أسهم عادية وفائض في رأس المال والأرباح المحتجزة.

1- الاحتياجات التمويلية للمؤسسات

ترتبط الاحتياجات التمويلية بمختلف المراحل التي تمر بها المؤسسة خلال دورة حياتها من مرحلة الإنشاء، مرحلة الانطلاق، مرحلة النمو، مرحلة النضج ومرحلة الانحدار أو التدهور، ويمكن تقسيم هذه الاحتياجات إلى¹ :

1-1- الاحتياجات التمويلية في مرحلة التأسيس والإنشاء: في هذه المرحلة يمكن التمييز بين :

● رأس المال الأولي أو التأسيسي: يحتاج المشروع خلال الفترة التأسيسية إلى تمويل يسبق انطلاقه الفعلي في مجال الأعمال، وعادة ما يواجهه صاحب المشروع صعوبات في الحصول على الأموال نظرا للأخطار العديدة المعلومة وغير المعلومة.

● تمويل الانطلاق الفعلي للمشروع: يقصد به ذلك التمويل المرتبط بالسنوات الأولى من حياة المشروع والتي تحتاج فيها المؤسسة إلى أموال لمواجهة جزء من المصاريف الأولية كالمصاريف الإعدادية ومصاريف حيازة المعدات وهو ما يجعل المؤسسة مضطرة للجوء إلى مصادر تمويل خارجية ، غالبا ما تفشل الكثير من المؤسسات في هذه المرحلة بسبب ضعف نتائجها وحالات عدم التأكد المحيطة بتطورها المستقبلي.

1-2- الاحتياجات التمويلية في مرحلة النمو: إذا وجدت المؤسسة فرصة لتلبية احتياجاتها في المرحلة

الأولى فإنها تنتقل إلى مرحلة النمو و الاستقرار والتي ستحقق من خلالها نموا سريعا في مستويات إنتاجها، رقم

¹ .أحمد بوراس، "تمويل المنشآت الاقتصادية"، دار العلوم للنشر والتوزيع، عناية، 2008، ص ص 19-24.

أعمالها وتدفعاتها النقدية مما سيتطلب زيادة في احتياجاتها المرتبطة بالاستثمارات ورأس المال العامل و المتداول، أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ففي هذه المرحلة يفكر صاحب المؤسسة في الحفاظ على حصة معينة من المبيعات مما يجعله في احتياج مستمر للتمويل قصير الأجل من أجل تمويل احتياجات رأس المال العامل الناتجة عن النمو وتطور المبيعات.

1-3- الاحتياجات التمويلية في مرحلة التوسع: تشرع المؤسسة خلال هذه المرحلة في الاعتماد على مختلف الأساليب المالية المتطورة على غرار التخطيط المالي والتنبؤ، التحليل المالي و الرقابة المالية ما يسمح لها بتوسيع قدراتها الإنتاجية وبالتالي فهي تحتاج إلى موارد مالية بهدف تطوير وتمويل منتجاتها وحياراتها الجديدة بمعنى حاجتها إلى تمويل متوسط المدى ثم طويل المدى.

1-4- الاحتياجات التمويلية في مرحلة النضج: تحقق المؤسسة عند هذه المرحلة الاستقرار، نمو في رقم الأعمال، زيادة الأرباح ونمو في التدفقات النقدية وعلى هذا فاحتياجاتها تكون بنسب أقل للتمويل قصير الأجل بغية تلبية احتياجات دورة الاستغلال، واحتياج قليل من التمويل طويل الأجل لتمويل منتجات بديلة أو تطوير المنتجات الحالية. ما يعني أن الاحتياجات التمويلية الإضافية ستعرف انخفاضا كبيرا لان المؤسسة ملزمة فقط بالإبقاء على مستوى رأس المال الثابت ورأس المال العامل حتى يتسنى لها توفير مصادر تمويل داخلية كافية.

1-5- الاحتياجات التمويلية في مرحلة الانحدار: مع مرور الوقت قد تفقد المؤسسة تنافسيتها و مكانتها في السوق مما يزيد من احتياجاتها إلى تمويل إضافي خاصة اذا فكرت في طرح منتج جديد في السوق.

إذ تواجه المؤسسات في هذه المرحلة نفس الصعوبات التمويلية التي تواجهها المؤسسات حديثة النشأة مع فارق إمكانية حصولها على التمويل الخارجي من البنوك والمؤسسات المالية عن طريق الاعتماد على أصولها الثابتة كضمانات.

2- العوامل المحددة لاختيار مصدر التمويل المناسب

يعرف التمويل بأنه العلم الذي يختص بالدراسة والممارسات لكيفية الحصول على الأموال وكيفية استخدامها في المؤسسة،¹ ويعرف بأنه توفير الأموال (السيولة النقدية) من أجل إنفاقها على الاستثمارات وتكوين رأس المال الثابت بهدف زيادة الإنتاج والاستهلاك.²

¹ أسامة عبد الخالق الانصاري وآخرون، "أساسيات التمويل"، دون دار نشر، مصر، ص 13.

² ميثم صاحب عجم، "نظرية التمويل و التمويل الدولي"، دار زهران للنشر و التوزيع، الاردن، 2001، ص 31.

يتحدد المصدر المناسب لتمويل الاحتياجات وفق العديد من العوامل التي تختلف من مؤسسة إلى أخرى ونذكر من بينها:

2-1- الملاءمة: من الضروري أن يتناسب مصدر التمويل مع استخدامات الأموال، فتمويل الأصول الثابتة يجب أن يتم من مصادر طويلة الأجل مثل حق الملكية والقروض طويلة الأجل، أما المصادر قصيرة الأجل فتوجه لتمويل الاستخدامات قصيرة الأجل. وتعتبر عملية الملاءمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من الأموال الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول.¹

بالإضافة إلى:²

2-2- المخاطر و الدخل: للدائنين الحق والأسبقية في الحصول على الدخل و الناتج عن التصفية، ولهذا فالمساهمون العاديون أول من يشعر بالخطر ففيما يتعلق بالحصول على الأرباح أي انخفاض في المبيعات قد يؤدي إلى عدم الحصول على الأرباح، وأي تقلب في المبيعات يترتب عليه تقلبات في الربح (قبل الفائدة و الضرائب)، ومن ناحية أخرى فإن وجود التزامات ثابتة مثل فوائد القرض، أقساط التأمين وأقساط القرض قد تؤدي إلى حرمانهم من الحصول على الدخل.

2-3- السيطرة والتحكم: نذكر في هذا المجال أن السيطرة على المؤسسة تبقى للملاك الأصليين لها في حالة ما تم تمويل احتياجاتها من الأموال عن طريق إصدار سندات أو أسهم ممتازة في حين أن التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية يعني دخول شركاء جدد في إدارة المؤسسة والسيطرة عليها وهو ما يحشاه الملاك ما قد يدفعهم إلى تجنب التمويل باستخدام الأسهم العادية.

2-4- التوقيت: يؤثر اختيار التوقيت المناسب لإصدار الأسهم أو السندات على تكلفة التمويل، ويعتبر اقتناص الفرص التي تمكن من تخفيض تكلفة التمويل أحد أهم النتائج لعامل التوقيت إذ يمكن اختيار التوقيت المناسب للمؤسسات من تحقيق وفورات هامة في تكلفة التمويل.

2-5- سيولة الأصول: ترجع أهمية سيولة الأصول إلى أثرها في تحديد استحقاقات الديون وأثرها على نسبة الدين في هيكل التمويل فكلما زادت سيولة الأصول كلما أمكن الاعتماد على القروض.

¹ . هارون العشي، "النمذجة القياسية لمصادر تمويل المشروعات الاستثمارية العمومية دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1990-2011"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2014/2015، ص 39.

² . طاهر مرسي عطية، مني مجّد إبراهيم البطل، "الإدارة المالية و الاستثمار"، دون دار نشر، مصر، 2010، ص-ص 252-275.

2-6- تكلفة الأموال و سهولة الحصول عليها: خاصة فيما يتعلق بالحصول على الأموال عن طريق

الاقتراض حيث أنه كلما قل سعر الفائدة شجع ذلك المؤسسة على التوجه للاقتراض.

2-7- الحالة الاقتصادية العامة: حيث تقرر كل مؤسسة توجهاتها بناء على توقعها للحالة الاقتصادية

العامة للدولة خلال فترة مقبلة.

2-8- خصائص الصناعات التي تنتمي لها المؤسسة: فالصناعات التي تتعرض إلى تقلبات موسمية واسعة

تميل إلى الاعتماد على القروض قصيرة الأجل التي تتميز بالمرونة، بينما الصناعات التي تواجه تقلبات واسعة في

مبيعاتها لا تحبذ التوسع في الاقتراض تحسبا لخطر عدم القدرة على مقابلة التزاماتها.

المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسات

المطلب الأول: المصادر التقليدية للتمويل

1- التمويل الذاتي: يقصد بالتمويل الذاتي الأموال المتولدة من العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر عرضية

دون اللجوء إلى مصادر خارجية¹

- الأرباح المحتجزة: هي ذلك الجزء من الفائض الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها في السنة الجارية أو

السنوات السابقة، وتعتبر الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليها المؤسسة لتغطية

احتياجاتها المالية، وتعمل على تقوية المركز المالي للمؤسسة حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض مما

يؤدي إلى رفع القدرة الاقتراضية للمؤسسة، ويوفر هذا المصدر التمويل العديد من المزايا بالنسبة للمؤسسة نذكر

منها:²

- يعطي للمؤسسة فرصة الحصول على قروض، ذلك أن الوسطاء الماليين لا يمنحون اعتمادا ماليا إلا عند مستوى

تمويل ذاتي يضمن قدرة المؤسسة على السداد؛

- يعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا تمويليا أساسيا خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم التي يتعذر

عليها الحصول على مصادر تمويل خارجية؛

¹. أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 27.

². أحمد بوساق، علي حمو، "مقسوم الأرباح في المؤسسة بين احتياجات التمويل وقيود أصحاب المصالح"، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول التوجهات الحديثة

للسياسة المالية للمؤسسة، يومي 14-15 نوفمبر 2016، جامعة المسيلة، ص 14.

- يحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة، إذ لا توجد رقابة للدائنين عليه؛
 - الأرباح المعاد استثمارها، تحظى بتخفيضات ضريبية بمعدل 30% وهذا حسب التشريع الجزائري.
 - كما أن التمويل بالأرباح المحتجزة لا يخلو من العيوب نذكر منها:
 - يؤدي الاعتماد على التمويل الذاتي إلى كبح التوسع في النشاط مما يفوت على المؤسسة فرص استثمارية متاحة؛
 - يؤدي هذا النوع من التمويل إلى عدم اهتمام المساهمين بالمؤسسة بسبب قلة الأرباح الموزعة.
- 2- التمويل غير الرسمي:

تنشأ الحاجة إلى هذا المصدر التمويلي بسبب عدم كفاية الموارد الذاتية وفي ظل غياب أو محدودية التمويل من المصادر الرسمية كالبنوك وكذلك عن انخفاض السيولة النقدية لديها أو عند استهداف التوسع في النشاط الإنتاجي، ويطلق مصطلح غير رسمي في الفكر و التطبيق الاقتصادي على مزاوله أي نشاط اقتصادي خارج القانون والقواعد الرسمية المنظمة في الدولة، وتتعدد مصادر التمويل غير الرسمي بين:¹

الاقتراض من الأصدقاء و الأقارب، المرابون (تجار النقود)، مدينو الرهانات، جمعيات التوفير والادخار.

3- التمويل البنكي: نميز في هذا الصدد بين نوعين من طرق التمويل الكلاسيكي الخارجي لاستثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، منها ما يتعلق بطبيعة الاستثمار ذاته وتتمثل في القروض المتوسطة الأجل والقروض الطويلة الأجل، وأخرى قصيرة الأجل نقسمها كما يلي:²

3-1- القروض متوسطة الأجل: توجه لتمويل استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا يتجاوز عمر استعمالها سبع سنوات، مثل اقتناء معدات وآلات الإنتاج كوسائل النقل... الخ ونظرا لطول مدتها فإن البنك يكون معرضا لخطر تجميد أمواله لهذه الفترة ومخاطر أخرى مثل احتمالات عدم السداد، وهناك نوعان من القروض متوسطة الأجل:

- قروض متوسطة الأجل قابلة للتعبئة: وهي تلك القروض التي يمكن للبنك المقرض أن يقوم بإعادة خصمها لدى مؤسسة مالية أخرى ولدى البنك المركزي، ويسمح هذا النوع من القروض للبنك بالتقليل من خطر تجميد أمواله، كما يجنبه خطر عدم التسديد.

¹ . السعدي رجال، سامي فؤاد براك، "التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كمدخل مهم للتنوع الاقتصادي دراسة مقارنة بين مختلف البنوك العمومية بولاية أم البواقي"، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة العربي بن مهيدي ام البواقي، العدد2،4، 2017، ص 463.

² . علي الحطاب، "إستراتيجية التخطيط للمشاريع الصغيرة"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، ط1، 2010، ص52.

● قروض متوسطة الأجل غير قابلة للتعبئة: البنك لا يملك في هذا النوع من القروض إمكانية إعادة خصمها لدى المؤسسات المالية الأخرى أو لدى البنك المركزي ويكون بالتالي مجبرا على انتظار مدة سداد القرض، وهنا تظهر كل المخاطر (تجميد الأموال، أزمة السيولة...)، وعلى البنك أن يدرس الملف دراسة مدققة ويحسن برمجتها زمنيا لتفادي أزمة في السيولة أو خلل في صحة خزينة البنك.

3-2- القروض طويلة الأجل : تهدف المؤسسة من خلال لجوئها إلى هذا النوع من القروض إلى تمويل الاستثمارات التي تمتد على فترة زمنية طويلة، وتتميز هذه الاستثمارات بارتفاع تكلفتها وعملية تحصيل إيراداتها وعائداتها متقطعة وتندفق خلال مدة الاستثمارات التي يفوق في الغالب سبع سنوات لتصل حتى عشرين سنة. وهذه القروض موجهة أساسا لتمويل الاستثمارات الضخمة (الحصول على عقارات مثل الأراضي والمباني الصناعية والتجارية والإدارية)، فهذا النوع من القروض يثقل ميزانية المؤسسة ويشكل عبئا ماليا لها بسبب سداد الأقساط المستحقة الدفع إلى حين انتهاء مهلة الدين .

3-3- القروض قصيرة الأجل: يقصد بها تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عن سنة وتنقسم إلى عدة أنواع أهمها:

● الائتمان التجاري: يعرف بأنه نوع من التمويل تحصل عليه المؤسسة من الموردين و يتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية ، يعتبر من المصادر التلقائية كونه يزيد وينقص مع التقلبات في النشاط أي أنه عادة ما يكون متاحا بالقدر الملائم وفي الوقت المناسب.¹

● الائتمان المصرفي: يتمثل في ما تقدمه البنوك التجارية للمؤسسات من الأموال التي تحتاجها لتمويل عملياتها الجارية،² ويأخذ الائتمان المصرفي إحدى الصورتين؛ إما في صورة مبلغ إجمالي تحصل عليه المؤسسة مرة واحدة على أن تقوم بالوفاء بقيمته مضافا إليها الفوائد في تواريخ الاستحقاق المتفق عليها، أو في صورة مبلغ إجمالي يمثل حدا أقصى لما يمكن الحصول عليه أو السقف الائتماني، في شكل دفعة واحدة أو على عدة دفعات خلال فترة متفق عليها.³

¹ . منير ابراهيم هندي، "الادارة المالية، مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، ط 4، 1999، ص 532.

² . جميل أحمد توفيق، "أساسيات الادارة المالية"، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، دون سنة نشر، 340.

³ . منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 534.

المطلب الثاني: البدائل التمويلية الحديثة

تزايد الاحتياجات التمويلية للمؤسسات بنموها وتطورها ويصبح اعتمادها على مواردها الذاتية، هبات العائلات، قروض الأصدقاء وغيرها من المصادر غير الرسمية غير كاف لتلبية هذه الاحتياجات، وفي ظل ما تواجهه المؤسسات خاصة الصغيرة والمتوسطة من صعوبات في الحصول على القروض البنكية يسعى مسيروها للبحث عن بدائل تتمتع بمرونة تتماشى ومتطلباتهم، والتي نذكرها فيما يلي:

1- التمويل عن طريق السوق المالية

1-1- مفهوم وتقسيمات السوق المالية:

تعد السوق المالية الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشترتها، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق حيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيها.¹

فالسوق المالية هي تلك السوق التي توفر آلية لخلق و تبادل الأصول المالية²، تعمل على تحويل الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك القدرة والرغبة على الاستثمار للوحدات التي تتوفر لديها الفرص الاستثمارية، وتملك القدرة على الاستثمار.³

كما يمكن تعريف السوق المالية على أنها المكان والسوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بأشكالها المختلفة كألسهم والسندات والمشتقات المالية، تنظمه القوانين وأنظمة ولوائح تضمن إتمام المبادلات بيع وشراء بسهولة وأمان. وتشمل السوق المالية:

- سوق نقد خاصة بالعمليات قصيرة الأجل، حيث على مستوى السوق الأولى يتم الحصول على الأموال المراد توظيفها، ويجري تداولها في السوق الثانوية بأسعار تتحدد حسب قانون العرض و الطلب.

¹ . فطوم حوجو، " السياسات الاقتصادية والسوق المالي، سياسات تفعيل السوق المالي، السوق المالي السعودي نموذجاً"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2017 ، ص12.

² . أسامة عبد الخالق الانصاري وآخرون ، مرجع سبق ذكره، ص115.

³ . شوقي جباري، مصطفى قمان، "السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، مجلة التنظيم والعمل، جامعة معسكر، الجزائر، العدد5، 2014، ص8.

- سوق رأس المال تمثل مصدرا للتمويل طويل الأجل وتضم أسواق آجلة يتم التعامل على مستواها بالمشترقات المالية بتواريخ مستقبلية ، وأسواق فورية يتميز التعامل فيها بصفة آنية أين يتم تسليم الأوراق فور إتمام الصفقة.

تضم الأسواق المالية العديد من الفروع التي يتم التمييز فيما بينها وفق العديد من المعايير نلخصها في:¹

● **السوق الأولية:** أو سوق الإصدارات الجديدة، تنشأ فيها العلاقة بين مصدر الورقة المالية والمكتب فيها لأول مرة. فهي سوق مالية تتجمع فيها المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل أو توسيع القائم منها. وتتصف عملية الإصدار بأنها غير دورية وغير متكررة، فبمجرد بيع تلك الأوراق ولو لمرة واحدة تنتقل إلى التداول في السوق الثانوية.

● **السوق الثانوية:** هي المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا وشراء، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء، سواء تمت هذه المعاملات المالية من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة،

إذ تعرف الأسواق المنتظمة بأنها البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة وفق قواعد وإجراءات محددة والتي تتحدد أسعارها من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد في الكثير من الحالات. والتي تشمل بدورها سوقين الأولى خاصة بالمؤسسات الكبيرة التي تستوفي شروط البورصة، و **السوق الثانية:** مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بدرجة نمو كبيرة، ولكنها لا تستطيع تحقيق شروط الإدراج في السوق الأولى. وتعتبر هذه السوق بمثابة مرحلة تمهيدية لقبول المؤسسات في السوق الأولى.

أما السوق غير المنتظمة فهي سوق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة أو غير المسجلة في البورصة. يتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، وليس هناك مكانا محددًا لعقد الصفقات فيها، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها بالتفاوض. وبدورها هذه السوق تضم:²

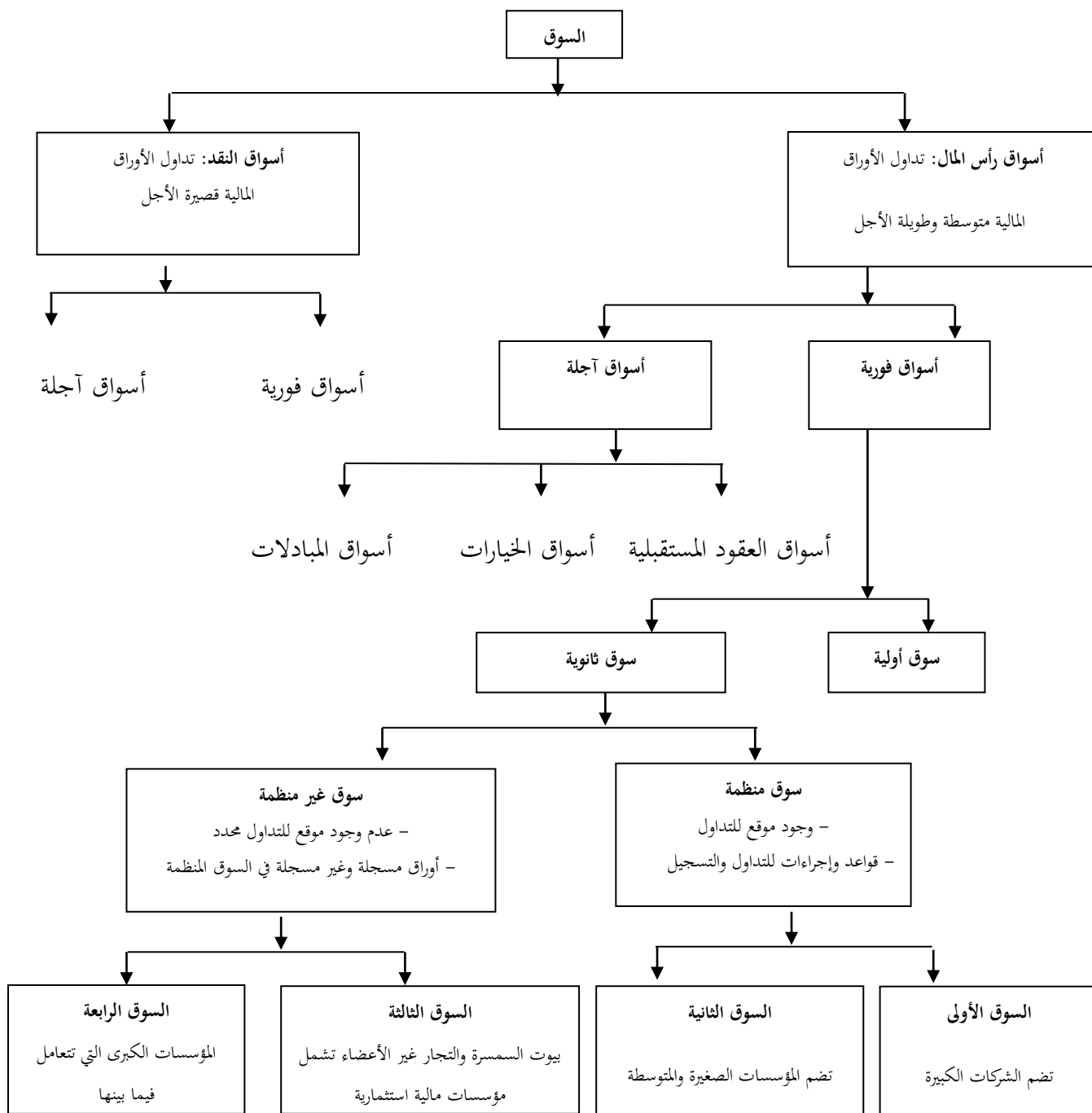
- **السوق الثالثة:** تتكون من بيوت السمسرة لغير أعضاء السوق المنظمة تستمر فيها عمليات بيع وشراء الأوراق المالية بكميات مختلفة مما يجعلها منافسة للسوق المنظمة.

¹. محفوظ جبار، عمر عبدة سامية، "دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مداخلة مقدمة في المنتدى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، 21-22 نوفمبر 2006، جامعة بسكرة، ص 5-6.

². فطوم حوجو، مرجع سبق ذكره، ص 34.

- السوق الرابعة: تشكل هذه السوق منافسا حقيقيا حيث تفرض على الوسطاء والسماسرة خفض عمولاتهم و المصاريف المقبوضة ضمن السوق المنظمة والمتعاملون فيها يبيعون و يشترون الأوراق المالية بكميات كبيرة بسرعة وبتكلفة أقل عن طريق الاعتماد على وسيط يجري العملية من خلال وسائل الاتصال المتاحة بدل دفع العمولات للسماسرة. والشكل الموالي يوضح تقسيمات الأسواق المالية .

الشكل رقم (1-2) يوضح تقسيمات الأسواق المالية



المصدر: فطوم حوجو، مرجع سبق ذكره، ص 36.

1-2- أهمية سوق الأوراق المالية :

- تلعب سوق الأوراق المالية دورا هاما في الاقتصاد بحيث تعمل على ما يلي:¹
- قناة لتمويل الاقتصاد الوطني من خلال تجميع المدخرات من أصحاب الفائض المالي وتوجيهها نحو الاستثمار بغية تنشيط حالة الاقتصاد ككل؛
 - من خلال السوق، يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة، وهو ما يتيح حماية المستثمرين من تجميد أموالهم؛
 - تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم؛
 - مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة أسعار هذه الأوراق باعتبارها مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية؛
 - حماية الوحدات الاقتصادية من تقلبات في أسعار السندات إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها؛
 - إن تعديل بنى الإنتاج يتطلب مبالغ كبيرة من الضروري اللجوء إلى سوق الأوراق المالية من أجل تأمينها. ويحدث هذا اللجوء كثيرا في حالة النمو الداخلي (امتلاك موجودات حقيقية) كما في حالة النمو الخارجي (امتلاك شركات موجودة سابقا) مما يؤدي حسب الحالة الثانية إلى ظهور شركات ضخمة تجمع العديد من المؤسسات.

1-3- أنواع الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية:

الأسهم : تعد الأسهم من مصادر التمويل الممتلك طويلة الأجل وتنقسم إلى :

- الأسهم العادية: يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية، قيمة دفترية تتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وقيمة اسمية تكون مدونة على قسيمة السهم تمثل قيمة السهم في سوق رأس المال.²

¹. نورالدين كروش، "سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة بورصة الجزائر"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 11، جانفي 2014، ص62.

². منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره ، ص 538.

• الأسهم الممتازة: تمثل حق ملكية تحمل عادة مقسوم أرباح محدد على شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم أو مبلغ ثابت لكل سنة¹، شأنه شأن السهم العادي للسهم الممتاز قيمة اسمية وقيمة دفترية تحسب هذه الأخيرة بقسمة قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر المؤسسة على عدد الأسهم المصدر²، وتتميز الأسهم الممتازة بأنها ذات قيمة ثابتة، ولها الأسبقية في الحصول على الأرباح حيث أنها تمتلك حق الأولوية في توزيع الأرباح، وحقوقها واجبة السداد قبل الأسهم العادية في حالة إفلاس المؤسسة وتصفيته، إمكانية تجميع الأرباح وتراكمها، حق التحويل إلى أسهم عادية.

السندات: تعتبر السندات المصادر الرئيسية التي تمكن المؤسسات من الحصول على الأموال الدائمة، فهي مجموع الأموال المقترضة المستخدمة في التمويل طويل الأجل تنقسم إلى أجزاء صغيرة متساوية في القيمة يطلق على كل منها اسم "سند"³.

2- التمويل عن طريق رأس مال المخاطر

يعتبر رأس مال المخاطر أسلوبا تمويليا بديلا عن البنوك و الأسواق المالية معا، إذ يمثل ملاذا يوفر التمويل والمرافقة اللازمين للمؤسسات المبتكرة ويساعدها على تحقيق أهدافها.

1-2- مفهوم رأس مال المخاطر

من بين التعاريف المختلفة لرأس مال المخاطر نجد من يعتبره تمويليا للمشاريع الاستثمارية لكل من المؤسسات الصغيرة والحديثة، في مرحلة ما بعد الإنشاء، من خلال المساهمة برأس المال، وتقديم الخبرة والمشورة لتسيير هذه المؤسسات⁴، ويعرف على أنه أسلوب تمويل بالأموال الخاصة يحمل صيغة المشاركة في رأس مال المؤسسات الصغيرة المبتكرة خاصة في قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصال الجديدة⁵، كما تعرفه الجمعية الأوروبية EVCA بأنه كل رأسمال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ

¹ . عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، "أساسيات في الادارة المالية"، دار المسيرة، عمان ، ط2، 2015، ص 159.

² . منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 545.

³ . محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص243.

⁴ . محمد براق، محمد شريف بن زاوي، "الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس مال المخاطر بالجزائر"، مداخلة مقدمة في ملتقى وطني حول: إستراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 18-19 أبريل 2012، ص4.

⁵ . Malika LOUNES, " Dynamisme du capital-risque américain : l'IPO n'est plus la voie de sortie preferee", Vie & sciences de l'entreprise, 3 N° 185-186, 2010 , p106.

المحدد (و ذلك هو مصدر المخاطر) أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا في حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات.¹

وعلى هذا فهو أحد أشكال التمويل الموجه للمشاريع الصغيرة المبتكرة التي تواجه صعوبة في الحصول على الموارد المالية اللازمة ويتصف الاستثمار فيها بالمخاطرة العالية، لفترة بين 7 و 10 سنوات، إذ لا يكفي بتقديم الدعم المالي ويتجاوز ذلك إلى تقديم خدمات ذات قيمة مضافة للمشاريع كالاستشارات الفنية و الإدارية والمساعدة في اتخاذ القرارات الاستراتيجية ما يزيد من فرص نموها و نجاحها.

2-2- أهمية رأس مال المخاطر:

لرأس مال المخاطر دور مهم في تمويل ودعم المؤسسات من خلال ما يوفره لها من أموال والمرافقة اللازمة وتتمثل أهميته خاصة في:

- بالنسبة للمؤسسات الجديدة حيث يقدم لها التمويل اللازم، الدعم الفني والمتابعة خاصة في بداية النشاط ويعد ملائما كونه لا يشترط ضمانات بعكس الأساليب التمويلية الأخرى؛
- بالنسبة للمؤسسات المتعثرة يعمل رأس المال المخاطر على توفير الدعم المالي والفني الضروريين لتحسين وضعية المؤسسات، كما يساعد على جذب الاستثمارات إليها بهدف استمرارية نشاطها وتحقيق الأرباح.

2-3- أنواع التمويل برأس مال المخاطر: تختلف تسميات هذا التمويل حسب مجالات و مراحل التدخل في رأس مال المؤسسة وهي أربع مراحل رئيسية:²

2-3-1- رأس المال الإنشاء: capital-création: يتولى رأسمال الإنشاء تمويل مؤسسات ناشئة مبتكرة تحيط بها العديد من المخاطر و لديها أمل كبير في النمو و التطور، و تنقسم هذه المرحلة إلى:

- رأسمال ما قبل الإنشاء أو قرب الانطلاق: capital d'amor age : يخصص لتغطية نفقات البحث والتجارب وتطوير النماذج العملية و النماذج التجارية للسلعة الجديدة. وهو تمويل صعب نظرا لخطورة احتمال الفشل لدى مؤسسة ليس لها كيان قانوني في هذه المرحلة.

¹. السعيد بريش، "رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة sofiance"، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة، العدد 5، 2007، ص 8.

². نفس المرجع السابق، ص 9.

• رأسمال الانطلاق : capital de démarrage : يمثل المرحلة الأساسية لتدخل رأسمال المخاطر ويخصص لتمويل المشروعات في مرحلة الإنشاء أو في بداية النشاط.

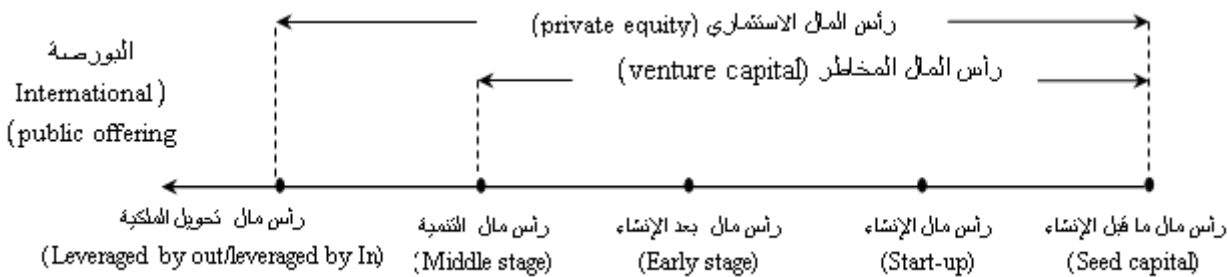
2-3-2- رأسمال التنمية: capital de développement : يكون المشروع هنا قد بلغ مرحلة الإنتاجية أي توليد الإيرادات، ولكنه يقابل ضغوطا مالية تجعله يلجأ إلى مصادر تمويل خارجية حتى يتمكن من تحقيق آماله في النمو و التوسع الذي يتراوح متوسطه بين 5% - 10% سنويا.

كما يغطي رأس مال المخاطر مرحلتي التطور والنضج حيث خلالهما تتجه المخاطر إلى التناقص بطريقة واضحة، والتمويل الذاتي يلعب دورا ملموسا. وتكتسب المشروعات القدرة على الاستدانة، حيث تضمن إمكانياتها الذاتية سداد القروض، فيبدأ معها دور مؤسسات رأس مال المخاطر في التواري تدريجيا تاركة الساحة شيئا فشيئا لوسائل التمويل التقليدية.

2-3-3- رأسمال تعاقب أو تحويل الملكية: capital- transmission ou succession : يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأسمال المشروع، أو تحويل مشروع قائم فعلا إلى شركة قابضة مالية ترمي إلى شراء عدة مشاريع قائمة وبالتالي خلال هذه المرحلة تهتم مؤسسات رأسمال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة الصناعية و المالية في المشروع إلى مجموعة جديدة من الملاك.

2-3-4- رأسمال التصحيح أو إعادة التدوير: capital retournement : يخصص رأسمال التصحيح للمشروعات القائمة فعلا ولكنها تمر بصعوبات خاصة، وتتوفر لديها الإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج إلى إنفاذ مالي فتأخذ مؤسسة رأسمال المخاطر بيدها حتى تعيد ترتيب أمورها، وتستقر من جديد في السوق، وتصبح قادرة على تحقيق أرباح.

الشكل رقم (1-3): أنواع التمويل عن طريق رأس المال المخاطر



المصدر: مُجَّد براق، مُجَّد شريف بن زاوي، مرجع سبق ذكره ، ص 4.

2-4- آليات الخروج من رأس مال المؤسسة: يخطط الممول برأس المال المخاطر للخروج من المشروع بعد أن يحقق العائد المنشود، حيث تمثل هذه المرحلة نهاية الصفقة واسترداد الأصل المالي الذي استخدم في التمويل سابقا وجني الأرباح الإضافية بعد التخلي عن حصة المساهمة¹، وعلى هذا فإن اختيار وقت وطريقة الخروج يحددان مردودية العملية الاستثمارية وتتمثل أهم طرق الخروج في:

● الاكتتاب العام في البورصة « IPO » Initial Public Offering : إن تقييد المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر في بورصة الأوراق المالية من أهم أساليب الخروج الناجحة حيث تعتبر من أرقى وأفضل مناهج الخروج حيث يحصل المستثمر على أصل رأس المال والعائد في صورة أوراق مقيدة في البورصة²، والهدف الأساسي من الاكتتاب العام هو الدخول في أسواق رأس المال الذي قد يمكن المشاريع الناشئة من الحصول على تمويل كبير في خطوة واحدة، ضمان سيولة أوراقها المالية وتنويع مساهميتها عن طريق فتح رأسمالها للعام.³

● عن طريق الاندماج والاستحواذ: « Par Fusion-acquisition »: الاندماج والاستحواذ عمليات يتم فيها تغيير السيطرة على رأس مال المؤسسة، بالاستحواذ تسعى المجمعات أو المؤسسات الكبيرة للسيطرة على تكنولوجيا المؤسسات الصغيرة واكتشاف أسواق جديدة، وازداد استخدام هذه الطريقة أكثر فأكثر رغم أن الخروج عن طريق الاكتتاب العام يعد الأفضل و الأعلى مردودية إلا أنه نادرا ما يكون ممكنا.⁴

أما التحالفات الاستراتيجية فهي استحواذ مؤسسة أكبر على المشروع، أو تحالف مؤسسة ناشئة مع مؤسسة ناشئة أخرى في نفس المجال بحيث تتمكنان من بناء مؤسسة واحدة تملك المزيد من الموارد ومزيدا من القدرات. فقد يكون الغرض من هذه التحالفات الاستراتيجية هو جلب انتباه الشركات الأكثر نمواً وأكبر المستثمرين.⁵

● البيع الداخلي أو الخاص « MBI/MBO » Management buy-in ou buy-out: هو قيام الممول بصفقات خروج خاصة يستفيد منها العاملين في المؤسسة أو تخصص لأفراد ومؤسسات دون الإشهار بالبيع، وتمثل الصفقة إصدار المشروع أوراقا مالية غير موجهة لطرح في اكتتاب عام، مخصصة لفعة من المستثمرين من خلال الطرح الخاص "Private placement".

¹. سمير سخون، "فرض تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر دراسة حالة: تونس، المغرب والجزائر"، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد التنمية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2012-2013، ص 109.

². نفس المرجع السابق ص 111.

³. Malika Lounes, "Les principaux d'éterminants de la dynamique du capital-risque", Thèse de doctorat Pour l'obtention du grade de Docteur en Sciences Economiques, Université Paris-Est, France, 2012, p37.

⁴. Malika Lounes, "Les principaux d'éterminants de la dynamique du capital-risque", opcit, p40.

⁵. سمير سخون، مرجع سبق ذكره، ص 112.

3 - التمويل عن طريق التأجير التمويلي

يعد التأجير التمويلي أو كما يطلق عليه في التشريع الجزائري بالاعتماد الإيجاري من الأساليب التمويلية التي تمكن الإدارة المالية من تخفيض الأعباء على المؤسسة وتلبية احتياجاتها، ما يسمح لها بالاستمرار والتوسع في مجال نشاطها، وفيما يلي سنتناول أهم ما يتعلق بهذه التقنية.

3-1- مفهوم التأجير التمويلي

يعرف التأجير التمويلي على أنه اتفاق لتمويل استخدام أصول رأسمالية يتم بين طرفين، المؤجر الذي يتولى تمويل شراء الأصل، والمستأجر الذي يحق له استخدام وتشغيل هذا الأصل مقابل أداء قيمة إيجاريه يتفق عليها دون الزامه بشراء هذا الأصل في نهاية مدة الاتفاق أو خلالها.¹ تقوم فكرة التأجير التمويلي على قيام الطرف الممول (المؤجر) بتمويل شراء الأصل الذي يحدده ويضع مواصفاته الطرف المستخدم (المستأجر)، وقد تكون العلاقة مباشرة بين الطرفين المذكورين أو تكون علاقة ثلاثية الأطراف بين مورد للأصل و ممول لشراء الأصل ومستخدم له.

ويعرف التأجير التمويلي على أنه عملية موجهة لتمويل الأصول ذات الاستعمال المهني التي يشترط فيها أن تكون موجهة لاستعمال دائم (durable)، معرفة (identifiable) و تملك (amortissable)،² حيث أن المؤجر هو مالك الأصل الذي يمنح للمستأجر إمكانية استخدامه مقابل إيجارات منتظمة يدفعها له مع فصل قانوني بين ملكية واستخدام الأصل.

من التعاريف السابقة نستخلص أن التأجير عملية تمويلية تقوم من خلالها المؤسسات المالية الممارسة لنشاط التأجير بتمويل المؤسسات المستأجرة في مختلف مجالات نشاطها عن طريق توفير المعدات اللازمة لها التي تحتاجها لزيادة الإنتاج أو لتجديد الآلات والتجهيزات تماشياً مع التكنولوجيا الحديثة، مقابل دفعات إيجارية متفق عليها يدفعها المستأجر للمؤجر الذي يحتفظ بملكية الأصل خلال فترة تأجيره ويمنح للمستأجر خيار شراء الأصل في نهاية فترة العقد.

¹. سمير عبد العزيز، التأجير التمويلي و مداخله المالية، المحاسبية، الاقتصادية، التشريعية، التطبيقية، الإشعاع للنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص80.

². Jonathan berk, Peter demarzo, "finance d'entreprise", pearson , 3 eme edition, France, 2014, p947.

3-2- أنواع التأجير:

للتأجير أشكال مختلفة يتمثل أهمها في أربعة أنواع رئيسية هي:

● التأجير التشغيلي: من خلال هذا النوع يُسمح للمستأجر بالانتفاع بالأصل لفترة محددة لكن المؤجر هو الذي يتحمل المخاطر¹، فهو عادة ما يتطلب من المؤجر توفير خدمة صيانة المعدات المؤجرة التي يحتسب تكلفتها عند تقدير دفعات الإيجار. يتمتع التأجير التشغيلي بميزتين مهمتين تتمثل الأولى في أن المعدات أو الأصول المؤجرة لا تتهلك بشكل كامل، بمعنى آخر أن الدفعات الإيجارية المحددة في العقد لا تكفي لتغطية التكلفة الكلية للأصل، لأن العقد يبرم لفترة أقصر من العمر الافتراضي للأصل، وبالتالي المؤجر يتوقع استرداد جميع التكاليف إما عن طريق بيع الأصل أو إعادة تأجيره.

و تتمثل الميزة الثانية في أن العقد غالبا ما يحتوي على بند إلغاء يعطي المستأجر الحق في إلغاء العقد وإعادة الأصل للمؤجر قبل نهاية العقد الأساسي، وهذا يعني إمكانية المستأجر إعادة الأصل للمؤجر لتجنب خطر التقادم التكنولوجي أو ربما لم يعد بحاجة للأصل نتيجة تغيير نشاطه.

● التأجير التمويلي: يعطي التأجير التمويلي للمستأجر حق الانتفاع بالأصل ويختلف عن التأجير التشغيلي في كونه لا يوفر خدمة الصيانة، غير قابل للإلغاء ويتهلك كلياً فشروطه عادة ما تتضمن الاهتلاك الكلي لاستثمارات المؤجر بالإضافة إلى معدل عائد على الرصيد غير المهلك، وهو ما يقارب النسبة (المعدل) التي يدفعها المستأجر في حالة قرض مضمون². ويمكن ملاحظة أن التأجير المالي يشبه إلى حد كبير اتفاقية القرض طويل الأجل الذي يسدد على أقساط متساوية تتضمن كل منها أصل القرض + مقدار الفائدة، فيما عدا الاختلاف في المعالجة الضريبية³. عموماً يحصل المستأجر على خيار تجديد عقد الإيجار بسعر منخفض عند انتهاء العقد الأساسي.

● البيع و إعادة التأجير: في ظل هذا الأسلوب المؤسسة قد تمتلك أرضاً، مباني أو معدات تقوم ببيع هذه الممتلكات وفي نفس الوقت تقوم بالتفاوض مع المشتري لاستئجارها منه لمدة محددة من الزمن و بشروط خاصة. قد يكون المشتري شركة تأمين، بنك تجاري أو مؤسسة متخصصة في التأجير، حيث يستلم البائع قيمة الأصل

¹. Meriem Hamdi Drif, " Leasing An Alternative Tool To Financing Algerian Smes In Times Of Crisis ", Revue des reformes Economique et intégration dans l'économie mondiale , Ecole superieure de commerce d'alger, Volume 12, Numéro 23, P 60 .

². Eugene.F. Brigham, Michael.C. Ehrhardt, "Financial management", Thomson, USA, 12 ed, 2008 , P 716.

³. مليكة زغيب، "صعوبات استخدام الاعتماد التجاري في التمويل: دراسة استطلاعية لأراء أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مداخلة مقدمة في المنتدى الوطني الثاني: المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و التنمية المستدامة: واقع و آفاق، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، يومي 13 و 14 نوفمبر 2012، ص6.

صفقة واحدة وبشكل فوري من ثم يقوم بتسديد بدلات الإيجار مقابل استئجار الأصل من المشتري أو المالك الجديد.¹

البيع و إعادة التأجير هو تقريبا نفسه التأجير المالي يتمثل أهم اختلاف في أن المعدات المستأجرة تكون مستعملة وليست جديدة، و المؤجر يشتريها من المستأجر المستعمل بدلا من المصنع أو المورد، فالبيع وإعادة التأجير نوع خاص من التأجير المالي.²

● التأجير الرفعي: يتعلق بالأصول مرتفعة القيمة يكون في هذا النوع من التأجير ثلاثة أطراف: المؤجر الذي يقوم باقتراض نسبة من الأموال من مقرض لشراء الأصل و من ثم يقوم بتأجيره، على سبيل المثال نذكر في أكبر عملية تأجير رفعي في ذلك الحين،³ حيث قامت شركة أناكوندا سنة 1973 باستئجار مصنع تحويل ألنيوم جديد من مجموعة من خمس بنوك و مؤسسة تمويل تجارية، قدرت تكلفة العملية بـ 110.7 مليون دولار، حيث وافقت الشركة على دفع 40 دفعة نصف سنوية لمدة 20 سنة، و أن المؤجر يتحصل على القيمة المتبقية للمصنع في 1993، و مؤسسة أناكوندا هي المسؤولة عن كل التدفقات النقدية التشغيلية بما في ذلك الصيانة و التأمين. أما اذا اعتمدنا في تصنيف أنواع التأجير على معيار موضوع عقد التأجير فنجد تأجير المنقولات و تأجير العقارات، و حسب معيار جنسية العقد نجد عقد تأجير محلي و تأجير دولي.

* **الاستئجار المحلي**: عقد تكون فيه كل الأطراف المتعاقدة مستوطنة في البلد نفسه، ولما تقوم مؤسسات الإيجار بفتح فروع لها في الخارج من أجل ممارسة عملها، فهذه الأخيرة تمارس استئجار محلي في الدول التي قامت فيها .
* **الاستئجار الدولي**: وهو العقد الذي يسكن أطرافه المتعاقدة دولا مختلفة، و يخضعون لتشريعات مختلفة، و يصنف العقد إلى نوعين هما⁴ :

-عقد إيجار الاستيراد: وهو العقد الذي يكون فيه المستأجر و المؤجر في البلد نفسها لكن مورد المعدات من بلد آخر، فيقوم المؤجر باستيراد المعدات ثم يؤجرها إلى المستأجر؛

-عقد إيجار عبر الحدود: وهو العقد الذي يبرم بين المستأجر و المؤجر وكل منهما في بلدين مختلفين، ويتم نقل الأصل عبر الحدود من المؤجر إلى المستأجر.

¹ . عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، مرجع سبق ذكره، ص54.

² .Eugene F Brigham , Michael C Ehrhardt , Opcit , p 717.

³ . Stewart C. Myers, David A. Dill and Alberto J. Bautista, "Valuation of Financial Lease Contracts", The Journal of Finance, Vol. 31, No. 3 (Jun., 1976), pp 807-808.

⁴ . زبير عياش، سميرة مناصرة، "التمويل بالاستئجار كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، العدد 41، جوان 2014، ص290.

ويختلف العقدان السابقان أيضا من حيث المخاطر المتعلقة بهما، المخاطر المتعلقة بالبلد والمناخ السياسي والاقتصادي الذي يسوده، والقوانين المتعلقة بالضرائب والنقل والاستيراد، ومخاطر تتعلق بالعملية لأن الدفع سيتم بعملتين مختلفتين.

3-3- حجج استخدام التأجير:

- للمؤجر ميزة في البحث عن التأجير: فالعديد من الأصول ليس لها سوق ثانية متطورة وكفاءة، وهذا يعني أن إعادة بيع هذه الأصول يمكن أن يكون صعبا و مكلفا¹ إذا كانت المؤسسة بحاجة ملحة لمثل هذا الأصل سيكون من دون شك أقل تكلفة لها أن تستأجره من أن تشتريه، في نهاية العقد سيكون على المؤجر إيجاد متعامل جديد يحتاج لاستعمال الأصل وتخصص المؤجرين في هذا النوع من المهام (البحث عن أو إيجاد مستأجرين جدد للأصول التي يملكها) تسمح لهم بإنجاز هذا البحث بأقل تكلفة ، وباعتبار ميزته النسبية في البحث عن المستأجرين يستطيع المؤجر اقتراح أقساط أعلى من تلك التي يفرضها متعامل غير متخصص، اللجوء إلى عقد التأجير يسمح بأن نكون متأكدين من أن الأصل سيعود بصفة منتظمة إلى السوق (في نهاية كل عقد) بشكل مستقل عن جودته وقد يساهم التأجير في التقليل من مشاكل سوء الاختيار؛

- يستفيد المؤجر من المستأجر فيما يتعلق بالصيانة أو استغلال الأصل المؤجر؛
- في حالة إفلاس المستأجر يمكن للمؤجر استرداد الأصل المؤجر فورا ما يوفر له حماية أفضل من الدائنين وبإمكانه إعادة تأجير الأصل دون سؤال أي من الدائنين الآخرين للمؤسسة؛
- عندما تعاني مؤسسة من الاستدانة العالية قد تضطر للتخلي عن استثمارات تساهم في خلق القيمة، لأن الدائنين يستولون على جزء كبير من القيمة التي خلقتها الاستثمارات والتأجير يساعد مثل هذه المؤسسات على الاستثمار ، فالأصول المؤجرة ليست معرضة لإعادة استرجاعها من طرف الدائنين في حالة الإفلاس²؛
- إن عدم اليقين في تحديد القيمة المتبقية للأصل عند بداية العقد يشكل خطرا يتحمله مالك الأصل وإذا كانت المؤسسة لا تستطيع التخلص من هذا الخطر فهي تفضل إبرام عقد تأجير على شراء الأصل؛
- يلجأ بعض المسيرين إلى اختيار التأجير لأنه يجنبهم الرقابة من أعلى الهرم أو من مراجعي الحسابات الداخليين فالإيجارات كثيرا ما تكون أقل رقابة ، كذلك في حال قامت المؤسسة بتسقيف الإنفاق التقديري السنوي

¹ . Jonathan berk, Peter demarzo, opcit, pp 963-964.

² . Op-Cit, p 965.

فيمكن لشراء أصل أن يتعدى هذا السقف على عكس الإيجارات السنوية وبالتالي تفادي التبريرات الواجب تقديمها عند تجاوزه؛

- الحفاظ على القدرات الاستثمارية للمؤسسة إذ يعتبر التأجير تمويلًا بالقرض ب 100% من قيمة الأصل يسمح بتخفيض معدل الاستدانة بفضل التمويل خارج الميزانية.

4- التمويل الإسلامي

واجه الفكر الاقتصادي على مر الزمن أزمات مختلفة أظهرت عجز قوى السوق عن تحقيق التوازن الاقتصادي، ما دفع الاقتصاديين للتوجه نحو فكر مغاير يساعد في التقليل من حدة الأزمات أو يجنبهم الوقوع فيها، وقد يحقق هذه الغاية الفكر الاقتصادي الإسلامي الذي يرى أن تدخل الدولة تدخلًا توجيهيًا أمر ضروري في النشاط الاقتصادي حيث أن المالية الإسلامية تعمل على صياغة حلول إبداعية للمشاكل التمويلية في اطار موجبات الشرع الحنيف.

4-1- مفهوم التمويل الإسلامي

تكمن وظيفة التمويل في تسهيل و تشجيع المبادلات التي تولد قيمة مضافة للنشاط الاقتصادي الذي هو مصدر تنمية الثروة وتحقيق الرفاه الاقتصادي، والتمويل الإسلامي يضع التمويل في مكانه الطبيعي بأن يكون خادما وتابعا للمبادلات الحقيقية فجميع صيغه ترتبط ارتباطا مباشرا بالنشاط الحقيقي.¹ ويقوم هذا الأخير على مبدأين أساسيين هما عدم التعامل بالربا (أسعار الفائدة) والمشاركة في الربح أو الخسارة معتمدا على أساليب تمويلية تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

4-2- أساليب التمويل الإسلامي: ترتبط أساليب التمويل الإسلامي بالجانب المادي للاقتصاد أو الإنتاج

الحقيقي الذي يضيف شيئا جديدا للمجتمع، تطبيقها يؤدي إلى سهولة المزج بين عنصري العمل والمال في صور متعددة² سنتطرق إليها فيما يلي:

4-2-1- المضاربة: تعرف على أنها عقد اشتراك بين أرباب رأس المال وبين أهل الخبرة في الاستثمار، فيقدم رب

المال ماله ويقوم المضارب بالاستثمار.³ فهي اتفاق بين طرفين يقدم أحدهما المال ويبدل الآخر الجهد في الإتجار

¹ سامي بن ابراهيم السويلم، "مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي"، مركز نماء للبحوث والدراسات، بيروت، ط2، 2013، ص 84.

² رحيم حسين، سلطان محمد رشدي، "نماذج من التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة: المضاربة، السلم والاستصناع"، مداخلة مقدمة في المنتدى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، 21-22 نوفمبر 2006، جامعة بسكرة، ص5.

³ محمود عبد الكريم أحمد ارشيد، "الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية"، دار النفائس، الأردن، ط 2، 2007، ص 41.

به، على أن الربح إن حصل على حسب ما يشترطان من البداية بينهما من النصف و الربع والثالث وغيره، والخسارة تكون على رب المال، ويكفي العامل خسارته لجهده المبذول، إذ ليس من العدل أن يخسر العامل أكثر من جهده، من غير تقصير منه أو إهمال.

• أنواع المضاربة: قد تكون مطلقة أو مقيدة:¹

- المضاربة المطلقة: هي التي يفوض فيها رب المال المضارب في أن يدير عمليات المضاربة دون أن يقيده بقيود، وإنما يعمل بسلطات تقديرية واسعة وذلك اعتمادا على ثقته في أمانته وخبرته.

- المضاربة المقيدة: هي التي يقيد فيها رب المال المضارب بالمكان و المجال الذي يعمل فيه وبكل ما يراه مناسباً بما لا يمنع المضارب عن العمل.

• شروط المضاربة: يشترط في المال أن يكون من الأثمان ، معلوما لكل من رب المال والمضارب وأن لا يكون دينا في الذمة بمعنى أن يكون متاحا للمضارب وإذا قدم العميل أصولا غير النقد كالألات الإنتاجية فيجب تقويمها بالمال في عقد المضاربة.

يشترط في العمل أن يسلم رأس مال المضاربة إلى المضارب مناولة أو بالتمكين منه، وأن يستقل المضارب استقلالاً تاماً بالعمل والإدارة وفي حالة الخسارة يخسر فقط عمله وجهده ويخسر رب المال ماله. أما الربح فيشترط فيه أن يتم تحديد نصيب كلا الطرفين وأن يكون هذا النصيب شائعاً كالنصف و الربع لا مبلغاً معيناً.²

2-2-4- المشاركة: يتمثل هذا الأسلوب في تقديم المشاركين المال بنسب متفاوتة من أجل إنشاء مشروع جديد أو المساهمة في مشروع قائم، بحيث يصبح كل مشارك ممتلكاً حصة في رأس المال بصفة دائمة ومستحقاً لنصيبه من الأرباح، وتستمر هذه المشاركة في الأصل إلى حين انتهاء الشركة ويمكن أن يبيع أحد المشاركين حصته في رأس المال للخروج من المشروع.³

• أنواع المشاركة: يمكن تصنيفها على النحو التالي:

¹. سامي مظهر قنطقجي، "صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، دار أبي الفداء للنشر، سوريا، ط2، 2015، ص ص 306-307.
². سليمان ناصر، "تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية"، نشر جمعية التراث، غرداية، الجزائر، ط1، 2002، ص ص 81-82.
³. سامي مظهر قنطقجي، مرجع سبق ذكره، ص 300.

- المشاركة الثابتة (المتوازنة): هي أن يكون لكل شريك حصة في رأس المال، ويدار المشروع بحسب الاتفاق بين الطرفين على أسلوب الإدارة، كيفية التمويل ونصيب كل منهما من الربح، ويصح أن تكون المشاركة في مشروع طويل الأجل.¹
- المشاركة المنتهية بالتمليك (المتناقصة): هي عملية بمقتضاها يسدد المصرف بصفته كشريك حصته في رأس مال المشروع تدريجيا حتى يؤول إلى العميل، حيث يقوم المصرف بتمويل جزء من التكاليف مقابل الحصول على قسط من الإيرادات تعادل نسبة مساهمته في التمويل، بالإضافة إلى حصة في صافي ربح العميل متفق عليها لتكون مخصصة لتسديد مساهمة المصرف في رأس مال المشروع وتنتهي العملية باسترداد المصرف لمجمل مساهماته وحصته من نتائج الأعمال وتملك العميل للمشروع.²
- شروط المشاركة: إضافة إلى أهلية المتعاقدين يشترط في المشاركة أن يكون رأس المال من النقود معلوما وموجودا في الاتفاق، أن يتم تقسيم الربح حسب الاتفاق لأن العمل له حصة في الربح وأن يكون نصيب كل شريك من الربح جزءا شائعا لا مبلغا مقطوعا و الخسارة بقدر الحصة في رأس المال.³
- 3-2-4- المراجعة: تعرف على أنها البيع بالثمن المشتري به أو تكلفتها على المشتري مع زيادة ربح معلوم يكون في الغالب نسبة مئوية من ثمن الشراء أو التكلفة، تعد صيغة المراجعة شائعة الاستعمال بفضل الأهمية البالغة التي تلعبها في التنمية الاقتصادية كما أن التوسع في المراجحة قد يؤدي إلى زيادة الديون قصيرة الأجل.⁴
- شروط المراجعة:⁵ يشترط فيها تحديد مواصفات السلعة تحديدا كاملا، أن يكون الثمن الأول للسلعة معلوما للمشتري الثاني لأن المراجعة من بيوع الأمانة التي يشترط فيها معرفة الثمن الأصلي، أن يكون الربح معلوما لأنه بعض الثمن، أن يضاف إلى الثمن الأول كل ما يعتبر نفقة في عرف التجار ليكون هو الثمن الأصلي وأن يمتلك البائع (المشتري الأول) السلعة بعقد صحيح قبل أن يبيعها للمشتري الثاني.
- 4-2-4- السلم: يعرف بأنه بيع لشيء موصوف في الذمة ببدل يعطى عاجلا⁶، أي بيع شيئا يقبض ثمنه ويؤجل تسليمه إلى فترة قادمة.

¹ محمود عبد الكريم أحمد ارشيد، مرجع سبق ذكره، ص 33.

² سامي مظهر قنطججي، مرجع سبق ذكره، ص 304.

³ سليمان ناصر، مرجع سبق ذكره، ص 101.

⁴ صالح صالح، نوال بن عمارة، "الصيغ التمويلية ومعالجتها المحاسبية بمصارف المشاركة دراسة تطبيقية بنك البركة"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد2، 2003، ص 52.

⁵ سليمان ناصر، مرجع سبق ذكره، ص 109-110.

⁶ محمود عبد الكريم أحمد ارشيد، مرجع سبق ذكره، ص 104.

- أنواعه: يمكن للسلم أن يكون شراء على مخاطرة حيث يتم الشراء والاستلام والتخزين، ثم البيع بسعر السوق والربح على ما قسم الله، كما يمكن أن يكون متاجرة، على أساس الشراء بالجملة ثم البيع بطريق السلم الموازي في صفقات مجزأة ومتلاحقة بأسعار ترتفع تدريجياً كلما اقترب موعد التسليم، على هذا فهو ينقسم إلى¹ :
 - السلم البسيط: وهو الأكثر استخداماً في مجال الزراعة، يتألف من عقد سلم واحد فقط، تكون صورته كما في التعريف.
 - السلم الموازي: يتضمن عقدي سلم، حيث يشتري البنك بضاعة سلماً من مصدر معين ثم يبيعها سلماً لطرف ثالث، على أن تكون البضاعة من الجنس والمواصفات والكمية نفسها، ويتسم الثمن مقدماً، وبذلك يكون البنك في العقد الأول رب السلم (الممول) وفي العقد الثاني المسلم إليه.
 - السلم المقسط: يسلم مقدار معين من سلعة ما و يتم استلامها على دفعات وقبل تسليم كل دفعة يتم تسليم مبلغ من المال.
 - الشروط:² يشترط في رأس مال السلم (الثمن) أن يقبض في المجلس قبل التفرق، يجب أن يكون معلوماً للطرفين ويجوز أن يكون عينا أو نقداً أو منفعة ولا يكون ديناً. والمسلم فيه يجب أن يكون معلوماً من حيث المقدار عدداً أو كيلواً أو وزناً، أن يكون مقدوراً على تسليمه و أن يجدد مكان التسليم. أما عن الأجل فيشترط تأجيل التسليم بالنسبة للمسلم فيه وأن يكون معلوماً.
- 4-2-5- التمويل بالإجارة: تعرف بأنها هي عقد على منفعة مباحة معلومة تُؤخذ شيئاً فشيئاً مدة معلومة من عين معلومة أو موصوفة في الذمة أو عمل معلوم.³
- أنواعها: يمكن تصنيف أنواع التمويل الإيجاري كما يلي: تأجير تشغيلي و تأجير تمويلي، و التأجير المنتهي بالتملك⁴ الذي يعني به قيام المصرف الإسلامي بإيجار أصل استعمالي ثابت وهو ينتفع به مع بقاء عينه كالسلع المعمرة إلى شخص مدة معينة، بحيث تزيد الأقساط الإيجارية عن أجر المثل، على أن يملكه إياه بعد انتهاء المدة ودفعه الأقساط المحددة الآجال بعقد جديد، فإذا دفع المستأجر الأجر انتقل الأصل المالي إلى

¹ . منى لطفي بيطار، منى خالد فرحات، "آلية التمويل العقاري في المصارف الإسلامية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 25، العدد 2، 2009، ص 23.

² . سليمان ناصر، مرجع سبق ذكره، ص 126-127.

³ . نفس المرجع، ص 121.

⁴ . بان ياسين مكي، "الآثار الاقتصادية لعقد التأجير التمويلي"، مجلة الخليج العربي، جامعة البصرة، المجلد 40، العدد 1-2، 2012، ص 299.

ملك المستأجر في بيع بالجمان، أو ثمن رمزي، أو عند دفعه القسط الأخير من الاتفاق، أما إذا تخلف عن دفع الأقساط طبقت عليه أحكام عقد الإجارة بفسخ العقد لعدم دفع الأجر.

● شروطها: أن تكون المنفعة معلومة إما بالوصف أو بالعرف، مباحة، وأن تكون الأجرة معلومة للطرفين وكذا أن تكون المدة معلومة.

4-2-6- الإستصناع: هو طلب صنع شيء ما على صفة معينة بثمن معلوم، ويجب وصف الشيء المطلوب صنعه بدقة وتحديد مقاساته ومادته الخام ... إذ قد يحتاج الإنسان إلى شيء ولا يجده في السوق فيطلب صناعته من الصانع. زمن شروطه بيان المصنوع محل العقد وأن يكون مما يجري التعامل فيه ، أن تكون المواد المستعملة من الصانع لأنه اذا كانت من طالب الصنع فهي إجارة وأن لا يتم تحديد مدة العقد بأجل.¹

● أشكال التمويل بالإستصناع: يمكن تقسيمها إلى :²

- عقد المقاول: وهو الإستصناع الذي تكون فيه مادة الصنع من قبل صاحب العمل.
- الإستصناع الموازي: قد لا يكون البنك قادرا على الإستصناع بنفسه لكنه قد يرغب في تخفيف العبء على نفسه، فيقبل عقد الإستصناع ويقدمه لمقاول آخر لينجز العمل بشروط دفع و مدة تنفيذ مختلفة.
- الإستصناع المقسط: يستخدم هذا النوع في الحالات التي يكون فيها حجم الإستصناع ضخما جدا ويحتاج إلى وقت طويل لإنجازه، مثل المدن السكنية أو مباني شركات ... حيث يدفع العميل رأس مال المصنوع على أقساط الذي بدوره يسلم له طلبه على أقساط.

4-2-7- أساليب التمويل الزراعي: تتمثل في:

● المزارعة: هي شكل من أشكال المضاربة، حيث تدفع الأرض إلى من يزرعها أو يعمل عليها و الزرع بينهما، وتحقق هذه المعاملة مصلحة لكلا الطرفين صاحب الأرض والعامل. وتوجد صورتان للمزارعة بحسب الجهة التي توفر البذور والآلات فقد يتفق الطرفان على أن يكون ذلك:³

من جانب صاحب الأرض: فيصير العامل أجيرا يعمل له في أرضه ببعض ما يخرج منها الذي هو ثمن ملكه (البذور)، ويكون المعقود عليه في هذه الحالة عمل المزارع.

أو من جانب العامل: فيصير مستأجرا للأرض ببعض ما يخرج منها الذي هو ثمن ملكه، ويكون المعقود عليه في هذه المعاملة منفعة الأرض.

¹. سليمان ناصر ، مرجع سبق ذكره، ص 131-132.

². منى لطفي بيطار، منى خالد فرحات، مرجع سبق ذكره، ص 23-24.

³. سامر مظهر قنطقجي، مرجع سبق ذكره، ص 315.

- شروطها: يشترط في المزارعة أن¹ يتم تحديد الأرض محل الزراعة، الاتفاق على الشيء المزروع ما لم يفوض الزارع تفويضا شاملا، الاتفاق على كيفية توزيع العائد وأن يكون نصيب كل منهما شائعا من الغلة وكذا الاتفاق على أجل انتهاء العقد أي مدة المزارعة.
- المساقاة: تعرف بأنها معاقدة على دفع الشجر والكروم إلى من يصلحها بجزء معلوم من ثمرها، فهي نوع شركة على أن تكون الأشجار من طرف والتربة من طرف آخر وأن يقسم الثمر الحاصل بينهما.²
- شروطها: يشترط في المساقاة ما يلي:³ التخلية بين العامل والأرض وأن يكون عمله معلوما، أن يتم الاتفاق على كيفية تقسيم الناتج وأن يكون نصيب كل منهما جزءا شاسعا ولا يصح أن تكون الأجرة من غير الثمن، أن يكون الأصل مثمرا وأن يعقد العقد قبل بدء صلاح الثمر و الاتفاق على المدة.
- المغارسة: تعرف بأنها إعطاء الرجل أرضه لرجل على أن يغرس فيه عددا من الثمار معلوما، فإذا استحق الثمر كان للغارس جزء من الأرض، فالمغارسة تكون في الأشجار.⁴
- شروطها: أن يغرس العامل في أرض غير موقوفة أشجارا ثابتة الأصول تتفق في الأصناف وتتقارب في مدة إثمارها ولا يكون أجلها لسنين طويلة وأن يكون للعامل حقه من الأرض والشجر.

المبحث الثالث: المداخل المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسات

لموضوع الهيكل التمويلي أهمية كبيرة حازت على اهتمام العديد من الباحثين خاصة منذ أعمال ميلر وموديليانى فظهرت العديد من النظريات واختلفت المداخل بين مؤيد لفكرة وجود هيكل مالي أمثل تتعاطم عنده قيمة المؤسسة ويفسر سلوكها التمويلي، ورافض لها، سنحاول في ما يلي استعراض أهم الأطر النظرية وبعض الدراسات التجريبية للهيكل التمويلي.

¹ . سليمان ناصر، مرجع سبق ذكره، ص 92.

² . محمود عبد الكريم أحمد ارشيد، ، مرجع سبق ذكره، ص 150.

³ . سليمان ناصر، مرجع سبق ذكره، ص 96.

⁴ . نفس المرجع السابق ، ص 121.

المطلب الأول: النظريات الكلاسيكية للهيكل التمويلي

• مدخل صافي الربح: Net income approach (NI)

يفترض هذا المدخل ثبات تكلفة كل من الاقتراض وحقوق الملكية وعدم تأثرها بتغير نسبة الاقتراض،¹ فارتفاع أو انخفاض نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه المقرضون أو الملاك. والسلوك العقلاني للمؤسسة يعني توجيهها لزيادة نسبة الديون كونها مصدر التمويل الأقل تكلفة، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة فإن زيادة نسبة الاقتراض يترتب عليها انخفاض في تكلفة الأموال وارتفاع في قيمة المؤسسة.

ما يُعاب على هذا المدخل افتراضه أن الملاك لن يطالبوا بعائد إضافي نتيجة الاعتماد المتزايد للمؤسسة على الاقتراض، و هذا غير واقعي، لأنه من المتوقع أن يصاحب الارتفاع في نسبة الاستدانة في الهيكل المالي ارتفاعاً في درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك و من ثم يتوقع أن يطالبوا بمعدل مردودية أعلى. إضافة إلى أن ثبات تكلفة القروض رغم زيادة نسبة الاقتراض كذلك افتراض غير واقعي، فالمتوقع أنه بزيادة الاستدانة يتعرض المقرضون لدرجات خطر مرتفعة خاصة في حالة ظهور بوادر مواجهة المؤسسة لعسر مالي. ولهذا يتوقع أن يطالب المقرضون بفوائد أعلى من الارتفاع التدريجي في نسب الاقتراض.²

• مدخل صافي ربح العمليات: (NOI) Net Operating Income Approach

يقوم هذا المدخل على افتراضين أساسيين مفادهما أن تكلفة رأس المال تكون ثابتة أيا كانت نسبة الاستدانة في المؤسسة، و أن تكلفة الاستدانة ثابتة هي الأخرى، في حين ترتفع تكلفة الأموال الخاصة مع كل زيادة في معدل الاستدانة. ويبرر أصحاب هذا المدخل ثبات تكلفة رأس المال، بأن الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة سيعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاستدانة ناتج عن زيادة الاعتماد على هذا المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبياً ولهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة رأس المال ثابتة.³ فتكلفة التمويل المقترضة تتكون من: تكلفة صريحة تتمثل في سعر الفائدة، وتكلفة ضمنية تنشأ عن الزيادة في تكلفة التمويل الممتلك الناتجة عن ارتفاع مستوى الرفع المالي،⁴

¹. منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 635.

². محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "الإدارة المالية، مدخل قيمة المؤسسة و اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 322.

³. ذهبية بن عبد الرحمان، "دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012، ص 65.

⁴. ليلي خواني، شعيب بغداد، "الأسس النظرية لهياكل تمويل المؤسسات و مصادر تمويلها"، مجلة المالية والأسواق، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، العدد 4 (1)، 2017، ص 68.

يترتب عن ثبات تكلفة التمويل ثبات في قيمة المؤسسة وحسب هذا المدخل لا يوجد هيكل مالي أمثل تسعى إليه المؤسسة.

● المدخل التقليدي: Traditional Approach

يفترض هذا المدخل وجود هيكل مالي مثالي يعني وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى وبالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى¹، ويمكن تخفيض التكلفة عن طريق تحديد المزيج المناسب من القروض والأموال الخاصة. تتمثل أهم الفروض التي قام عليها المدخل التقليدي في:²

- سياسة المؤسسة هي توزيع الأرباح السنوية المحققة بنسبة 100% على حملة الأسهم العادية؛
- ثبات خطر الاستغلال على المؤسسة عبر الزمن ويكون نفسه على مستوى كل الاستثمارات المحققة،
- توظف المؤسسة نوعين فقط من الأموال القروض والأسهم العادية، ويمكنها تغيير درجة الرفع المالي بتصفية القروض أو بيع أسهم جديدة تستخدم حصيلتها في تسديد القروض الديمة قبل موعد استحقاقها؛
- عدم وجود ضرائب ولا تكلفة للمعاملات؛
- لا ينتج عن الزيادة في الاقتراض أي خطر مالي.

المطلب الثاني: النظرية الحديثة للهيكل التمويلي

● نظرية ميلر وموديليانى M&M:

قدم الباحثان ميلر وموديليانى من خلال بحثهما في علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة نظرية تتفق وما جاء في مدخل صافي ربح العمليات تندرج ضمن نظرية السوق المالي المتوازنة، تزايد بعدها الاهتمام بالموضوع وتوالى بعدها الأبحاث، وجاءت أعمال ميلر وموديليانى على مرحلتين³:

¹ منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 642.

² عبد المجيد تيموي، "المحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص 25.

³ للاطلاع انظر في ذلك كل من :

- Franco Modigliani and Merton.H. Miller, "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", American Economic Review, vol 48, 1958, pp 261-297.
- Modigliani et Miller, " Corporate income taxes and the cost of capital :a correction" ,American Economic Review, vol 53 juin, 1963 pp 433-443 .

- البحث الأول سنة 1958، في غياب الضرائب ؛
 - البحث الثاني سنة 1963، أخذوا بعين الاعتبار أثر الضرائب على أرباح المؤسسات.
- بنى الباحثان دراستهما من خلال اقتراحين يركز الأول على قيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال، في حين يهتم الاقتراح الثاني بمعدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة) الذي يتوقف على درجة الرفع المالي.¹
- تتمثل أهم الافتراضات التي قامت عليها نظرية M&M في² :
- تتصف سوق رأس المال بالكمال (سوق كفاء)، مما يعني عدم وجود عمولات وساطة (المعلومات متاحة للجميع دون عمولة)؛
 - عدم وجود ضرائب، عدم وجود تكلفة للصفقات، وأن المستثمرين يمكنهم الاقتراض بنفس معدل الفائدة؛
 - التوقعات متماثلة بالنسبة للمستثمرين؛ يمكن للأشخاص والمؤسسات الإقراض والاقتراض بدون حدود وبمعدل بدون خطر؛ عدم وجود خطر الإفلاس؛
 - توزع المؤسسات كل أرباحها، وذلك بهدف تجنب التفاعل بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال؛
 - يمكن وضع المؤسسات في مجموعات على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط، وأن كل مؤسسة داخل المجموعة تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر.³
- نظرية ميلر وموديليان في غياب الضرائب :

الاقتراح الأول: اثبت الباحثان في هذه الحالة أن الهيكل المالي لا يؤثر على قيمة المؤسسة، وأن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلان عن الهيكل المالي وبالتالي لا يوجد هيكل مالي أمثل، وإنما قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها (قدرة أصولها على توليد الأرباح)، فمهما كان المزيج المشكل للهيكل المالي فقيمة المؤسسة لا تزيد أو تقل عن قيمة استثماراتها.⁴

¹. ذهبية بن عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 67.

² عبد الوهاب دادن، "تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية"، مجلة الباحث، عدد 04، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006، ص 109.

³. منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 645.

⁴ Jean Barreau & Jaqueline Delahaye, " Gestion Financiere Manuel & Application", 10emeEdition, Dunod, Paris , 2001, p183 .

الاقتراح الثاني: بين الباحثان في هذا الاقتراح أن العائد المطلوب تحقيقه على الأموال الخاصة يرتبط طرديا مع حجم الاقتراض، حيث يزيد العائد المطلوب تحقيقه بالنسبة للأموال الخاصة كلما زادت القروض ويرجع ذلك إلى زيادة مخاطر الأموال الخاصة مع زيادة الاقتراض وبالتالي ضرورة زيادة العائد المطلوب تحقيقه نتيجة ذلك.¹

تعددت الانتقادات الموجهة لنموذج M&M والتي تتمحور حول مسألة واقعية النموذج²، فالانتقاد الأول كان لافتراض مجانية الأسواق، إضافة إلى افتراض عدم وجود أي نوع من الضرائب في حين أن الفوائد قابلة للتخفيض في حساب الضرائب، بينما المساهمين ليس لهم الحق إلا في الأرباح بعد الضرائب، وهو ما لا يحول دون أن يكون لذلك آثار على تكلفة الدين و الأموال الخاصة، الانتقاد الثالث تتمحور حول تشبيه الباحثين لشروط الإقراض المتاحة للأفراد والمؤسسات، فالمخاطرة المقدره ليست نفسها بالنسبة لكل الأعوان الاقتصاديين، فهي تختلف حسب ما إذا كانت المديونية فردية أو مكتتبه من قبل المؤسسة التي سيصبح مساهما فيها، في الحالة الثانية، المخاطرة غير مرتبطة إلا بمبلغ الأموال " الموظفة" في المؤسسة المقترضة، فيما يتعلق بشروط الإقراض، فمن الأكيد أن الهيئات المالية بالخصوص وكل المقرضين بوجه عام لا يقتصرون في تطبيق معدل سوق واحد عند تفاوضهم حول الاعتمادات التي يمكن أن يعطوها: فالمعدل الحقيقي يكون محل تعديل حسب شخصية و " الثقل الاقتصادي" للمقترض.

نظرية ميلر وموديليان في وجود الضرائب :

بالنظر إلى الانتقادات الموجهة للنموذج الأول فقد أعاد الباحثان ميلر و موديليان صياغة النموذج مع الأخذ في الاعتبار الضريبة على أرباح الشركات في ظل نظام ضريبي يعتمد على خصم التكاليف المالية التي تدفعها المؤسسات من الإيرادات قبل اقتطاع الضريبة، ولا يتم توزيع الأرباح إلا بعد فرض الضريبة وهو ما نجده في أغلب اقتصاديات العالم. توصل الباحثان إلى أنه من مصلحة المؤسسة الاعتماد على الأموال المقترضة في تشكيل هيكلها المالي، لان قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال مقترضة وأموال خاصة تفوق قيمة المؤسسة التي تعتمد على الأموال الخاصة فقط بمقدار قيمة الوفرات الضريبية المحققة للمؤسسة الأولى³. ولهذا يعتبر الباحثان أن الهيكل المالي الأمثل هو الذي يتكون من أكبر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة للاستفادة من الميزة الإيجابية

¹ .مجد بوشوشة، "تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2016، ص 193.

² .يوسف قريشي، "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: دراسة ميدانية"، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005، ص 139-140.

³ .سماح طلحي، "دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة لحالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013-2014، ص 66.

لاستخدامها و المتمثلة في الوفرات الضريبية الناتجة عن خصم التكاليف المالية قبل فرض الضريبة. ما يعاب على هذا النموذج أنه يهمل أن رفع الديون (الرفع المالي) من شأنه زيادة خطر المالي وخطر الإفلاس¹.

طور ميلر سنة 1977 نموذجا تناول فيه التمايز في معدلات الضريبة على الدخل من جهة وعلى أرباح الشركات من جهة أخرى وتأثير ذلك على تكلفة الاقتراض، وخلص إلى أن أخذ عامل الضرائب بعين الاعتبار يقلل من منافع الاقتراض المطلق للمؤسسات، فمن الممكن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسات من خلال الرفع المالي².

• نظرية التوازن (trade – off) la théorie des compromis

تنطلق هذه النظرية من أعمال Myers S.(1984) وتفترض وجود هيكل مالي أمثل من خلال الموازنة بين الوفرات الضريبية، تكلفة الإفلاس و نظرية الوكالة، فالهيكل المالي الأمثل يتحقق عند تعظيم قيمة المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار جميع المتغيرات. فالقرار الأمثل للاقتراض و الذي يضمن أعلى قيمة سوقية للمؤسسة ما هو إلا محصلة التوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفرات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه تكلفة الإفلاس³، و قد عرفت هذه النظرية مرحلتين في إعدادها: المرحلة الأولى أو ما يعرف بـ Trade- statique Off حيث تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس le coût de faillite على نموذج MM وخلصت إلى تحديد معدل مديونية أمثل. المرحلة الثانية والتي عرفت تعديلا في هذا النموذج بالأخذ في الاعتبار تكلفة الوكالة le coût d'agence، وهذا كاستجابة إلى الانتقادات الشهيرة التي وجهت للمرحلة السابقة.

- تكلفة الإفلاس: تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة و قروض لمخاطر الإفلاس، و هي مخاطر لا تتعرض لها مؤسسة مماثلة غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط، و سببها فشل المؤسسة في سداد قيمة القرض و الفوائد في تواريخ الاستحقاق. و الإفلاس هو قيام المؤسسة ببيع أصولها من أجل أداء التزاماتها المترتبة عليها من خلال الحصول على القروض وبالتالي فالقروض ترفع من الخطر المالي للمؤسسة⁵.

¹ أحمد أمين سعد الله، "سياسة التمويل داخل المؤسسة في ظل اقتصاد السوق مع دراسة حالة شركات الاستثمار ورأس المال المخاطر"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010، ص73.

² نور الدين أبو الرب وآخرون، مدخل إلى علم التمويل، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2002، ص131.

³ ليلي خواني، شعيب بغداد، مرجع سبق ذكره، ص69.

⁴ يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص146.

⁵ أنفال حدة خبيزة، "تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، دراسة حالة: مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة"، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011-2012، ص29.

- نظرية الوكالة: نشأت هذه النظرية كمحاولة لحل مشكلة تعارض المصالح بين الإدارة والمالكين من جهة ومع أصحاب المصالح في المؤسسة من جهة أخرى أين يحاول كل طرف تعظيم منفعه الخاصة، وذلك باعتبار المؤسسة سلسلة من التعاقدات الاختيارية بين الأطراف المختلفة في المؤسسة ما سيحد من سلوك الإدارة في تفضيل مصالحها الشخصية على مصالح الأطراف الأخرى.¹ حيث وضع Jensen et Meckling في بحثهما سنة 1976² أن تعدد أهداف مختلف المتعاملين في المؤسسة ينعكس على اختيار الهيكل التمويلي إذ افترض وجود مصالح خاصة بالمديرين تدفعهم لسلوك مغاير في حال ما إذا كانوا مساهمين.

تقترح النظرية حل التضارب بين المساهمين والمسيرين اللجوء إلى الاستدانة، التي يمكن النظر إليها كأداة فعالة لتخفيض تكاليف وكالة الأموال الخاصة، وفي إطار الاستدانة البنكية، ينجم عن الزيادة في حصة الاستدانة زيادة المراقبة من قبل البنك لنشاط تسيير الوكيل، غير أن الاستدانة تولد تضارب مصالح بين المساهمين والمقرضين حيث تخضع العلاقة بين المقرض والمؤسسة لمبدأ عدم التماثل في المعلومات من حيث المستوى والنوعية طيلة فترة القرض، فيواجه البنك مخاطر عدم التأكد بشأن قيام المؤسسة بتحويل الأموال المقترضة لغايات أكثر مخاطرة مما تم تقديره في الاتفاق، ما يدفعه لمراقبة ما يجري في المؤسسة الأمر الذي يؤدي إلى ظهور تكاليف وكالة الاستدانة والتي يتحملها المساهم في الأخير عندما يتم إدماجها في معدل الفائدة.³

المطلب الثالث : النظريات الحديثة للهيكل التمويلي المتوافقة وخصوصية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

عملت النظرية الحديثة للهيكل المالي على البحث عن تفسير عملي للوصول إلى هيكل تمويلي أمثل من بين أهم هذه النظريات نجد:

• نظرية الإشارة Signal Theory

ينسب أول استخدام لنظرية الإشارة في تحليل الهيكل المالي للمؤسسات إلى أعمال Ross سنة 1977⁴ ، تنص هذه النظرية على أن مسيري المؤسسات التي تمتاز بالكفاءة يمتلكون معلومات عن آفاق مستقبلية إيجابية حول وضعية مؤسستهم ويحاولون توفير هذه المعلومات للمساهمين القدامى للمؤسسة والمستثمرين الجدد المحتملين،

¹ صبيحة قاسم هاشم، "نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط و دورة حياة الشركة، بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية"، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية، جامعة بغداد، المجلد 21، العدد 83، 2015، ص 69.

² M.C.Jensen, W.H.Meckling, "Theory of the firm : Managerial Behavior, Agency Costes and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, v3, No4 , 1976 , pp 305-360.

³ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 423-420.

⁴ Stephen A. Ross, "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", The Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1, Spring, 1977, pp 23-40.

وعليهم في ذلك الاعتماد على طريقة غير مباشرة للإعلان عن المعلومات الجيدة أي باستخدام الإشارة في توصيل المعلومات للمستثمرين والذي يكون عن طريق الرفع من الاقتراض.¹ فتؤكد هذه النظرية أن بإمكان مسيري المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء، وخاصية هذه الإشارات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة الأداء.²

الرفع من ديون المؤسسة يؤدي إلى خفض احتمال الإفلاس ورفع قيمة المؤسسة بالتبعية فوفقا لنموذج Ross هذه السياسة التمويلية تعد مؤشرا إيجابيا على قيمة المؤسسة وقدرتها على تحمل الخطر الناتج عن التمويل بالقروض وحافزا للمستثمرين للإقبال على الاستثمار في المؤسسة. لكن غالبا ما يتاح للمسيرين كم أكبر من المعلومات والذي لا يتوفر لدى المستثمرين خارج المؤسسة هذه الحالة تسمى بحالة عدم التماثل المعلومات ولها تأثير قوي على هيكل رأس المال.³ تستند نظرية الإشارة إلى وجود عدم تماثل في المعلومة بين المسيرين و السوق، وإلى فكرتين هما:⁴

- أن تكون نفس المعلومة غير متاحة للجميع، فبإمكان مسيري المؤسسة تهيئة معلومات لكن لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛
 - و حتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة و متوفرة لدى الجميع فهي لا تُدرك بنفس الأسلوب و الطريقة؛
- فالإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل كما يعتقد الكثير، ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسيبيها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها.⁵

• نظرية التمويل التدريجي Pecking Order Theor

بعد دراسة (1961) G.Donaldson حول الكيفية التي ترتب على أساسها المؤسسات مصادر تمويلها التي توصل من خلالها إلى نظرية أسماها نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، التي طورها⁶ Myers et Majluf (1984) والتي تأسست على عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين داخل المؤسسة (مالكين، مسيرين)

¹. مسعود أمير معيزة، "نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 16، 2016، ص 119.

² عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلة الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية، مرجع سبق ذكره، ص 112.

³. نفس المرجع السابق، ص 111.

⁴. Arnaud de servigny et al, " le risqué de credit", 3ème édition, Dunod, Paris, 2006, p197.

⁵. Pierre vernimmen, op cit, p619.

⁶. Myers S ,Majluf N.S, "Corporate Financing and investment decision when Firms have information that investors do not have", Journal of Financial Economics, vol 13 n 2,1984, pp 187-220.

والمعاملين الخارجيين، حيث يعتمد المسيرون على سياسة مالية تهدف إلى تقليل التكاليف المرتبطة بعدم تماثل المعلومات ويفضلون التمويل الداخلي على التمويل الخارجي¹، وبما أن لكل مصدر تمويل مزايا وسلبيات تسمح للمؤسسة المفاضلة في اختيار المصدر المناسب، تتلخص أبعاد هذه النظرية في ما يلي²:

- تفضل المؤسسة الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي المتمثلة في التمويل الذاتي؛
- تضع المؤسسة نسبا مستهدفة لتوزيعات الأرباح، بناء على توقعاتها بشأن الفرص الاستثمارية والتدفقات النقدية المستقبلية؛
- تتبع المؤسسة سياسة ثابتة بشأن توزيعاتها؛ بمعنى أنها تتجنب أي تغيرات مفاجئة، خاصة تلك التي تنطوي على التخفيض في الأرباح الموزعة، وثبات سياسة التوزيع يعني أن الأرباح المحتجزة إضافة إلى مخصصات الإهلاك تفوق الاحتياجات الاستثمارية، والفائض يوجه جزء منه لسداد الديون أو استثمارها في أوراق مالية سهلة التسويق، أما في حالة العجز في حجم الموارد المالية اللازمة لتمويل استثمارات يصعب تأجيلها، تتجه المؤسسة لاستخدام جزء من الرصيد النقدي المتاح أو بيع جزء من الأوراق المالية سهلة التسويق؛
- إذا لم تكف الموارد الذاتية إضافة إلى حصيلة بيع الأوراق المالية التي يمكن توفيرها لمواجهة الاحتياجات المالية حينئذ تتجه المؤسسة أولا إلى الاقتراض بإصدار سندات تقليدية أو من المؤسسات النقدية، لتأتي بعد ذلك إمكانية إصدار أوراق مالية هجينة (سندات قابلة للتحويل إلى أسهم Convertible Bonds) ثم في الأخير يأتي دور إصدار الأسهم العادية.

• نظرية توقيت السوق Market timing

لهذه النظرية أهمية في تفسير اختيار صيغ التمويل لدى المؤسسات وتعتبر دراسة Baker & Wurgler³ (2002) بمثابة المقال الأساسي الذي تناول بشكل خاص نظرية التمويل حسب ظروف السوق، ولذلك هو يعطي تفسيراً حديثاً لأنه مستمد من سلوكيات الإدارة الفعلية في اختيار التمويل تبعا لمؤشرات الأسواق، كما أنه يقدم تفسيراً منطقياً لاختيار التمويل في ظروف اقتصاد سوق حقيقية⁴.

¹ Philippe Adair, Mohamed Adaskou, "Théories Financières Et Endettement Des PME en France : Une analyse en panel", Revue internationale P.M.E., vol 24, numero 3-4, 2011, p143.

² محمد زيدان، جمال قدام، محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، دراسة قياسية للفترة 2011-2013، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، العدد 9، 2015، ص 133.

³ Baker. M and J. Wurgler, "Market timing and capital structure", Journal of Finance, 57, 2002, pp 1-32.

⁴ احمد امين سعد الله، مرجع سبق ذكره، ص 93

الفكرة الأساسية لهذا النموذج هي أن الهيكل المالي للمؤسسة لا يتحدد من خلال المفاضلة بين الأموال الخاصة والديون، ولكن من خلال القرارات المترابطة المتخذة في السابق من خلال السياق المالي اللحظي¹: إصدار الأسهم عندما يكون التثمين مرتفعاً والسياسات البورصية جيداً، إصدار الديون وإعادة شراء الأموال الخاصة عندما تكون الأسعار منخفضة والبورصة تتميز بتشاؤم التوقعات.

فإذا كان مسيرو مؤسسة معينة بصدد تحديد التوليفة المثلى وإعطاء الأولوية للديون إلى الأموال الخاصة، فالمؤسسة التي تباشر إجراءات الرفع في رأس المال يجب عليها الاستدانة من أجل الوصول إلى النسبة المستهدفة.

• نظرية التدفق النقدي الحر free-cash flow

يعرف Jensen (1986)² التدفق النقدي الحر أو المجاني على أنه الفائض النقدي المتبقي لدى المؤسسة والمحصل من جميع الاستثمارية ذات مردودية إيجابية. هذا الفائض من شأنه أن يشكل خلافاً بين الإدارة والمساهمين في تسيير الموارد، فمن المفروض أن يسعى المساهمون إلى طلب توزيع هذا الفائض المتبقي لصالحهم كي يستثمروها في محافظهم الشخصية، لأن بقاء هذه الأموال لدى المسيرين قد يعني تصرفهم فيها لغير مصلحة المساهمين والشركاء. هذا السلوك قد يضر بصورة المؤسسة في السوق لأن عدم توزيع هذا التدفق المجاني على المساهمين قد يوحي للسوق بأن ذلك مؤشر على مشاكل مالية للمؤسسة (عدم القدرة على الاقتراض) مما قد يخفض من قيمة أسهم المؤسسة. ولتجنب هذا الخلاف بين الإدارة والمساهمين الناتج عن وجود فائض في السيولة يمكن اللجوء إلى تعديل هيكل التمويل عن طريق رفع حجم الديون في الميزج التمويلي³. حسب جانسون فإن الزيادة في نسبة الاستدانة سيفرض على المدراء انتهاج سياسة أكثر حذراً في تسيير الموارد المالية، لأن الديون تزيد من الخطر المالي وأي سوء تسيير قد يعرض مستقبل المؤسسة للإفلاس. في هذه الحالة وعند تعويض بعض الأموال الخاصة بالديون يمكن التنبؤ بزيادة أسعار الأسهم، والعكس إذا ما اكتفينا بالموارد الداخلية وفائض السيولة فيمكن ملاحظة انخفاض سعر الأسهم وقيمة المؤسسة.

فيما يلي جدول يلخص مختلف النظريات و المداخل المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسات حيث:

L : الرفع المالي	K : تكلفة الأموال الخاصة	V : قيمة المؤسسة
R : العوائد المتوقعة	↑ : زيادة	↓ : انخفاض

¹. محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 225-226.

² Jensen M.C , "Agency costs of free cash flow , corporate finance and takeover", American Economic Review, 1986.

³. أحمد أمين سعد الله، مرجع سبق ذكره، ص 91.

الجدول رقم (1-2): مداخل ونظريات الهيكل التمويلي

النتائج	التأثير (2)	التأثير (1)	النظرية / المدخل	
V↑	K↓, R↑	L↑	الدخل الصافي	1
V	K	L↑	الدخل الصافي التشغيلي	2
V↑	K↓	L↑	المدخل التقليدي	3
V	K	L↑		
V↓	K↑	L↑		
V↓	K↑, R↑	L↑	ميلر وموديليان في ظل غياب الضرائب	4
V↓	K↓	L↑	في وجود الضرائب	
V↑→التوازن	K↓ العسر المالي↑	L↑	نظرية الموازنة	5
ربح للمستثمرين الجدد وخسارة للمستثمرين الحاليين	انخفاض قيمة الاسهم لاستثمار جديد	عدم تماثل المعلومات بين المساهمين ↑ والمستثمرين	عدم تماثل المعلومات	6
أولاً، ربح للمساهمين ثم فرصة للمستثمرين جدد	محاولة استثمار في قيمة حالية صافية إيجابية للمشاريع	المصادر الداخلية أولاً ثم المصادر الخارجية	نظرية التمويل التدريجي	7
يمكن حل مشكلة عدم تماثل المعلومات عن طريق نظرية الإشارة	-----	تمثل القرارات التمويلية إشارة ↑ للمستثمرين	نظرية الإشارة	8
V↓	-----	تضارب المصالح بين المسيرين، ↑ المساهمين و الدائنين	نظرية تكاليف الوكالة	9
V↑	-----	تضارب المصالح بين المسيرين، ↑ المساهمين و الدائنين		
V↑	تكاليف الوكالة ↓	L↑ ↑توزيعات الارباح	نظرية التدفق النقدي الحر	10
V↑	-----	↑توقعات مستقبلية صحيحة	ديناميكية التوازن	11
V↓	-----	↑توقعات مستقبلية خاطئة		
V↑	اصدار أسهم جديدة	↑زيادة قيمة الاسهم	نظرية توقيت السوق	12
V↑	اعادة شراء أسهمهم	↑تخفيض قيمة الاسهم		

Source : Javad Afrasiabishani et al, "A Comprehensive Review on Capital Structure Theories", School of Doctoral Studies (European Union) Journal, 2012, p37.

خلاصة:

تكتسي المؤسسات الصغيرة و المتوسطة أهمية في اقتصاديات الدول نظرا لمساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية رغم ما تواجهه من صعوبات وتحديات خاصة من الناحية التمويلية، عادة ما تتمثل مصادر تمويل مشروع جديد في المدخرات الشخصية لأصحابه أو من مصادر خارجية كمتخلف أنواع القروض الممنوحة من طرف البنوك أو ما تقدمه مؤسسات التمويل المتخصصة من منتجات كرأس مال المخاطر، كذلك تعتمد المؤسسات لتمويل نشاطها ونموها على ما يعرف بالتمويل الذاتي (مخصصات الاهتلاك والأرباح المحتجزة) و مختلف التمويلات المتوفرة كالتأجير، التمويل الإسلامي واللجوء إلى سوق الأوراق المالية.

لكل أسلوب تمويلي مجموعة من الخصائص التي تعمل على تذليل الصعوبات التمويلية بما يتوافق و خصوصية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ويلبي احتياجاتها ضمن مختلف مراحل حياتها.

سنتطرق في الفصل الموالي إلى أهم الدراسات التي تناولت موضوع تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من مختلف الجوانب وعلى المستويين المحلي و الدولي.

الفصل الثاني:

الدراسات السابقة

تمهيد

للدراسات السابقة أهمية كبيرة في مساعدة الباحثين على الانطلاق في البحث العلمي، ورسم معالم الدراسة، والاستفادة من طرق مناقشة المواضيع والنتائج المتوصل إليها، اعتمادنا في تقسيم الدراسات السابقة على معيار الدراسات المحلية التي تم إجراؤها على مستوى الجزائر والدراسات الأجنبية والتي تناولت ما يتعلق بالتمويل عموماً والصعوبات التمويلية التي تواجه المؤسسات إضافة إلى مختلف البدائل التمويلية، وما يتعلق بمحددات الهيكل التمويلي ورتبتها زمنياً من الأحداث، ومن ثم مناقشة هذه الدراسات وإبراز ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة .

المبحث الأول: عرض وتقييم الدراسات المحلية

المطلب الأول: عرض الدراسات

• دراسة السعدي رجال، سامي فؤاد براك بعنوان: "التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

كمدخل مهم للتنوع الاقتصادي دراسة مقارنة بين مختلف البنوك العمومية بولاية أم البواقي"،¹

تناول الباحثان من خلال هذه الدراسة واقع التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في البنك الخارجي الجزائري - وكالة أم البواقي - مقارنة مع مجموعة من وكالات بنوك أخرى، بالاعتماد على أسلوب الملاحظة و المقابلة أكدا على الدور المهم للوكالة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - كونه من الناحية النظرية البنك المختص في تمويل هذه المؤسسات - عن طريق منح قروض مضمونة بشكل كبير، وخلص الباحثان إلى أن الصيغ التمويلية التي يعرضها بنك الجزائر الخارجي لا تساهم مساهمة فعالة في تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فمعظم البنوك تتبع سياسة الحذر في منح القروض بسبب عدم الثقة في دراسات الجدوى التي تقدمها المؤسسات، كما وصف الباحثان عمل البنك بأنه لا يتميز بالمرونة وذلك لما يشترطه من ضمانات عقارية أو عينية بنسب عالية على القروض إضافة إلى أن البنك لا يميز في أسعار الفائدة المفروضة بين المؤسسات الصغيرة و المتوسطة والمؤسسات الكبيرة، وأرجع الباحثان ضعف مساهمة البنك الخارجي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى ضعف استخدام التكنولوجيا مما يدفع بالمؤسسات للبحث عن مصادر تمويل أخرى.

• دراسة رياض جدار بعنوان: "واقع و دور بورصة الجزائر في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات

والحلل"²

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تشخيص واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر و أهمية البورصة في توفير التمويل للمؤسسات و دورها في تحقيق التنمية، فبعد ظهورها كمصدر تمويلي جديد يسمح للمؤسسات بإصدار أسهم أو سندات حسب طبيعتها دخلت مجموعة من المؤسسات البورصة وانسحبت أخرى، وتطرق الباحث للمعوقات التي حالت دون أداء البورصة للدور المنتظر منها وقسمها إلى معوقات اقتصادية، معوقات

¹. السعدي رجال، سامي فؤاد براك، مرجع سبق ذكره.

². رياض جدار، "واقع و دور بورصة الجزائرية في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والحلول"، مجلة الاقتصاد و التنمية البشرية، جامعة سعد دحلب البلدية، العدد (1)8، 2017، ص ص 32-45.

سياسية و تشريعية، معوقات اجتماعية وثقافية و دينية ومعوقات تنظيمية. وأكد على أن نجاح سوق الأوراق المالية يعتمد على ما توفره لها الحكومة من رعاية.

● دراسة مُجد بوشوشة بعنوان " تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية"¹

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى توضيح مختلف سياسات التمويل التي يمكن للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية اعتمادها من أجل تمويل نشاطها الاستثماري والاستغلالي، بما يضمن استمرارها وتحسين أدائها، وقام بدراسة الهيكل المالي لعينة من 10 مؤسسات جزائرية قامت بعمليات إصدار على مستوى بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2013، معتمدا في ذلك على المنهج الوصفي التحليلي و منهج دراسة الحالة.

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

● دراسة عبد المجيد تيماموي بعنوان "نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية"²

حاول الباحث من خلال هذه الدراسة تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية بإبراز العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسات المالية منها وغير المالية، وتبيان العوامل المحددة لهيكل تمويل المؤسسات الجزائرية بإسقاط الجانب النظري على عينة من المؤسسات الجزائرية تمثلت في مجمع صيدال، المؤسسة الجديدة للمصبرات روية، مؤسسة التسيير الفندقية سلسلة الاوراسي، مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف والمؤسسة الجزائرية لصناعة الأنايب للفترة 2008-2012، معتمدا على المنهج الوصفي ومنهج دراسة الحالة.

¹ مُجد بوشوشة ، "تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية"، اطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة مُجد خيضر بسكرة، 2016/2015.

² عبد المجيد تيماموي، "نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة مُجد خيضر، بسكرة، 2015.

توصل الباحث من خلال هذه الدراسة إلى أن المؤسسات محل الدراسة تستخدم الاقتراض في هيكلها التمويلي بغرض الاستفادة من مزايا الرفع المالي وتحتفظ بجزء كبير من أرباحها في شكل احتياطات و أرباح محتجزة إضافة إلى أقساط الاهتلاك لتشكيل التمويل الذاتي والاعتماد عليه في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة مستقبلا، كما خلص إلى أن المؤسسات تحقق عائدا على الأصول مقبولا على استثماراتها يعكس كفاءة المؤسسات الاستثمارية والتشغيلية.

● دراسة رامي حريد بعنوان "البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة دراسة حالة الجزائر".¹

هدف الباحث لدراسة دور وفعالية البدائل التمويلية للإقراض في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر وإبراز أهميتها مستخدما المنهج الوصفي التحليلي.

توصل الباحث إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كغيرها من المؤسسات تفضل التمويل عن طريق الأموال الداخلية كمصدر أول ثم تفكر في اللجوء إلى الاقتراض من البنوك لكن المخاطرة العالية وعدم تماثل المعلومات التي تميزها تمثل أبرز الصعوبات التي تحول دون حصولها على القروض، إضافة إلى عدم موضوعية شروط منح القروض المتبعة من طرف البنوك والتي لا تتلاءم وطبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. كما يرى الباحث أن البدائل التمويلية: قرض الإيجار، رأس مال المخاطر والتمويل الإسلامي حديثة و اهتمام الدولة بها ضعيف مقارنة بالدول المتقدمة وبعض الدول النامية كتونس والمغرب، فغياب الاطار القانوني والتحفيزات الخاصة بهذه التقنيات التمويلية يُصعب على الهيئات المانحة تقديم خدماتها بشروط يسيرة تلبي احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

● دراسة سماح طلحي بعنوان "دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مع الإشارة لحالة الجزائر".²

تهدف الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى التطرق لإشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر والبحث في أسبابها وعن مدى إمكانية استفادات هذه المؤسسات من الخيارات التمويلية الحديثة المتاحة في

¹ . رامي حريد، "البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة دراسة حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2014.

² . سماح طلحي، "دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مع الإشارة لحالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013-2014.

السوق. بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لتغطية مختلف المفاهيم النظرية وتحليل دور البدائل التمويلية الحديثة في حل إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

من أهم ما خلصت إليه الدراسة أن البنك هو المصدر الأساسي لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر رغم أن أغلب المؤسسات لا يمكنها الاستفادة منها لتلبية احتياجاتها التمويلية بسبب الإجراءات المعقدة والضمانات المطلوبة من طرف البنوك، كما أشارت الباحثة إلى أن طبيعة النظام الاقتصادي الجزائري وما رسمه من إجراءات و طرق تمويل مصرفية ألزم بها المؤسسات المالية أدى إلى غياب تقنيات مالية و مصرفية متطورة، وأن الجهود المبذولة لتبني أساليب تمويلية حديثة ك رأس مال المخاطر والتأجير التي أثبتت نجاعتها في دول أخرى لم تكن كافية بالمستوى المطلوب والسبب الأساسي لذلك يعود للتأخر في صدور القوانين والتشريعات التي تنظمها بالإضافة إلى غياب التحفيز المشجعة لها.

• دراسة ياسين العايب بعنوان "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر".¹

حاول الباحث من خلال هذه الدراسة تفسير السلوك التمويلي للم.ص.م من خلال بحث العوامل المحددة للتمويل من مختلف المصادر ومن ثم بحث إشكالية عدم قدرة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة على الدخول إلى سوق التمويل لعينة من 102 مؤسسة للفترة 2006-2009 باستخدام نموذج انحدار متعدد.

خلصت الدراسة إلى أن إشكالية التمويل في الجزائر ترجع إلى العديد من العوامل أهمها الخصوصية المالية تجاه عدم تماثل المعلومات بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و مؤسسات التمويل والأثار السلبية لكل من صغر الحجم، ضيق مصادر التمويل، فرض المؤسسات الممولة المشاركة في الأموال الخاصة وكذا ضعف تحكم الم.ص.م في التكنولوجيا التي تساعد على جذب مؤسسات التمويل المتخصصة.

نتائج هذه الدراسة تؤكد ما توصلت إليه الدراسات السابقة فيما يخص أهمية الحجم خاصة على تنوع الأصول الذي يمكن المؤسسة من مواجهة خطر عدم القدرة على السداد، فزيادة الحجم تعني ثقة أكبر من البنوك وكذلك

¹. ياسين العايب، "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011.

فرصة حصولها على مهلة سداد أكبر من الموردين. وجد الباحث 88% من م.ص.م لا يقل عدد عمالها عن 20 عامل ما يضاعف من نسبة استفادتها من إيجابيات الحجم في استقطاب أنواع التمويل.

• دراسة Chaib BOUNOUA بعنوان " **Contraintes de financement et dynamiques entrepreneuriales : le cas des petites et micro entreprises de la Ville de Tlemcen** ¹"

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على تمويل المؤسسات الصغيرة و متناهية الصغر في الجزائر بالتطبيق على 75 مؤسسة مصغرة في تلمسان مع الإشارة إلى العقبات والقيود المصرفية التي تواجهها. باستخدام استبيان موجه إلى مسؤوليها إضافة إلى مقابلات أجريت مع مسؤولين في مختلف البنوك لتقييم العلاقة بين البنك والمؤسسات المصغرة.

أظهرت الدراسة أن أهم المعوقات التي تواجه تطور المؤسسات المصغرة هو عدم كفاءة النظام المالي الجزائري الذي يعاني من ضعف كبير من حيث الهياكل التنظيمية التي لا تزال بيروقراطية، التمويل البنكي ينحصر في شكله التقليدي و يخلو من الابتكار و التنوع في المنتجات المالية وكذا غياب تأهيل الموارد البشرية لمرافقة المشاريع المصغرة، وخلص الباحث إلى وجود وجهة نظر أحادية الجانب ومبالغ فيها حول مخاطر المؤسسات الصغيرة و متناهية الصغر إذ أنه غالبا ما تُرفض طلباتها بحجج ضعف الضمانات، عدم كفاية الملاءة، عدم مصداقية المشروع أو نقص المعلومات.

• دراسة أحمد أمين سعد الله بعنوان " **سياسة التمويل داخل المؤسسة في ظل اقتصاد السوق مع دراسة حالة شركات الاستثمار ورأس المال المخاطر** ²."

حاول الباحث من خلال هذه الدراسة إلقاء الضوء على دور سياسة التمويل التي تنتهجها الإدارة داخل المؤسسات الحديثة - في ظل وجود موارد وبدائل مالية عديدة- في تحقيق الهدف تعظيم قيمة المؤسسة. وهدف إلى البحث عن احتمال وجود سياسة تمويل مثلى وفعالة بالنسبة لإدارة الشركة .

¹ . Chaib Bounoua, "Contraintes De Financement Et Dynamiques Entrepreneuriales : Le Cas Des Petites Et Micro Entreprises De La Ville De Tlemcen", les cahiers du mecas, université de tlemcen, Volume 7, Numéro 1, 2011, Pages 46-61.

² . أحمد أمين سعد الله، "سياسة التمويل داخل المؤسسة في ظل اقتصاد السوق مع دراسة حالة شركات الاستثمار ورأس المال المخاطر"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010.

بعد عرض الأدبيات النظرية والتجريبية للهيكل المالي حاول الباحث الوصول إلى نموذج عام (في ظل نظام تقليدي) جمع فيه بين فرضيات نظرية الموازنة والاستفادة من تأثير ضريبة الأرباح وكذلك الضريبة الشخصية على قيمة المؤسسة، ومشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين لما لها من أهمية في الواقع الميداني، و أخيرا مشكلة الإفلاس و تأثيرها السلبي على قيمة المؤسسة. ثم حاول تحديد المزيج التمويلي للشركة بين إصدار أسهم و صكوك إسلامية عن طريق نموذج الموازنة العام السابق، (هذه المرة في ظل نظام اقتصاد إسلامي)، ثم الحق دراسته بفصل تطبيقي حول دراسة حالة الشركة الجزائرية-السعودية للاستثمار وشركة سوفينانس.

أهم ما استخلصه هو التعارض في استنتاجات الباحثين فيما يخص مدى مصداقية الأطر النظرية، بسبب اختلاف عينة الشركات التي درسها الباحثون من حيث العدد والحجم والفترة التي تم فيها تتبع هيكل تمويلها. رغم هذا التعارض فقد وجد أنه من الممكن التوفيق بين الاتجاهات الرئيسة في تفسير هيكل التمويل عن طريق الاستفادة من نظرية الموازنة بين زيادة حجم الديون و التقليل من تكاليف الإفلاس.

● دراسة يوسف قريشي بعنوان: "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: دراسة ميدانية".¹

سعى الباحث من خلال دراسته إلى البحث في الخصائص العامة المحددة لسياسة تمويل الم.ص.م الجزائرية، من حيث طبيعتها ومميزات السلوك التمويلي لهذه المؤسسات على عينة من 128 م.ص.م للفترة 2001-2003. باستخدام نموذج انحدار متعدد ثم نموذج انحدار تدرجي من أجل نتائج أفضل.

توصل الباحث إلى دور مختلف النظريات المالية في تفسير سلوك الاختيار التمويلي للم.ص.م الجزائرية حيث تظهر نظرية التمويل التدرجي من خلال متغيرات المردودية، حجم المؤسسة، معدل النمو وطبيعة القطاع. ونظرا لغياب سوق مالي خاص بهذا النوع من المؤسسات فتحويلها ينحصر فقط في الاعتماد على التمويل الذاتي وتفكر بعد ذلك في الاقتراض البنكي الذي يعتبر متغير الضمانات من أهم المحددات للحصول عليه، في العموم فقد أظهرت الدراسة أنه كذلك لكل من نظرية الوكالة ودورة الحياة أهمية في تفسير اختيارات التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. كما أظهرت النتائج فرقا في النتائج المتوصل إليها حسب طبيعة القطاع.

¹. يوسف قريشي، "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: دراسة ميدانية"، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005.

المطلب الثاني: مناقشة الدراسات المحلية

ركزنا من خلال الدراسات المجمع على الدراسات التي اهتمت بالبدائل التمويلية فمنها التي تناولت جانب العرض و تحليل ما هو متاح أمام المؤسسات الجزائرية حيث أكد كل من (طلحي، 2014)، (حريد، 2014) على أن مختلف البرامج و السياسات التشجيعية خاصة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ساهمت في انعاش نسبي لهذا القطاع بما توفره من دعم، مساعدات و امتيازات. تتقاطع دراستنا مع هذه الدراسات من حيث الاهتمام بما هو متاح في السوق التمويلية الجزائرية من بدائل حديثة تسهم في دعم المؤسسات الاقتصادية عامة والصغيرة والمتوسطة خاصة خلال مختلف مراحل حياتها، وعن باقي الدراسات فقد اهتمت بأحد البدائل فقط ودوره في حل إشكالية تمويل الم.ص.م حيث خلص كل من (بوشوشة، 2016)، (تيماموي، 2015)، (العايب، 2011) و(قريشي، 2005) إلى أن المؤسسات تعتمد في تمويل احتياجاتها على تسلسل في المصادر فعادة ما تبدأ بالتمويل الذاتي ثم تتوجه للتمويل الخارجي وفي مقدمته الاقتراض البنكي ثم المصادر الأخرى.

بالنسبة للتمويل البنكي الذي كان ولا يزال أول سبل التمويل الخارجية و أكثرها اعتمادا وفقا لما ورد في أغلب الدراسات السابقة فهو كذلك لا يخلو من الصعوبات كما وضحتها (بونونة، 2011) في دراسته الميدانية، و أورد (رجال، براك، 2017) أن الصيغ التمويلية التي يعرضها بنك الجزائر الخارجي لا تساهم مساهمة فعالة في تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فمعظم البنوك تتبع سياسة الحذر في منح القروض ، لا تميز في فرض أسعار الفائدة بين المؤسسات الكبيرة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، إضافة إلى طلب الضمانات العالية.

اعتبرت الدراسات المحلية أن تجربة البدائل التمويلية (قرض الإيجار، رأس مال المخاطر) في الجزائر حديثة وتواجه مجموعة من المعوقات التي حالت دون أدائها للدور المنوط بها يعتبر الاطار القانوني أهمها، كما أن غياب تنظيم محكم للسوق المالي والصعوبات التي تجدها المؤسسات فيما يتعلق بشروط الإدراج وغيرها من الأسباب التي جعلت من السوق المالية رغم أهميتها بديلا مهملا من طرف المؤسسات الجزائرية.

المبحث الثاني: عرض وتقييم الدراسات الأجنبية

المطلب الأول: عرض الدراسات الأجنبية

• دراسة Fadoua Anairi, Saïd Radi بعنوان: "Sources De Financement Des

¹" Petites Et Moyennes Entreprises (PME) Et Contraintes De Survie

هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الصعوبات التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحصول على التمويل على الرغم من وجود مجموعة متنوعة من مصادر التمويل، خاصة القروض البنكية التي تحتل مكانة مهمة في الهيكل التمويلي للم.ص.م.

من خلال التعريف بمختلف المصادر التمويلية المتاحة للم.ص.م وأهميتها، خلص الباحثان إلى أنه رغم تعدد المصادر المتاحة للم.ص.م لا يزال القرض البنكي المصدر الأكثر استخداما رغم مجموعة القيود التي تحد من إمكانية الحصول عليه، ويمنح أساسا بالنظر في القدرة على السداد والمخاطر التي يتحملها البنك. يرى الباحثان أن استمرارية الم.ص.م و تطورها لا يكون فقط بالتمويل وإنما يحتاج إلى الشريك الذي يرافق و يشارك في المخاطر و أن البنوك الإسلامية بدائل جديدة مناسبة لتمويل المؤسسات، نظريا التمويل الإسلامي يعزز روح ريادة الأعمال من خلال ربط التمويل بالاقتصاد الحقيقي.

• دراسة Pascal BELLO بعنوان "Financement des investissements dans un

contexte d'insuffisance de ressources propres et de rationnement de crédits : quel impact sur la performance des petites et moyennes

²entreprises (PME) de transport inter-urbain

يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تحديد مصادر تمويل استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة في قطاع النقل وتأثيرها على أدائها، على عينة مكونة من 58 مؤسسة في الكاميرون.

¹ . Fadoua Anairi, Saïd Radi, "Sources De Financement Des Petites Et Moyennes Entreprises (PME) Et Contraintes De Survie", European Scientific Journal , Vol.13, No.25 , 2017, p 318-338.

²Pascal Bello , "Financement des investissements dans un contexte d'insuffisance de ressources propres et de rationnement de crédits : quel impact sur la performance des petites et moyennes entreprises (PME) de transport inter-urbain ", XXV Ie Conférence Internationale de Management Stratégique , Lyon, 7-9 juin 2017.

توصل الباحث إلى وجود ثلاثة أنواع من التمويل لخصها في: التأجير، القروض البنكية و التمويل التكافلي، وأن التمويل عن طريق الاستئجار هو الأكثر استخداما لما له من مميزات تناسب طبيعة نشاط المؤسسات إضافة إلى سهولة الحصول عليه لكن في حد معين لأنه بعد ذلك وفي ظروف معينة سيقبل من أداء المؤسسة، يليه بعد ذلك الاعتماد على القروض البنكية كونها مصدر تمويل خارجي طويل الأجل يلائم احتياجاتهم التمويلية لكنه يواجه بعض التحديات الممكن التغلب عليها عن طريق تحسين جودة المعلومات المالية الخاصة بالمؤسسات و ضمان سداد القروض،... أما عن التمويل التكافلي فرغم سهولة الحصول عليه إلا أنه يعد تمويلًا قصير الأجل ومشكلة تمويل المؤسسات عادة ما تكون متوسطة أو طويلة الأجل.

• دراسة Nihad DINE-DINE, Bouchra EL KHAMLICHI بعنوان: " **Financement**

1" et croissance des PME-PMI locales : Cas de la ville de Nador

هدفت الباحثتان من خلال الدراسة إلى التطرق إلى عنصر التمويل الخارجي كونه أحد قيود نمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وأجريت الدراسة على عينة عشوائية من 19 مؤسسة لمدينة الناظور بالمغرب.

افتترضت الباحثتان وجود علاقة سلبية بين نمو و تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، فعلى الرغم من الاهتمام الذي أولته الدولة لهذا النوع من المؤسسات لدعم نشاطها إلا أنها لا تزال تواجه صعوبة في الحصول على التمويل الخارجي، رغم زيادة حصة القروض المتوسطة الأجل، كما أن حصة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة المستفيدة من سوق الأوراق المالية وسوق رأس مال المخاطر منخفضة، وعلى هذا خلصت الباحثتان إلى أن البنوك تعتبر الشريك المميز للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الرغم من محدودية الحصول عليه بسبب حجم المخاطر المحيطة بالمؤسسات، و أن رأس المال المخاطر على الرغم من أهميته إلا أنه لا يمكن أن يكون بديلا عن التمويل البنكي.

• دراسة Lucas Pony بعنوان " **Le Financement Des Pme « Africaines » : La**

2" Nécessité Du Crédit-Bail Et La Bourse Des Valeurs

يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى إبراز دور قرض الإيجار وسوق الأوراق المالية في دعم التنمية الاقتصادية في الكاميرون بالاعتماد على مجموعة من البيانات الإحصائية للفترة 1990-2008.

¹.Nihad DINE-DINE, Bouchra EL KHAMLICHI, "Financement Et Croissance Des Pme-Pmi Financement Et Croissance Des Pme-Pmi", Revue du Contrôle de la Comptabilité et de l'Audit, Numéro 3 : Décembre 2017, p-p 567-584.

² . Lucas Pony, "Le Financement Des Pme « Africaines » : La Nécessité Du Crédit-Bail Et La Bourse Des Valeurs", European Scientific Journal July, vol.12, No.19, 2016 .p 190-203.

تمثل النتائج المتوصل إليها في أن البنوك تعد الشريك المتميز للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الكاميرون يقتصر نشاطها على منح القروض في حدود كل ما يمكنها التنبؤ به ولا تعتبر مستثمر جريء على المدى الطويل وليست على استعداد لتحمل المخاطر، وهذا ما جعل المؤسسات تبحث عن بدائل تمويلية لتنويع مواردها المالية وتوجهت لقرض الإيجار كونه أسلوب تمويلي على المدى القصير يساعد في تقليل نسبة القروض التي رفض البنك منحها، ويسمح للمؤسسات التي تعاني من صعوبات في الحصول على القروض البنكية من تمويل استثماراتها 100%، الحفاظ على مواردها لتمويل دورتها التشغيلية، والحصول على الأصول اللازمة دون الحاجة إلى امتلاكها كون الممول هو صاحب الأصل طول فترة العقد ما يعتبر ضمانا له.

وأن البورصة تُعد بديلا تمويليا مكملًا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المدى الطويل، إضافة إلى أن توجه المؤسسات لهذين البديلين يمكن البنوك من الحد من خسائرها الناتجة عن تخلف المؤسسات عن السداد.

• دراسة Mohamed ZEAMARI, Mohamed OUDGOU بعنوان " **Les difficultés de financement des PME marocaines: vision critique sur des dispositifs de financement** " ¹.

هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى التعريف بمختلف أساليب التمويل في المغرب وسياسات الدعم التي وفرتها الدولة لتمكين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من تجاوز الصعوبات التمويلية التي تواجهها.

خلص الباحثان إلى أنه رغم المكانة التي تحتلها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد المغربي إلا أنها تعاني من صعوبات في الحصول على التمويل المناسب بسبب هشاشة هيكلها التمويلي، نقص في رأس المال، ضعف في الأصول وغياب في الشفافية، ما يدفعها للتوجه إلى التمويل غير الرسمي لتلبية احتياجاتها. وبغية تسهيل وصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى التمويل الخارجي قامت الدولة بوضع أنظمة دعم و ضمان للمؤسسات، إضافة إلى المصادر التمويلية الأخرى كالتمويل المصرفي، التمويل الأصغر، رأس مال المخاطر، التأجير وصناديق الضمان. رغم التنوع في المصادر إلا أن استفادة المؤسسات منها ضعيفة بسبب ارتفاع تكاليف التمويل من جهة

¹ . Mohamed ZEAMARI, Mohamed OUDGOU, "Les difficultés de financement des PME marocaines: vision critique sur des dispositifs de financement", La Première Edition des Journées Nationales de l'Entrepreneuriat Sous le thème : Formation universitaire et entrepreneuriat, Université Ibn Zohr, Maroc, le 17 et le 18 décembre 2015.

والعلاقة بين المؤسسات والجهات المانحة للتمويل من جهة أخرى التي تتميز عموماً بعدم تماثل المعلومات ونقص في الضمانات، في ظل هذا وتبقى البنوك المصدر الخارجي الرئيسي لتمويل المؤسسات.

• دراسة Philippe Adair, Fredj Fhima بعنوان " **Le financement des PME en**

1" Tunisie: Dépendance à l'égard des banques et rationnement du crédit

هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى التعرف على الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية لعينة من 1275 مؤسسة للفترة 2001-2006.

من أهم ما توصل إليه الباحثان أن العوامل الخارجية المتمثلة في تكلفة التمويل وحجم الضمانات هي المتحكم في توجه المؤسسات و طلبهم للقروض البنكية وليس مستوى النشاط أو الموارد الداخلية المتاحة لهم، و أوضح أن الضمانات المطلوبة تعتبر أكبر عائق أمام المؤسسات في حصولهم على التمويل المطلوب. كما يرى الباحثان أن البنوك التونسية تتعامل مع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بأحكام سلبية مسبقة ويوصي بضرورة قيام البنوك باستبدال نماذج تقييم المخاطر التقليدية المعمول بها وتطوير منتجاتها والاستفادة من التقنيات الجديدة من أجل التمييز بين المؤسسات عالية المخاطر والمؤسسات منخفضة المخاطر. إضافة إلى دور الدولة في تعزيز حماية الدائنين في حالة الإفلاس حيث أن القانون الحالي يهدف لحماية المؤسسات التي تواجه صعوبات أكثر من حماية الدائنين.

• دراسة Djamel eddine SAHNOUN بعنوان: **Le marché alternatif et son rôle**

2. dans le développement des PME -Le cas de la Tunisie-

قام الباحث من خلال دراسته بتسليط الضوء على التجربة التونسية في الاهتمام بدور الأسواق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وخلصت الدراسة بأن هذه المؤسسات تسعى لتحقيق هدفين: تطوير أنشطتها والاستثمار في البحوث والأسواق الجديدة. وهو ما لا يوفرها لها التمويل الذاتي أو الاستدانة وبالتالي فهي بحاجة لتنويع مصادر التمويل من خلال استخدام بعض صيغ التمويل مثل السندات والتأجير،

¹ . Philippe Adair, Fredj Fhima, "Le financement des PME en Tunisie : Dépendance à l'égard des banques et rationnement du crédit", Revue internationale P.M.E, vol 26 N(3-4),2013, 117-138.

² . Djamel eddine SAHNOUN , "Le marché alternatif et son rôle dans le développement des PME -Le cas de la Tunisie", revue Des économies nord Africaines, Université Hassiba Benbouali, N°6 , 2009.

وفتح رأس المال لمستثمرين جدد. بعبارة أخرى، الانتقال من ثقافة مصرفية إلى ثقافة السوق. تم إنشاء سوق بديلة تعمل على تسهيل إدخال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسوق الأسهم وتشجيع الاستثمار من خلال تقديم شروط أكثر مرونة وأقل تكلفة لجمع الأموال، تعزيز الموارد، الحد من الديون، تعزيز سمعة وصورة العلامة التجارية وخفض تكاليف التمويل

على الرغم من مختلف المزايا المحتملة للمؤسسات المدرجة في السوق البديل التونسي، سجل فقط دخولا واحدا للسوق (شركة "SOPAT")، وأرجع ذلك إلى رد فعل الشركات الصغيرة والمتوسطة كونها متضررة من صغر حجمها وافتقارها إلى الخبرة في التمويل المباشر والصعوبات التي تواجهه في عملية الاندماج في النظام الجديد بالإضافة إلى التكاليف العالية جدا لدخول وخروج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المحلية.

• دراسة Thi Hong Van PHAM *et al* بعنوان "Les déterminants de l'accès au financement bancaire des PME dans un pays en transition : le cas du Vietnam"¹

هدف الباحثون من خلال هذه الورقة البحثية إلى دراسة المشاكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول التي تمر بمرحلة انتقالية نحو اقتصاد السوق مع دراسة حالة دولة الفيتنام، بالاعتماد على استبيان وجه لـ 984 مؤسسة صغيرة و متوسطة سنتي 2002 و 2005.

أكد الباحثون على أهمية مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تنمية الدولة وانتقالها إلى اقتصاد السوق، وأن التمويل البنكي يعد أحد الشروط الهامة لحل مشكلة تمويل المؤسسات ودعمها في أداء الدور المنتظر منها لتطوير القطاع وخلق مناصب العمل، وأن البنوك تعتمد في قرار منحها للتمويل على عامل تقييم المخاطر التي تؤثر في قدرة المؤسسة على السداد وبينت النتائج أن احتمال الحصول على التمويل البنكي يزداد في المؤسسات التي لديها نظام معلومات محاسبية خاضعة للتدقيق، فالخطر المتعلق بالمعلومات بين المؤسسات و المقرضين يمثل عائق في جميع الأنظمة الاقتصادية.

¹ . Thi Hong Van PHAM *et al*, "Les déterminants de l'accès au financement bancaire des PME dans un pays en transition : le cas du Vietnam", 11es Journées scientifiques du Réseau Entrepreneuriat, La vulnérabilité des TPE et des PME dans un environnement mondialisé, colloque international, 27-29 mai 2009, INRPME, Trois-Rivières, Canada.

المطلب الثاني: مناقشة الدراسات الأجنبية

تنوعت الدراسات الأجنبية بين مجموعة من الدول التي تتشابه مع الجزائر في كونها في طور الانتقال إلى اقتصاد السوق، أجمعت على أهمية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في تطوير اقتصاديات الدول وتحقيق التنمية، غير أنها تعاني من صعوبات تمويلية تحول دون قيامها بالدور المنتظر منها.

تتفق الدراسات على أن البنوك هي المصدر الأول للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة لتلبية احتياجاتها التمويلية (pascal,2017)، (lucas,2016)، (mohamed,mohamed,2015)، (philipe,) (fredj, 2013) رغم الصعوبات التي تواجهها والتي يعتبر عدم التماثل في المعلومات السبب الرئيسي فيها، فعلى البنوك مراعاة خصوصيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في طرق تقدير المخاطر من جهة، وعلى المؤسسات العمل على تقليص الفجوة عدم تماثل المعلومات بينها وبين البنوك من جهة أخرى والحرص على الشفافية وتحسين جودة المعلومات من أجل كسب ثقة البنوك.

زيادة على التمويل البنكي تتوفر للمؤسسات مجموعة من البدائل التي يمكنها اللجوء إليها لحل مشكلة التمويل كقرض الإيجار (lucas,2016)، راس مال المخاطر (nihad,bouchra, 2017) لكن الاستفادة منها تعتبر ضعيفة مقارنة بالدول المتقدمة. كما عمل (sahnoun,2009) على توضيح صورة البورصة وأوصى بتسهيل دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة للاستفادة من التمويلات.

المبحث الثالث: الدراسات التجريبية حول الهيكل التمويلي

الغرض الأساسي من عرض الدراسات التجريبية لمحددات الهيكل هو التعرف على مختلف المحددات المستخدمة لتفسير الهيكل التمويلي طرق حسابها والنتائج المتوصل إليها والاستفادة منها في تحديد متغيرات الدراسة الحالية.

المطلب الأول: عرض الدراسات ومناقشة الدراسات

- دراسة حمزة غربي بعنوان " أثر إشكالية التمويل على الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية".¹

هدف الباحث من خلال دراسته لمعرفة محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في ظل إشكالية التمويل التي تعاني منها لعينة من 500 مؤسسة صغيرة ومتوسطة لسنتي 2010-2011 مستخدما طريقة الانحدار الخطي المتعدد (طريقة المربعات الصغرى المعيارية).

فسر الباحث النتائج المتوصل إليها بما يتوافق والنظريات الحديثة للهيكل المالي حيث توصل إلى أن كل من المردودية، الحجم والضمانات تعكس اتباع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لنظرية الترتيب السلمي أي تفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي رغم أن المؤسسات الجزائرية تعاني من تمويل خارجي محصور جدا خاصة في غياب البورصة، وأن الموارد الذاتية المحدودة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تدفعها للتوجه إلى التمويل الخارجي وهو ما أكدته العلاقة العكسية للحجم والمردودية مع مستوى الاستدانة، وكذا الاثر الايجابي للضمانات. أما عن متغير النمو فيرى الباحث أن العلاقة الطردية تتوافق و نظريتي الإشارة و الترتيب السلمي، وأرجع الباحث العلاقة العكسية بين المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة ومستوى الاستدانة إلى ضيق التمويل الخارجي والعراقيل الإدارية للوصول إليه.

- دراسة محمد زيدان وجمال قدام بعنوان "اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر"²

هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى اختبار تأثير محددات الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2011-2013 باستخدام طريقة المربعات الصغرى.

¹ حمزة غربي، "اثر اشكالية التمويل على الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير و العلوم التجارية، العدد 15، 2016، ص 248-261.

² محمد زيدان وجمال قدام، مرجع سبق ذكره، ص ص 125-146.

توصل الباحث من خلال هذه الدراسة إلى أن النموذج القياسي لنظرية TOT لديه قدرة معتبرة في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر وأن متغيري الضمانات و الوفرات الضريبية غير المرتبطة بالديون هما المتغيران الأساسيان اللذان يرفعان من نسبة الاقتراض في الهيكل المالي لهذه المؤسسات.

أما عن نموذج نظرية POT الذي يهتم أساسا بدراسة العلاقة ما بين العجز التمويلي والتغير في الديون المالية فتوصل الباحثان إلى نتيجة مفادها أن قيام المؤسسات بمشاريع استثمارية هو المتغير الأكثر تفسيراً للسلوك الإقتراضي للمؤسسات الجزائرية المسجلة في البورصة، بينما لم يجدوا علاقة بين الاقتراض والعجز التمويلي متمثلاً في القدرة على التمويل الذاتي وتوزيع الأرباح.

وكخلاصة توصل الباحثان إلى أن السياسة الإقتراضية للمؤسسات الجزائرية المدرجة في البورصة ترتبط أساسا بالاستثمار كسبب رئيسي يدفعها للاقتراض (وفق نظرية POT) و استخدامها كضمانات للحصول على القروض (وفق نظريةTOT) ، وأن الجمع بين النظريتين معا يعطي تفسيراً أكثر جودة للقرارات التمويلية لهذه المؤسسات.

● دراسة Salah TOUMI & Abdelouahab DADENE بعنوان " The Determinants Of Financial Structure In The Algerian Enterprises : A Comparative Study Between The Smes And Large Companies"¹

هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى تحديد محددات الهيكل التمويلي من خلال اجراء دراسة مقارنة لعينة من المؤسسات الجزائرية تضم 165 مؤسسة صغيرة ومتوسطة و83 مؤسسة كبيرة، للفترة 2008-2011 عن طريق أسلوب انحدار متعدد.

توصل الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى أن للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة والمؤسسات الكبيرة تقريبا نفس المحددات المحددة للهيكل التمويلي، معدل الاستدانة، معدل النمو المحتمل والربحية، ويتمثل الغرض الأساسي للمقارنة بين النوعين من المؤسسات في دراسة تأثير الحجم كأحد أبرز المحددات على الهيكل التمويلي للمؤسسات الجزائرية، والنموذج المستخدم يدل على أن الحجم و السيولة من أهم عوامل التصنيف.

¹ . Salah TOUMI & Abdelouahab DADENE , "The Determinants Of Financial Structure In The Algerian Enterprises : A Comparative Study Between The SMEs And Large Companies " , les cahiers du cread, N 107-108 , 2014,pp 5-28.

● دراسة Wafa Hadriche Ben AYED & Sonia Ghorbel Zouari بعنوان Capital

Structure and Financing Of The Tunisien Case.¹

هدفت الباحثتان إلى دراسة محددات الهيكل التمويلي لـ 611 مؤسسة تونسية صغيرة ومتوسطة على فترة 6 سنوات باستخدام طريقة اللحظة العامة "GMM". وتم التوصل إلى أن الديون البنكية تعتمد على بعض المحددات المالية التي توجه السياسة المالية في الم.ص.م. وجدت الباحثتان أن الهيكل التمويلي يعتمد على 05 متغيرات ذات دلالة تتمثل في: تكاليف التمويل، الضمانات، الربحية، معدل النمو و الديون التجارية.

و أن نظرية الموازنة، نظرية الوكالة، نظرية الإشارة و نظرية التمويل التدريجي هي إلى حد ما محققة في القطاع الصناعي، بينما بالنسبة للم.ص.م المقدمة للخدمات فنظريتنا الوكالة والإشارة غير قادرتين على تفسير الخيار التمويلي. كنتيجة الم.ص.م التونسية تتبع التدرج في اختيار تمويلها بالتركيز أولا على الموارد الداخلية الأقل حساسية لعدم تماثل المعلومات ثم على الديون التجارية.

● دراسة Eddy BALEMBA Kanyurhi *et al* بعنوان " Les Déterminants de la "

"Structure Financière Des Petits et Moyennes Entreprises à Bukavu²."

هدف الباحثون من خلال هذه الدراسة إلى تحديد العوامل التي تدفع بمديري الم.ص.م إلى تفضيل شكل أو آخر للهيكل التمويلي لعينة من 160 م.ص.م مدينة بوكافو (جمهورية الكونغو) بالاعتماد على استبيان. نتائج هذه الدراسة تؤكد على أن العمر، القطاع، المردودية، الخطر، قيمة الدين التجاري، النمو، التكلفة التمويلية ومدة العلاقة مع المؤسسات المالية هي المتغيرات المفسرة للهيكل التمويلي، وأبرز ما خلصت إليه أن الم.ص.م التي تحقق نمواً عالياً في ظل وجود مخاطرة ومنافسة عالية، تضطر إلى الاعتماد على نفسها لتمويل نموها، أما الم.ص.م التي تتمتع بالقدرة على الحصول على القروض البنكية تفضل الاقتراض وتشكيل هيكل تمويلي عن طريق المزج بين الأموال المملوكة والأموال المقترضة، خاصة المؤسسات القديمة حيث أنه كلما تطور رأسمالها المعلوماتي كلما أصبحت قادرة على الوصول إلى المنتجات المالية المقدمة من طرف البنوك ومؤسسات التمويل الأصغر.

¹. Wafa Hadriche Ben AYED , Sonia Ghorbel Zouari , " Capital Structure and Financing Of The Tunisien Case" ,

International Journal of Economics and Finance, Vol. 6, No. 5, 2014.

². Eddy BALEMBA Kanyurhi *et al* , " Les déterminants de la structure financière des Petites et Moyennes Entreprises à Bukavu" , Bukavu Journal of Economics and Social , n°1 , 2013.

ومن هذا المنظور خلص الباحثون في دراستهم أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بوكافو تختار تشكيل هيكلها المالي من مزيج بين أموال خاصة ومقترضة ولكنها في الأغلب تضطر إلى استخدام الأموال الخاصة بسبب المخاطر والتكاليف الواجب تحملها عند الاقتراض.

● دراسة Mazen Kebewar بعنوان " Structure Du Capital Et Son Impact Sur La Profitabilité Et Sur La Demande De Travail.¹

هدف الباحث من خلال هذه الأطروحة إلى توفير تقييمات نظرية وتجريبية لمحددات هيكل رأس المال وتأثيره على المردودية والطلب على العمل، إذ حاول الباحث تسليط الضوء على الاختلافات المحتملة في السلوك التمويلي بين القطاعات وتبعاً لحجم المؤسسات، تمت الدراسة باستخدام نموذج اللحظة المعجمة "GMM" على عينة 9136 مؤسسة فرنسية غير مدرجة من جميع الأحجام لسبعة قطاعات على الفترة 1999-2007. أكد التحليل التجريبي في هذه الدراسة على رفض فرضيات الحياد لميلر وموديليانى 1958 وتأكيدها لنظرية الإشارة عن طريق المعامل الكبير الايجابي للضمانات في معظم القطاعات باستثناء قطاعي الصناعة والطاقة، وأن الدور الايجابي للضمانات يتعلق فقط بالمؤسسات الصغيرة ومتناهية الصغر ما يدل على أن الضمان مهم جداً بالنسبة إلى الدائنين في المؤسسات الصغيرة. أظهرت متغيرات المردودية والضرائب غير المرتبطة بالديون ارتباط سلبى في معظم القطاعات ما سمح بالقول أن المؤسسات الصغيرة تطبق نظرية التمويل التدريجي مفضلة التمويل الذاتي على الديون.

● دراسة Colot Olivier *et al* بعنوان " Déterminants Des Choix De Financement Et Profil Des PME² .

هدف الباحثون من خلال هذه الدراسة إلى فهم الطريقة التي تتمول بها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البلجيكية غير المسعرة، باستخدام تقنيتين لتحليل المعطيات تمثلت الأولى في التصنيف والثانية في طريقة المربعات الصغرى MCO. حيث تم تصنيف عينة مكونة من 395 م.ص.م إلى ثلاث فئات نتيجة لاحتياجات تمويلية

¹ . Mazen KEBEWAR, " La Structure Du Capital Et Son Impact Sur La Profitabilité Et Sur La Demande De Travail : Analyses Théoriques Et Empiriques Sur Données De Panel Françaises", Thèse de doctorat en Sciences Economiques, l'université d'Orléans, 2012.

² . Colot Olivier *et al* , "Déterminants des choix de financement et profils de PME ", Journal of Small Business and Entrepreneurship, 1(23), 2010.

منفصلة كالآتي: فئة أولى تتمول أساسا عن طريق اللجوء المتزايد للأموال الخاصة، فئة ثانية تتمول أساسا من الديون التجارية قصيرة الأجل وفئة ثالثة تلجأ أو تعتمد بشكل كبير على الاقتراض.

بناء على هذا التصنيف تم اختبار مجموعة من الفرضيات قياسيا من أجل إظهار التفاعل بين المتغيرات التي تؤثر على نسبة الاستدانة. وجدوا أن درجة التمويل الذاتي تؤثر سلبا على الاستدانة، وهذه النتيجة تتفق مع ما جاءت به نظرية التمويل التدريجي. وتمكنوا أيضا من تأكيد النتائج من نظرية التسوية فيما يتعلق بالتأثير الإيجابي لحجم الشركة على الاستدانة. والافتراض القائل بأن الزيادة في جانب الأصول الثابتة من إجمالي الميزانية يؤثر إيجابيا على اللجوء إلى الاستدانة يكون صحيحا فقط عندما يتم إجراء اختبار الانحدار على الم.ص.م في الفئة الثالثة. وبالتالي فإن نسبة الأصول الثابتة في الميزانية هي محدد من محددات استدانة الم.ص.م البلجيكية غير المدرجة وبشكل أكثر تحديدا الديون المالية طويلة الأجل.

• دراسة Dominique Dufour et Eric Molay بعنوان " La Structure Financière " Des PME Française : une analyse sectorielle sur données de panel ¹.

هدف الباحثان من خلال هذا البحث لدراسة محددات نسبة الاستدانة من جهة واختيار السلوك التمويلي من جهة أخرى بمقابلة نظرية النسبة المستهدفة ونظرية التمويل التدريجي، لعينة من 1535 مؤسسة صغيرة ومتوسطة على فترة 8 سنوات، الدراسة تمت عن طريق مختلف الاختبارات التي استعملت في الأدبيات مع الإبقاء على السوق المالية كإطار للتحليل.

خلص الباحثان إلى أن تقدير ما إذا كانت للمؤسسة نسبة مستهدفة لا يعني بالضرورة أنها تنوي زيادة هيكلها المالي بالتحكيم بين الفوائد الضريبية وتكاليف الديون، بل توجد محددات أخرى كالحفاظ على المرونة المالية قد يكون معمول بها. وبصفة مماثلة مراقبة سلوك التمويل التدريجي في عينة من الشركات لا يعني بالضرورة أن عدم تماثل المعلومات في نظرية التمويل التدريجي يقود هذا السلوك التمويلي، النتائج التجريبية ودون رفض لمقاربة التمويل التدريجي تؤدي إلى تأكيد صحة فكرة أن المؤسسات تبحث عن نسبة ديون مستهدفة. بمعنى أن استخدام النسبة المستهدفة له قدرة تفسيرية أكثر للهيكل التمويلي.

¹ . Dominique Dufour, Eric Molay , " LA STRUCTURE FINANCIERE DES PME FRANÇAISES UNE ANALYSE SECTORIELLE SUR DONNEES DE PANEL" , Crises et nouvelles problématiques de la Valeur , May 2010 , Nice , France.

الجدول رقم(1-2): ملخص متغيرات ونتائج الدراسات السابقة لمحددات الهيكل التمويلي

المتغيرات المستقلة						المتغير التابع	النموذج المستخدم	العينة وفترة الدراسة	المؤلفون
أخرى	السيولة	النمو	المردودية(الربحية)	الضمانات	الحجم				
الشكل القانوني		تطور لوغاريتم رقم الأعمال	النتيجة الصافية / مجموع الميزانية	الأصول الملموسة والمخزونات / مجموع الميزانية	لوغاريتم رقم الأعمال	مجموع الديون / مجموع الميزانية	نموذج الحدار خطي متعدد	500 م.ص.م	حمزة غربي (2016)
-SARL		+	-	+	-				
1-وفرات ضريبية غير مرتبطة بالديون = م الاهتلاكات والمؤونات /مجموع الأصول. 2-مخاطر المؤسسة= الانحراف مربع بين مردودية المؤسسة والمردودية المتوسطة	الأصول الجارية /الخصوم الجارية		النتيجة قبل الفوائد والضرائب /مجموع الأصول	مجموع الأصول المادية/ مجموع الأصول		مجموع القروض/ مجموع الأصول	طريقة المربعات الصغرى	مؤسسات مدرجة في البورصة للفترة 2011- 2013	مجد زيدان وجمال قدام (2015)
ns.2 ، +.1	-		-	+		نتائج النموذج القياسي لنظرية TOT			
1-توزيعات الارباح 2-الاستثمارات الصافية 3-التغير في احتياجات رأس المال العامل 4-القدرة على التمويل الذاتي									
ns.1 ، +.2 ، -.3 ، .4 ns						نتائج النموذج الرياضي لنظرية POT			
الديون للفترة السابقة	أصول جارية / خصوم جارية	(العائد على حقوق الملكية) * (1 - معدل توزيع الارباح)	الأرباح قبل الفوائد والضرائب / رأس المال العامل	الأصول الملموسة/ اجملي الأصول	لوغاريتم إجمالي الأصول	الديون المالية و البنكية/ رأس المال	نموذج الحدار متعدد	165 م.ص.م 83 م ك للفترة 2008- 2010	Salah TOUMI & Abdelouahab DADENE (2014)
+	+ns	+	-ns	+ns	+ns	نتائج نموذج المؤسسات الكبيرة			
+	-ns	+	+	+ns	-ns	نتائج نموذج المؤسسات الصغيرة و المتوسطة			

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

1-تكلفة التمويل:مصاريف مالية/ديون مالية 2-الخطر:التغير في الدخل الصافي. 3-ديون تجارية: قرض المورد/إجمالي الأصول 4-الربحية:الدخل الصافي/ إجمالي الأصول	النقدية+شبه النقدية/إجمالي الأصول	التغير في إجمالي الأصول	الدخل الصافي/ الأموال الخاصة	الأصول الملموسة/ اجمالي الأصول	لوغاريتم مجموع الأصول	الديون المالية/ إجمالي الأصول	طريقة اللحظة العامة "GMM"	ل 611 مؤسسة تونسية صغيرة ومتوسطة على فترة 6 سنوات	Wafa Hadriche Ben AYED & Sonia Ghorbel Zouari (2014)
-1، -2، ns، +3، +4، -	ns	+	ns	+	ns +				
1-العمر: 2011- سنة الانشاء 2-قطاع النشاط ؛ 3-نوع ملكية الم.ص.م. 4-الخطر ؛ 5-الديون التجارية 6-تكلفة التمويل: معدل الفائدة 7-مدة القرض والعلاقة مع البنك.		متوسط الزيادة في رقم الأعمال	نتيجة الاستغلال / رأس المال العامل	تثبيتات مادية/ إجمالي الأصول	عدد العمال	احتمال تفضيل و/أو استخدام الأموال الداخلية	استبيان+ معالجة البيانات بالإحصاء الوصفي والانحدار المتعدد باستخدام نموذج logit (modèle .logistique)	160 م.ص.م لمدينة بوكافو	Eddy BALEMBA Kanyurhi et al (2013)
-1، -2، -3، ns، +4، +5، +6، -7		+	+	ns	ns				
1.الخطر: مربع الفرق النسبي بين مردودية مؤسسة ومتوسط مردودية كل المؤسسات 2.ض1:الضريبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب ض2:المؤونات والاهتلاك/ اجمالي الأصول 3.تكلفة التمويل:نسبة الفوائد على ديون مالية		التغير في إجمالي الأصول من سنة لأخرى	2.النتيجة قبل الفوائد والضرائب /إجمالي الأصول	1.ص.التثبيتات المادية+ص.المخزونات / إجمالي الأصول. 2.ص.تثبيتات مادية/ إجمالي الأصول		مجموع الديون / مجموع الأصول	نموذج اللحظة المعممة GMM	9136 مؤسسة فرنسية غير مدرجة للفترة 1999- 2007	Mazen kebwar (2012)
2.ض1، -2، ns، 3.		-	-	+					
1.الأموال الخاصة الصافية: صافي الأموال الخاصة / إجمالي الخصوم 2.الشكل القانوني		التغير في رقم الأعمال	النتيجة قبل الضريبة والفوائد / صافي الأصول	صافي استثمارات / إجمالي صافي الأصول	لوغاريتم رقم الأعمال السنوي	إجمالي الديون / إجمالي الخصوم	نموذج انحدار متعدد	102 مؤسسة للفترة 2006 - 2009	العايب ياسين (2011)
1، -2، أثر مهم في شركات التضامن		ns	ns	ns	+				

خلاصة:

تشابه الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة خاصة المحلية منها في توضيح أهمية البدائل التمويلية الناتجة عن أهمية المؤسسات في حد ذاتها ولما لها من دور فعال في الاقتصاد الوطني .

معظم الدراسات تناولت البدائل التمويلية من جانب ما يتوفر للمؤسسات وما يمكنها الاستفادة منه سواء في إطار الدعم الحكومي و الهيئات المختلفة والتي كان لها دور نسبي في انعاش قطاع المؤسسات خاصة الصغيرة و المتوسطة ومساعدتها على التمول، سواء معا أو كل وسيلة على حدا، أو من ناحية البدائل الأخرى المتمثلة في قرض الإيجار، ورأس مال المخاطر والتي من المفترض أنها تساعد على توفير التمويل في مختلف مراحلها لكنها تعرف اقبالا ضعيفا ناهيك عن دور السوق المالي الذي يعد مغيبا في البيئة الجزائرية، أو من خلال دراسة السلوك التمويلي لعينة من المؤسسات و تفسيره بما يتوافق والنظرية المالية.

من هنا تكمن مساهمة الدراسة الحالية في محاولة تغطية موضوع تمويل المؤسسات الجزائرية من عدة جوانب حيث أننا سنحاول من خلال الفصول المقبلة تحليل واقع مختلف البدائل التمويلية المتاحة بنوع من التفصيل و إبراز دورها في دعم المؤسسات الجزائرية خاصة الصغيرة والمتوسطة منها، وسنحاول دراسة الموضوع من جانب طالبي التمويل عن طريق دراسة ميدانية للمؤسسات في شكل مقابلات مع المسيرين، إضافة إلى دراسة تطبيقية للهيكال التمويلي لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لما له من دور هام في اختيار المزيج التمويلي المناسب لتلبية الاحتياجات المالية.

يكمن الاختلاف كذلك في عينة وفترة الدراسة حيث حاولنا من خلال الدراسة الحالية الاهتمام بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصناعية لما يشهده القطاع الصناعي من اهتمام مختلف الهيئات وما له من أهمية في المساهمة في التنوع الاقتصادي. ومحاولة النهوض به كعنصر فعال لتنشيط الاقتصاد خارج المحروقات.

الفصل الثالث:

دور البدائل التمويلية في

تمويل المؤسسات الاقتصادية

الجزائرية

تمهيد

للتأكيد على أهمية البدائل الحديثة ودورها في تمويل الم.ص.م نستعرض في هذا الفصل ثلاثة مباحث الأول نعمل من خلاله على عرض واقع تمويل الم.ص.م من خلال مختلف هيئات الدعم التي خصصتها الدولة للقيام بهذا القطاع نظرا لأهميته في التنمية الاقتصادية و توفير مناصب الشغل، والمبحث الثاني نخصه لعرض واقع بدائل الاقتراض البنكي المتاحة للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر أما المبحث الثالث فسنقوم فيه بتحليل نتائج الاستبيان الموجه لعينة من الم.ص.م.

المبحث الأول: هياكل دعم و مرافقة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال مختلف مراحل حياتها من مجموعة من المشاكل التي تميزها عن المشاكل التي تواجهها المؤسسات الكبيرة ، والجزائر كبعض الدول أنشأت مؤسسات حكومية الغرض منها تشجيع إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومساعدتها على حل مشاكلها التمويلية وضمان استقرارها، وزاد اهتمام الدولة بتقديم الدعم المالي لها خاصة بعد سنة 2001¹ حيث خصصت وزارة وصية تسعى إلى تقريب كل الوسطاء لخدمة قطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، وفيما يلي نعرض أهم هذه الهيئات:

المطلب الأول: هيئات الدعم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

1- الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر ANGEM

ظهر القرض المصغر لأول مرة في الجزائر سنة 1999 إلا أنه لم يعرف النجاح الذي كانت تتوخاه السلطات العمومية منه، بسبب ضعف عملية المرافقة للمشاريع ومتابعة إنجازها.

و بناء على التوصيات المقدمة خلال الملتقى الدولي الذي نظم سنة 2002 حول موضوع " تجربة القرض المصغر في الجزائر "، والتي نصت على ضرورة خلق هيئة تتولى مهمة مرافقة أصحاب المشاريع ، تم إنشاء الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر بموجب المرسوم التنفيذي رقم 04-14 المؤرخ في 22 جانفي 2004 المعدل .

1-1- مهام الوكالة: تتمثل مهام الوكالة الأساسية في²:

- تسيير جهاز القرض المصغر وفق التشريع و التنظيم المعمول بهما؛
- دعم، نصح و مرافقة المستفيدين من القرض المصغر في تنفيذ أنشطتهم؛
- منح سلف بدون فوائد؛ إبلاغ المستفيدين ذوي المشاريع المؤهلة بمختلف المساعدات التي تمنح لهم ؛
- ضمان متابعة الأنشطة التي ينجزها المستفيدون مع الحرص على احترام بنود دفاتر الشروط التي تربط هؤلاء المستفيدين بالوكالة.

¹ . ياسين العايب، "دراسة وتحليل سياسة الدعم المالي الحكومي لإنشاء وتطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 1، 2014 ، ص38.

² . <https://www.angem.dz/ar/article/presentation/> , consulté le 06/04/2018, 15 :19.

وبهذه الصفة، تكلف الوكالة على وجه أخص، بما يلي:

- تشكيل قاعدة المعطيات حول الأنشطة و الأشخاص المستفيدين من الجهاز؛
- نصح و دعم المستفيدين من جهاز القرض المصغر في عملية التركيب المالي و رصد القروض؛
- تكوين علاقات دائمة مع البنوك و المؤسسات المالية في إطار التركيب المالي للمشاريع، تنفيذ خطة التمويل، متابعة انجاز المشاريع و استغلالها و المشاركة في تحصيل الديون غير المسددة في آجالها؛
- إبرام اتفاقيات مع كل هيئة و مؤسسة أو منظمة هدفها القيام بأنشطة إعلامية و تحسيسية و كذا مرافقة المستفيدين من القرض المصغر في إطار تنفيذ أنشطتهم، و ذلك لحساب الوكالة.

1-2- الامتيازات الجبائية الممنوحة للمستفيدين من الوكالة: تتمثل في¹:

- الإعفاء الكلي من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات لمدة 3 سنوات؛
- الإعفاء من الرسم العقاري على البنايات المستعملة في النشاطات التي تمارس لمدة 3 سنوات؛
- الإعفاء من رسم نقل الملكية للاقتناءات العقارية التي يقوم بها المقاولون قصد إنشاء نشاطات صناعية؛
- الإعفاء من حقوق التسجيل للعقود المتضمنة تأسيس الشركات التي ينشئها المقاولون؛
- تحدد الرسوم الجمركية المتعلقة بالتجهيزات المستوردة التي تدخل مباشرة في تحقيق الاستثمار بتطبيق نسبة 5%؛
- التخفيض من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات، وكذا من الرسم على النشاط المهني المستحق عند نهاية فترة الإعفاءات، وذلك خلال الثلاث سنوات الأولى من الإخضاع الضريبي بنسبة 70% ، 50% ، 25% على التوالي.

¹ . وهاب مقداد، "دور الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر في مرافقة حاملي الفكر المقاوطني"، مداخلة مقدمة في الأسبوع العالمي للمقاوطنيّة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 19 نوفمبر 2017، ص 29.

1-3- أنواع التمويلات الممنوحة من طرف الوكالة:

الأنشطة الممولة من طرف الوكالة: تشمل التمويلات الممنوحة من طرف الوكالة مختلف المجالات كالصناعات (بما فيها الصناعة الغذائية، صناعة الألبسة، الصناعة الجلدية، الصناعة الخشبية)، الفلاحة (تربية الماشية، فلاحة الأرض)، الصناعات التقليدية، الخدمات (الصحة، الإعلام الآلي، تصليح السيارات و مختلف التجهيزات...)، المباني والأشغال العمومية، النشاطات التجارية الصغيرة.

صيغ التمويل: تقدم الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر صيغتين للتمويل:

- تمويل شراء المواد الأولية: عن طريق سلفة صغيرة بدون فوائد تمنحها الوكالة و التي لا تتجاوز 100.000 دج، و قد تصل إلى 250.000 دج على مستوى ولايات الجنوب، يتم تسديده على مدى 24 إلى 36 شهرا.
- تمويل انشاء المشاريع (التمويل الثلاثي): قروض معتبرة لا تتجاوز 1.000.000 دج موجهة لخلق نشاطات و التي تستدعي تركيبا ماليا مع إحدى البنوك. ويتم تسديده على مدى من سنة إلى خمس سنوات، المساهمة الشخصية لصاحب المشروع تقدر بنحو 1%، يساهم صندوق دعم القرض بنسبة 29%، ويمول البنك نسبة 70% من المشروع.

الجدول رقم (1-3): صيغ التمويل في الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر

قيمة المشروع	صنف المقاول	المساهمة الشخصية	القرض البنكي	سلفة الوكالة	نسبة الفائدة
لا تتجاوز 100.00 دج	كل الأصناف (شراء مواد اولية)	0%	/	100%	/
لا تتجاوز 250.000 دج	كل الأصناف على مستوى ولايات الجنوب (شراء مواد اولية)	0%	/	100%	/
لا تتجاوز 1.000.000 دج	كل الأصناف	1%	70%	29%	5% من النسبة التجارية (مناطق الجنوب و الهضاب العليا)
	كل الأصناف	1%	70%	29%	10% من النسبة التجارية (بقية المناطق)

المصدر: الموقع الرسمي للوكالة، [https://www.angem.dz/ar/article/les-formes-de-](https://www.angem.dz/ar/article/les-formes-de-financement-du-micro-credit)

[/financement-du-micro-credit](https://www.angem.dz/ar/article/les-formes-de-financement-du-micro-credit) . بتاريخ 2018/04/06.

نستعرض فيما يلي حصيلة نشاط الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر للتمويلات الممنوحة حسب مختلف المعايير

الجدول رقم (3-2): حصيلة لنشاط الوكالة إلى غاية مارس 2018

2. توزيع القروض الممنوحة حسب الجنس			1. توزيع القروض الممنوحة حسب نمط التمويل		
النسبة (%)	العدد	جنس المستفيد	النسبة %	عدد القروض الممنوحة	نمط التمويل
62,98%	525 386	نساء	90,30%	753 326	عدد السلف بدون فوائد لشراء المادة الأولية
37,02%	308 884	رجال	9,70%	80 944	عدد السلف بدون فوائد لإنشاء مشروع
100,00%	834 270	المجموع	100%	834 270	المجموع
4. توزيع القروض حسب الشريحة العمرية			3. توزيع القروض الممنوحة حسب قطاع النشاط		
النسبة (%)	العدد	الشريحة العمرية	النسبة %	العدد	القطاع
36,48%	304 349	29-18 سنة	13,91%	116 047	الزراعة
31,46%	262 494	39-30 سنة	39,05%	325 762	الصناعة الصغيرة
18,05%	150 603	49-40 سنة	8,51%	70 988	البناء والأشغال العمومية
10,12%	84 436	59-50 سنة	20,48%	170 873	الخدمات
3,88%	32 388	فما فوق 60 سنة	17,54%	146 305	الصناعة التقليدية
100%	834 270	المجموع	0,42%	3 497	تجارة
			0,10%	798	الصيد البحري
			100%	834 270	المجموع
6. حصيلة التمويل للفئات الخاصة			5. توزيع القروض الممنوحة حسب مستوى التعليم		
الجنس / العدد		الفئات	النسبة (%)	العدد	مستوى التعليم
المجموع	رجال	نساء	16,02%	134 262	دون المستوى
1 522	973	549	1,55%	12 945	متعلم
1 699	1 637	63	15,13%	126 229	ابتدائي
394	223	171	49,82%	415 634	متوسط
95	86	9	13,38%	111 641	كثوي
63	2	61	4,02%	33 559	جامعي
770	769	1	100%	834 270	المجموع
4 585	3 731	854			

المصدر: الموقع الرسمي للوكالة، <https://www.angem.dz/ar/article/prets-octroyes>، بتاريخ:

2018/04/06.

بغية تنمية الروح المقاولاتية و مساعدة المقاول المستفيد من الوكالة من الولوج إلى السوق يستفيد كل من تم

قبول مشروعه إلى جانب الخدمات المالية من مجموعة من الخدمات غير المالية تتمثل في ¹:

- المرافقة: توفرها الوكالة للمقاول من بداية فكرته إلى التسجيل الفعلي إلى غاية سداد كل القرض؛
- النصح والارشاد؛
- المساعدة التقنية: بهدف تدليل العقبات التي تعترض السير الفاعلي للمشروع؛
- التكوين: عن طريق تقديم دروس تكوينية حول مختلف المقاييس التي يحتاجها صاحب المشروع؛
- المشاركة في المعارض و الاشهار المجاني في الانترنت.

¹. وهاب مقداد ، مرجع سبق ذكره، ص 19.

الجدول رقم (3-3): الخدمات غير المالية المقدمة من طرف الوكالة إلى غاية مارس 2018

عدد المستفيدين	الأنشطة المنجزة
93 135	التكوين في مجال تسيير مؤسسة صغيرة
82 896	التكوين في مجال التلميم المالي العام
1 240	التكوين حسب برنامج (GET AHEAD)
1 656	مواضيع عامة متعلقة بإنشاء وتسيير نشاط
178 927	الحد الإجمالي للمقاولين المكونين
76 461	اختبارات المصادقة على المكتسبات المهنية
23 913	صالونات عرض/ بيع
279 301	الحد الإجمالي للمستفيدين من الخدمات غير المالية

المصدر: الموقع الرسمي للوكالة، <https://www.angem.dz/ar/article/services-non-financiers> ،

بتاريخ 2018/04/06.

2- الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ

استحدثت هذه الوكالة بموجب المرسوم التنفيذي رقم 96-296 المؤرخ في 08 / 09 / 1996، ووضعت تحت سلطة رئيس الحكومة، ويتولى متابعة نشاطها الوزير المكلف بالتشغيل. وهي تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، ولها فروع جهوية ومحلية، ومن مهامها¹ :

– تقديم الدعم والاستشارة للشباب المقدمين على إقامة مشاريع، ومتابعة مسار التركيب المالي وتعبئة القروض لمشاريعهم طيلة فترة تنفيذها؛

– تزويد المستثمرين بكل المعلومات المتعلقة بممارسة نشاطهم سواء في الجانب الاقتصادي، التقني، التشريعي أو التنظيمي؛

– السهر على كون المؤسسات المستحدثة تعمل في مجالات مربحة ومستمرة، لضمان التشغيل وتحقيق المداخيل لأصحابها من جهة، واسترداد الديون خلال الآجال المحددة من جهة أخرى.

كما تعمل الوكالة على تقديم مجموعة من المزايا الموجهة للشباب المقاول، في شكل إعانات مالية وجبائية.

¹ . قايد حفيظة، "الاطار القانوني لتمويل ودعم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في التشريع الجزائري"، مجلة جيل الأبحاث القانونية العميقة، مركز جيل الأبحاث العلمي، لبنان ، العدد17، 2017، ص 136.

2-1- صيغ التمويل الممنوحة من طرف الوكالة: تتمثل صيغ التمويل وفق الصيغة القديمة في¹ :

- التمويل الذاتي: أي أن لصاحب المشروع كل رأس المال ويستفيد من المزايا الجبائية، لكن تم إلغاء هذه الصيغة سنة 1999 بسبب التهرب الضريبي.
- التمويل الثنائي: يساهم صاحب المشروع بنسبة معينة حسب مستوى الاستثمار و الوكالة عن طريق تقديم قروض بدون فائدة وتكون حسب ثلاث مستويات 25% أو 20% أو 15% من قيمة إجمالي الاستثمار، الهدف من هذه العملية تسهيل لأصحاب المشاريع إنشاء مؤسساتهم المصغرة.
- التمويل الثلاثي: أين يدخل البنك كطرف ثالث في العملية عن طريق تقديم قرض بفائدة محددة إضافة إلى المساهمة الشخصية لصاحب المشروع و تمويل الوكالة.

أما التمويل وفق الصيغة الحديثة فهو يهدف لمساعدة المؤسسات الراغبة في التوسع، وتمنحه الوكالة وفق صيغتين:

- التمويل الثنائي: يكمن الاختلاف بين الصيغة القديمة والجديدة في مستويات التمويل وقيمة الاستثمار حيث ارتفعت إلى 10 مليون دج إلى جانب مستويين للتمويل عوض ثلاث مستويات .
- التمويل الثلاثي : بنفس الصيغة يساهم صاحب المشروع بنسبة معينة و الوكالة بقرض بدون فائدة و يكمن الاختلاف في القرض الممنوح من البنك ، قرض متوسط الأجل (5 سنوات) بسعر الفائدة المتداول.

الجدول رقم(3-4): صيغ التمويل المقدمة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب

تمويل ثلاثي	تمويل ثنائي	
1 % إلى 2 %	71 % إلى 72 %	المساهمة الشخصية
28 % إلى 29 %	28 % إلى 29 %	قروض دون فائدة ANSEJ
70 %	-	قروض بنكية

المصدر: الموقع الرسمي للوكالة / <http://www.ansej.org.dz>

2-2- حصيلة النشاط السنوي للوكالة: يمثل الجدول الموالي عدد المشاريع الممولة من طرف المشاريع الممولة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ حسب القطاع.

¹. ليلي خواني ، شعيب بغداد، مرجع سبق ذكره، ص ص 78,79.

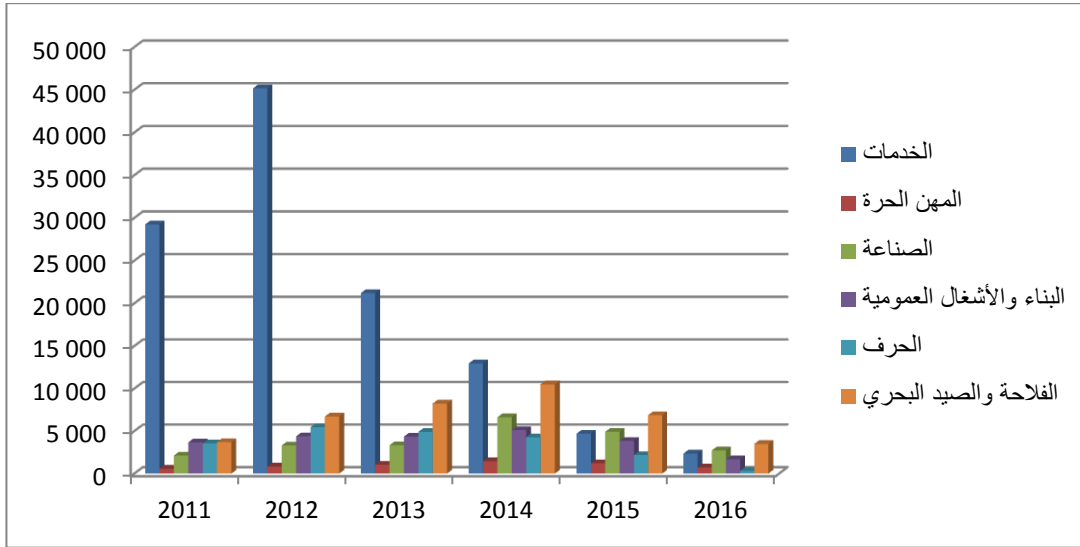
الجدول رقم(3-5): المشاريع الممولة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ حسب القطاع للفترة (2010-2016)

المجموع	%	الخدمات	%	المهن الحرة	%	الصناعة	%	البناء والأشغال العمومية	%	الحرف	%	الفلاحة والصيد البحري	
140 503	56%	79 080	3%	3 648	8%	10 807	7%	9 818	16%	21 979	11%	15 171	إلى غاية 2010/12/31
42 832	68%	29 228	1%	569	5%	2 118	9%	3 672	8%	3 559	9%	3 686	2011
65 812	69%	45 167	1%	826	5%	3 301	7%	4 375	8%	5 438	10%	6 705	2012
43 039	49%	21 192	2%	1 042	8%	3 333	10%	4 347	11%	4 900	19%	8 225	2013
40 856	32%	12 944	4%	1 450	16%	6 614	12%	5 106	10%	4 255	26%	10 487	2014
23 676	20%	4 688	5%	1 205	21%	4 913	16%	3 838	9%	2 170	29%	6 862	2015
11 262	21%	2 355	6%	716	24%	2720	15%	1672	3%	320	31%	3479	2016
367 980	53%	194 654	3%	9 456	9%	33 806	9%	32 828	12%	42 621	15%	54 615	إلى غاية 2016/12/31

Source : <https://www.ansej.org.dz/index.php/fr/nos-statistiques>. Consulté le 20/11/2017.

تمنح الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب تمويلا بمعدل ما يقارب 45 مشروعا في اليوم، 92% من الممولين هم فئة الشباب اقل من 35 سنة بلغت حصة الخريجين الجامعيين منهم 18% سنة 2016 بينما بلغت نسبة خريجي التكوين المهني 66%. عرف قطاع الخدمات إقبالا كبيرا للمقاولين الشباب حيث وصل عدد المشاريع الممولة إلى 69% من إجمالي المشاريع سنة 2012 وشهد بعد ذلك تراجعا ليصل إلى نسبة 20% سنة 2016 ما يعادل 2355 مشروعا، في المقابل نلاحظ التوجه إلى المشاريع المنتجة في مجالي الزراعة والصيد البحري و الصناعة إذ بلغت النسب سنة 2016 ، 31% و 24% على التوالي.

الشكل رقم(3-1):المشاريع الممولة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ حسب القطاع



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول السابق.

3- الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI

شهدت الوكالة المكلفة بالاستثمار تطورات تهدف إلى التكيف مع تغيرات الوضعية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد خولت لهذه المؤسسة الحكومية التي كانت تدعى في الأصل وكالة ترقية ودعم ومتابعة الاستثمار من 1993 إلى 2000 ثم أصبحت الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار مهمة تسهيل و ترقية و اصطحاب الاستثمار.

3-1- مهام الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار: تتمثل مهام الوكالة في¹:

- تسجيل الاستثمارات و تقيمتها في الجزائر و في الخارج؛
- تسهيل ممارسة الأعمال، متابعة تأسيس الشركات و إنجاز المشاريع، دعم المستثمرين ومساعدتهم ومرافقتهم؛
- الإعلام والتحسيس في لقاءات الأعمال؛
- تأهيل المشاريع التي تمثل أهمية خاصة بالنسبة للاقتصاد الوطني، وتقييمها وإعداد اتفاقية الاستثمار التي تعرض على المجلس الوطني للاستثمار للموافقة عليها.

3-2- الامتيازات الجبائية التي تمنحها الوكالة: إلى جانب مهامها تمنح الوكالة جملة من الإعفاءات

تحفز المؤسسات للتوجه إليها من بينها:

¹ . الموقع الرسمي للوكالة، <http://www.andi.dz/index.php/ar/a-propos>، تاريخ الاطلاع، 28/04/2018 .

الفصل الثالث: دور البدائل التمويلية في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

- الإعفاء من الضريبة على القيمة المضافة فيما يخص السلع و الخدمات التي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار؛
- الإعفاء من رسم نقل الملكية بالنسبة للأصول العقارية موضوع الاستثمار المعني؛
- التجهيزات المستوردة التي تدخل مباشرة في الاستثمار تطبق عليها نسبة مخفضة فيما يخص الحقوق الجمركية.

3-3- حصيلة النشاط السنوي للوكالة:

الجدول رقم (3-6): المشاريع الاستثمارية المسجلة على مستوى الوكالة للفترة (2010-2017)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	المجموع
عدد المشاريع	3 670	3 628	1 880	4 768	9 904	7 950	3 653	2 916	61 195
القيمة المالية (مليون دج)	122 521	156 729	77 240	752 169	2 192 530	1 473 414	930 426	1 283 487	9 178 867
مناصب الشغل	23 462	24 806	8 150	75 598	150 959	143 330	81 004	94 888	844 894

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الموقع الرسمي للوكالة ، و نشریات المعلومات للم.ص.م، 2016، 2017.

بلغ عدد المشاريع الممنوحة من طرف الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار 61195 مشروع لمختلف القطاعات على مدى الفترة 2010-2017، بغطاء مالي قدره 9178867 مليون دينار جزائري، سجلت سنة 2014 أكبر عدد من المشاريع الذي قدر بـ 9904 مشروع بقيمة مالية 2192530 مليون دج، ساهمت المشاريع الممنوحة خلال فترة الدراسة في توفير 844894 منصب شغل.

4- الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة CNAC

أنشئ سنة 1994 كمؤسسة عمومية للضمان الاجتماعي تحت وصاية وزارة العمل والتشغيل والضمان الاجتماعي تعمل على "تخفيف" الآثار الاجتماعية المتعاقبة الناجمة عن تسريح العمال الأجراء في القطاع الاقتصادي وفقا لمخطط التعديل الهيكلي ، وعرف الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة في مساره عدّة مراحل مخصّصة للتكفل بالمهام الجديدة المخوّلة من طرف السلطات العمومية.¹

¹. الموقع الرسمي لصندوق ، https://www.cnac.dz/site_cnac_new/Web%20Pages/Ar/AR_PresentationCNAC.asp ، تاريخ الاطلاع: 20/04/2018.

4-1- مهام الصندوق: يتكفل الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة بجهاز الدعم لإنشاء وتوسيع النشاطات المخصصة للشباب العاطل عن العمل و البالغ من العمر 30 - 50 سنة، والذين فقدوا وظائفهم لأسباب اقتصادية لشهر واحد والحد الأقصى للمشروع لا يتجاوز 10 مليون دينار ويقدم الجهاز لأصحاب المشاريع مايلي¹:

- المرافقة أثناء جميع مراحل المشروع و وضع مخطط الأعمال.
- المتابعة خلال جميع مراحل المشروع وتطوير دعم خطة العمل.

المساعدات المالية:

- يمثل القرض على شكل هبة من 28-29 بالمئة من التكلفة الإجمالية للمشروع ،
- التخفيض في الفوائد البنكية والمساعدة على الحصول على التمويل البنكي (70٪ من التكلفة الإجمالية للمشروع) ،
- وتستند الاستثمارات المراد إنجازها في هذا الإطار حصريا على صيغة التمويل الثلاثي، التي تربط صاحب المشروع و البنك و الصندوق، من خلال التركيبة التالية:
- المساهمة الشخصية : 1-2٪ من التكلفة الإجمالية للمشروع؛
- تمويل الصندوق : 28-29٪ من التكلفة الإجمالية للمشروع (على شكل هبة)؛
- تمويل البنك : 70٪ (بفوائد مخفضة)؛
- المزايا الضريبية (الإعفاء من ضريبة القيمة المضافة والتخفيض في التعريفات الجمركية قيد الإنشاء والإعفاء الضريبي أثناء مرحلة الإستغلال)؛
- التدريب و التكوين في مجال تسيير المؤسسات , أثناء تركيب المشروع و بعد إنشاء المؤسسة.
- التصديق على المكاسب المهنية.

¹ . موقع وزارة الصناعة وترقية الاستثمار، www.mdipi.gov.dz، تاريخ الاطلاع: 20/04/2018.

4-2- حصيلة النشاط السنوي للوكالة:

الجدول رقم(3-7): حصيلة النشاط السنوي للصندوق الوطني للتأمين عن البطالة إلى غاية 2017

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	المجموع
عدد المشاريع	84 164	114 365	129 814	135 373	140 397	604 113
القيمة المالية (مليون دج)	234 071	346 879	410 550	434 832	292 342	1 718 674
مناصب الشغل	163 023	228 950	226 871	280 526	292 942	1 192 312

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نشریات المعلومات للم.ص.م للسنوات 2013 إلى غاية 2017. يعرف عدد المشاريع الممولة من طرف الصندوق الوطني للتأمين على البطالة تزايدا مستمرا بمبالغ مالية متفاوتة تختلف حسب طبيعة المشاريع، مما ساهم في خلق مناصب شغل متعددة للفئة المعنية بالتمويل بلغت سنة 2017 ما يفوق 292 ألف منصب.

المطلب الثاني: هيئات ضمان التمويل للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

1- صندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة و المتوسطة FGAR

صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة هو مؤسسة عمومية تحت وصاية وزارة الصناعة والمناجم، و يتمتع هذا الصندوق بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية. أنشئ بموجب المرسوم التنفيذي رقم 02-373 المؤرخ في 06 رمضان 1423 الموافق ل 11 نوفمبر 2002 المتعلق بتطبيق القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة المتضمن للقانون الأساسي لصندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، انطلق الصندوق في النشاط بصورة رسمية في 14 مارس 2004.

يهدف صندوق ضمان القروض إلى تسهيل الحصول على القروض المتوسطة الأجل التي تدخل في التركيب المالي للاستثمارات المجدية، وذلك من خلال منح الضمان للمؤسسات التي تفتقر للضمانات العينية اللازمة التي تشترطها البنوك¹. الحد الأدنى لقيمة الضمان لكل مشروع هو 5 ملايين دج والحد الأقصى لها هو (50) مليون دينار، الحد الأقصى 50 مليون دينار يعني الضمان الممنوح وليس تكلفة المشروع. لا يمنح الضمان إلا بعد تحليل المشروع من قبل الصندوق. لا يعطى الضمان النهائي إلا بعد إخطار بالموافقة على تمويل المشروع من قبل البنك².

¹ . الموقع الرسمي للصندوق، <https://www.fgar.dz/portal/ar/content/%D8> ، تاريخ الاطلاع: 15/04/2018.

² . موقع وزارة الصناعة وترقية الاستثمار، www.mdipi.gov.dz، تاريخ الاطلاع: 15/04/2018.

الجدول رقم (3-8): تقسيم المشاريع المضمونة حسب القطاع إلى غاية 2017

قطاع النشاط	عدد المشاريع	%	مبلغ الضمانات	%	عدد مناصب الشغل	%
الصناعي	970	50%	32 151 448 062	60%	36 609	59%
البناء والأشغال العمومية	526	27%	10 993 691 363	21%	15 999	26%
الفلاحة و الصيد البحري	24	1%	882 180 868	2%	845	1%
الخدمات	417	22%	9 466 535 915	18%	8 335	13%
المجموع	1 937	100%	53 493 856 208	100%	61 788	100%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الموقع الرسمي لل صندوق.

خلال فترة نشاط الصندوق لسنة 2017 حظي القطاع الصناعي بأكبر حصة من الضمانات بعدد مشاريع بلغ 970 مشروع بنسبة 50% خاصة في مجال الصناعات الغذائية بنسبة 19.5% وصناعة المعادن والميكانيك بنسبة 10.1% ، يليه بعد ذلك قطاع البناء و الأشغال العمومية بنسبة 27% ، ثم قطاع الخدمات بنسبة 22% ، 5.4% منها كانت في المجال الصحي .

2- صندوق ضمان قروض الاستثمار للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة CGCI

تم انشاء صندوق ضمان قروض الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بموجب المرسوم الرئاسي رقم 134-04 المؤرخ في 19 أبريل 2004 لضمان تسديد القروض البنكية التي تستفيد منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعنوان تمويل الاستثمارات المنتجة للسلع والخدمات، وتتعلق هذه القروض أساسا بإنشاء تجهيزات المؤسسة وتوسيعها وتجديدها . وقد استثنى صندوق ضمان قروض الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعض القطاعات من إمكانية استفادتها من الضمانات التي يقدمها، مثل قطاع الفلاحة، النشاطات التجارية والقروض الاستهلاكية¹.

تم تحديد القيمة القصوى للقرض الخاضع للضمان ب 500 مليون دينار جزائري. وتحدد قيمة الضمان ب 250 مليون دينار أي ما قيمته 80 بالمائة من المبلغ المضمون.

بالنسبة للقروض الممنوحة لتمويل مشاريع الاستثمار فقد حددت ب 60 بالمائة إذا ما تعلق الأمر بمؤسسة في حالة تطوير (توسيع أو تجديد أجهزتها)².

¹ المواد 1، 2، 4 ، المرسوم الرئاسي رقم 134-04 المؤرخ في 19-04-2004 المتضمن هيكل الصندوق الوطني لضمان القروض، الجريدة الرسمية العدد 27 الصادرة بتاريخ 04-04-2004 ، ص 31.

² . المادة 13، نفس المرسوم الرئاسي السابق، ص 32.

الفصل الثالث: دور البدائل التمويلية في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

والجدول الموالي يوضح حصيلة النشاط السنوي للصندوق:

الجدول رقم(3-9): حصيلة النشاط السنوي لصندوق ضمان قروض الاستثمار للم.ص.م لغاية 2017

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	المجموع
عدد الملفات	621	671	743	811	918	3 764
قيمة الضمانات(مليون دج)	19 770	41 538	30 344	38 307	80 088	210 047
مناصب الشغل	9 556	9 942	11 120	13 213	15 012	58 843

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نشرات المعلومات الدورية للم.ص.م للفترة 2013-2017

نلاحظ من الجدول تزايد عدد الملفات التي حصلت على ضمانات من الصندوق إذ وصلت سنة 2017 إلى 918 ملف بمبلغ قدر بـ 80 088 مليون دج ، ساهم صندوق ضمان قروض الاستثمارات إلى غاية سنة 2017 في استحداث 15012 منصب شغل، والجدول الموالي يوضح الضمانات الممنوحة حسب قطاعات النشاط.

الجدول رقم (3-10): الضمانات الممنوحة من طرف صندوق ضمان قروض م.ص.م حسب قطاع النشاط

القطاع	عدد الملفات	قيمة الضمانات(مليون دج)	مناصب الشغل
البناء والاشغال العمومية	238	12 803	3 648
النقل	88	3 051	692
الصناعة	429	51 758	8 502
الصحة	58	4 232	899
الخدمات	108	8 242	1 271
المجموع	918	80088	15 012

Source : Bulletin d'information statistique des PME, 2017 , P 26.

تمثل عدد الملفات الممنوحة من طرف صندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الموجة للقطاع الصناعي 47% من إجمالي ما تم الموافقة عليه سنة 2017، حيث عادت قيمة هذه الضمانات 65% من إجمالي القيمة الضمانات بمبلغ قدر بـ 51758 مليون دج وساهمت في استحداث 8502 منصب شغل بنسبة 57% من إجمالي المناصب المستحدثة في جميع القطاعات، يليها بعد ذلك قطاع البناء و الأشغال العمومية والقطاع الصحي.

المبحث الثاني: واقع البدائل التمويلية في الجزائر

المطلب الأول: واقع السوق المالية الجزائرية

في إطار توجه الجزائر نحو اقتصاد السوق وكأحد بنود برنامج الإصلاح الاقتصادي بدأ التحضير لإنشاء بورصة الجزائر التي تم الإعلان عن الانطلاق الفعلي لها سنة 1997، تضمن المرسوم التشريعي 93-10 في مادته الأولى مفهوما للبوصة بأنها¹: "تعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم سير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم". تم كذلك تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة البورصة (COSOB) وشركة تسيير القيم (SGBV) .

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال و سوقا لسندات الدين.

سوق سندات رأس المال:

بها سوق رئيسية موجهة للمؤسسات الكبرى يوجد به حاليا خمس مؤسسات هي: مجمع صيدال (ينشط في القطاع الصيدلاني)، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي (تنشط في قطاع السياحة)، أليانس للتأمينات (تنشط في قطاع التأمينات)، أن-سي روية (تنشط في قطاع الصناعات الغذائية) و مؤسسة بيوفارم (تنشط في القطاع الصيدلاني) مع الإشارة إلى أن مؤسسة بيوفارم دخلت البورصة في 13 افريل 2016 .

وتم فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 2012، بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها²، بما يستجيب لاحتياجاتها وذلك من خلال:³

- البيئة الملائمة لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتمثل في الشروع في تطبيق برنامج واسع لتأهيلها؛
- وجود مستثمرين من المؤسسات ومسيري الأصول اثر على إنشاء البنوك لشركات الرأسمال الاستثماري؛
- تدابير جبائية تشجع على الدخول إلى البورصة والعديد من المزايا التي يتيحها هذا القسم.

¹ . المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 02 ذي الحجة 1413 الموافق ل23 ماي 1993 ، متعلق ببورصة القيم المنقولة.

² . موجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتم للنتظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012).

³ . التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، 2010، <http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2015/05/2010.pdf> ، ص 18.

ومن جهة أخرى، فإن إنشاء قسم مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يمنح هذه المؤسسات الكثير من المزايا:

- التمويل المباشر الذي يكمل التمويل البنكي؛
- الحصول على موارد ثابتة يتم تخصيصها لتمويل الأصول طويلة الأجل في الميزانية؛
- دخول مبسط وبأقل التكاليف إلى البورصة؛
- فرص الاستثمار والخروج من الاستثمار فيما يخص شركات الأسهم الاستثماري؛
- ضمان بقائها وديمومتها عن طريق تحويل السندات.

تتميز السوق المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإنشاء وظيفة أساسية تتمثل في وظيفة المرافق الذي يدعي "المتعهد بالترقية في البورصة" والتي تعتبر الابتكار الرئيسي الذي سوف يطبع هذه السوق.

وعملا على تطبيق ذلك فقد جرى إدراج ترتيب في النظام العام لبورصة القيم بهدف تحديد شروط قبول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وتوضح الأحكام الجديدة بأنه يتعين على الشركة التي تطلب إدخال سنداتهما في التداول بالبورصة القيام بما يأتي:

- أن تكون قد نشرت كشوفها المالية المصادق عليها عن السنتين الماليتين الأخيرتين. ولم تصبح شروط الاستفادة والأسهم الأذني مطروحة؛
- أن تقوم بفتح أسماها في مستوى أدناه % 10 في ، أجل أقصاه يوم دخولها. من خلال رفع رأس المال، العرض العلني للبيع أو من خلال التوظيف الذي يسبق التسعير؛
- توزيع سنداتهما إما على خمسين (50) مساهما وإما على ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يمثلون على الأقل نسبة 10% من رأسمال.

و في النهاية تعيين متعهد بالترقية في البورصة الذي يعتبر شريكا ماليا و قانونيا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المدى الطويل، تتمثل مهمته في تقديم المشورة للمؤسسة ومرافقتها ومراقبتها للتأكد من أنها تقوم بالتزاماتها بشأن المعلومات الدورية، يمكن أن يكون المتعهد بالترقية في البورصة بنكا أو مؤسسة مالية أو وسيطا في عمليات البورصة أو شركة تحليل و استشارات مالية وقانونية.¹

¹. نفس المرجع السابق، ص20.

الفصل الثالث: دور البدائل التمويلية في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

1- نشاط بورصة الجزائر:

سوق الاسهم: تضم سوق الاسهم في الجزائر فقط خمس 5 مؤسسات وفي مايلي ندرج حصيلة نشاطها للفترة (2016-2018)

الجدول رقم (3-11): حصيلة النشاط السنوي للقيم المتداولة في السوق الرسمية للفترة (2016-2018)

عدد الصفقات	القيم المتداولة (دج)	الحجم المتداول	حجم الأوامر	عدد الأوامر	المؤسسة	
121	112 691 920,00	231 097	993 647	436	أليانس للتأمينات	2
63	659 186 960,00	473 148	1 185 919	366	بيوفارم	0
22	1 670 980,00	3 491	151 406	248	الأوراسي	1
77	21 004 785,00	63 405	581 095	688	أن-سي روية	6
56	10 645 785,00	17 719	151 887	299	صيدال	
339	805 500 430,00	788 860	3 063 954	2 037	المجموع	
102	115 750 520,00	271 052	1 250 777	367	أليانس للتأمينات	2
185	168 529 980,00	143 684	1 581 662	1 494	بيوفارم	0
26	2 932 505,00	5 585	154 400	280	الأوراسي	1
77	11 890 390,00	37 014	612 154	704	أن-سي روية	7
48	3 157 865,00	4 810	101 979	305	صيدال	
438	302 261 260,00	468 145	3 700 972	3 150	المجموع	
48	6 087 410,00	14 440	223 318	164	أليانس للتأمينات	2
59	31 448 555,00	32 137	648 350	649	بيوفارم	0
11	729 145,00	1 472	32 007	109	الأوراسي	1
12	1 350 000,00	4 500	365 099	361	أن-سي روية	8
40	5 445 380,00	8 697	84 087	204	صيدال	
170	45 060 490,00	61 246	1 352 861	1 487	المجموع	

Source : http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc, consulté le 27/04/2018.

سوق السندات: تتكون سوق سندات الدين من:

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة.

الفصل الثالث: دور البدائل التمويلية في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

-سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري¹.

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم:

الشكل رقم (3-2): التسعيرة الرسمية لبورصة القيم



Source :<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>

2- معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر: معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها وهذه العقبات

قد تأخذ طابعا اقتصاديا، واجتماعيا وثقافيا وتنظيميا... الخ.²

● المعوقات الاقتصادية: من بينها:

- التضخم: وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا. إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية، كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية، لا بد أن تكون حسابات التكلفة و العائد على أساس

¹ . <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145> , consulté le 27/04/2018.

² . محمد زيدان ، نورين بومدين، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق"، مداخلة مقدمة في المنتدى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، 21-22 نوفمبر 2006، جامعة بسكرة، صص 13-16.

الأرقام الحقيقية و ليست الاسمية ، ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة؛

- السوق الموازية: إن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه مدخراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية؛

- ضعف الحوافز الجبائية: ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري و الاستثماري؛

- ضعف الجهاز الإنتاجي: القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية له حصة الأسد من مجموع الاستثمارات الجزائرية، ضف إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير.

- **المعوقات التشريعية:** طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط و جوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد.
- **المعوقات التنظيمية:** قلة المؤسسات المدرجة فهي تعتبر المحرك الأساسي للبورصة، غياب الشفافية وعدم تنوع الأوراق المالية.

كما نجد غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة، إضافة إلى نقص الوسطاء الناشطين في البورصة وحضور العامل الديني خاصة فيما يتعلق بالسندات على اعتبارها فرض ربوي.

المطلب الثاني: واقع رأس المال المخاطر في الجزائر

1- الإطار القانوني لرأس المال المخاطر

اهتمت الجزائر بتقنية رأس المال المخاطر كونه آلية ذات أهمية بالغة في تمويل ومرافقة المؤسسات خاصة الصغيرة والمتوسطة من خلال وضع اطار تنظيمي لتوضيح القوانين المتعلقة بشروط ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري الذي يندرج في إطاره رأس المال المخاطر، حيث ظهرت مؤسسات رأس المال الاستثماري في الجزائر

قبل إصدار الاطار القانوني المنظم لها حيث منح مجلس النقد و القرض من خلال القرار رقم 12 الصادر بتاريخ 24 فيفري 1991 الموافقة للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP كأول مؤسسة مالية مختصة في التمويل برأس المال الاستثماري والتي باشرت نشاطها سنة 1995، لتظهر بعدها الشركة المالية للاستثمار المساهمة و التوظيف SOFINANCE سنة 1998 وباشرت نشاطها سنة 2001، إلا أن أول قانون ينظم نشاط رأس المال الاستثماري جاء بعد ظهور هذه المؤسسات وهو القانون رقم 06-11 الصادر في 24 جوان 2006، حيث عرف في المادة 2 شركات رأس المال الاستثماري بأنها: " الشركات التي تهدف إلى المشاركة في رأسمال الشركة وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة"¹، تتدخل بواسطة اكتتاب أو اقتناء: أسهم عادية، شهادات استثمارية، سندات قابلة إلى التحويل إلى أسهم، حصص الشركاء وبوجه عام جميع فئات القيم المنقولة الأخرى المماثلة لأموال خاصة طبقا للتشريع والتنظيم المعمول بهما، وتتولى شركة رأس المال الاستثماري تسيير القيم المنقولة².

تحصل شركات رأس المال الاستثماري على رخصة ممارسة نشاطها من الوزير المكلف بالمالية بعد استشارة لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها وبنك الجزائر، وتؤسس في شكل شركة مساهمة تخضع للتشريع و التنظيم المعمول بهما³.

حدد المشرع قواعد الحصول على المساهمات والقروض من خلال المواد من 17 إلى 20 التي تنص على: "لا يجوز لشركة رأس المال الاستثماري أن تخصص أكثر من 15% من رأسمالها واحتياطياتها كمساهمة بأموال خاصة في مؤسسة واحدة، ولا يجوز لها أن تحوز أسهما تمثل أكثر من 49% من رأس مال مؤسسة واحدة، كما لا يجوز لها أن تساهم في مؤسسة إلا على أساس عقد المساهمين الذي يوضح على وجه الخصوص مدة المساهمة وشروط الانسحاب من شركة رأس المال الاستثماري، ولا يجوز أن تقوم بإقتراضات تفوق حدود 10% من أموالها الخاصة الصافية، ولا يمكن أن تستعمل المبالغ المقترضة لتمويل الحصول على مساهمات"⁴.

2- شركات رأس المال المخاطر في الجزائر:

الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة **FINALEP**: أنشئت سنة 1991 برأسمال قدر بـ 73750 مليون دج حيث تمثل المساهمة الجزائرية الغالبية فيه بين بنك التنمية المحلية، القرض الشعبي الجزائري،

¹ . المادة 2، قانون رقم 06-11 مؤرخ في 28 جمادى الأولى 1427 الموافق لـ 24 جوان 2006 المتعلق بشركات راس المال الاستثماري، العدد 42، ص 4.

² نفس القانون السابق، المادة 5، ص 4.

³ نفس القانون السابق، المادتين 7، 10، ص 4.

⁴ نفس القانون السابق، المواد 17 - 18 - 19 - 20 - 5، ص 6.

وشريكين أوروبيين هما الوكالة الفرنسية للتنمية، ودخل بنك الاستثمار الأوروبي كمساهم سنة 1995 ليصبح رأس مالها 159750 مليون دج. تهدف إلى الاهتمام بتمويل المشاريع الإبداعية الناشئة من خلال المساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تسهيل للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الحصول على القروض البنكية من خلال تحسين هيكلها المالي، وتمثل القطاعات المستهدفة من تمويلات شركة فيناليب في¹: الصناعات التحويلية و إعادة الرسكلة، الصناعات الصيدلانية وشبه الصيدلانية، تكنولوجيا الإعلام و الاتصال الجديدة، صناعة التغذية والتنمية المستدامة.

الشركة المالية للاستثمار المساهمة و التوظيف **sofinance** هي مؤسسة مالية عمومية تم اعتمادها من طرف بنك الجزائر في 09 جانفي 2001 برأس مال قدره 5 ملايين دج وارتفع سنة 2017 إلى 10 ملايين دج . تتعدد منتجاتها المالية بين قروض متوسطة وطويلة الأجل، التأجير التمويلي ، رأس المال المخاطر وغيرها، تم إنشاء هذه الشركة بمبادرة من المجلس الوطني لمساهمات الدولة CNPE بهدف المساهمة في عصنة الجهاز الإنتاجي الوطني، حيث تستهدف تمويل الجهاز الإنتاجي العمومي أو المؤسسات الخاصة للسلع و الخدمات باستثناء الأنشطة التجارية والزراعية، تتراوح مدة مشاركتها بين 5 و 7 سنوات بحصة لا تزيد عن 49% من رأس مال المؤسسة وتمثل طريقة الخروج عن طريق بيع حصتها من الأسهم إما للمساهمين أو في السوق المالي وفق ما تم الاتفاق عليه و قدر ما منحه في مجال المساهمة في رأس المال .

جدول رقم(3-12): المساهمة في رأس المال الممنوحة من طرف **sofinance**

2016	2015	2014	2013	2012	
1047000	1245600	1195626	795626	622000	المساهمة في رأس المال

المصدر: احصائيات متوفرة على موقع الشركة ، www.sofinance.dz/index.php?page=chiffre ، تاريخ

الاطلاع:12/05/2017.

الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار: تم إنشاؤها بموجب الاتفاقية الموقعة بين الجزائر والمملكة العربية السعودية سنة 2004 و باشرت نشاطها سنة 2008 برأسمال قدر بـ 8 مليار دينار مناصفة بين الدولتين، تهدف إلى تمويل الاستثمارات في كل المجالات وجميع القطاعات ، منذ بدأت نشاطها و إلى غاية نهاية 2017 جسدت الشركة عدة عمليات استثمارية في قطاعات مختلفة منها 6 شركات دخلت في النشاط كشركة الجزائر

¹ وثائق خاصة بالمؤسسة.

ايجار، شركة لأشغال البناء، شركة أتا تنشط في مجال تشكيل الحديد الموجه للبناء وغيرها ، و3 مشاريع مازالت قيد الانجاز نذكر من بينها قرية سياحية بالعاصمة و فندق ببجاية¹، وقدر الاستثمار الإجمالي للجزائرية السعودية للاستثمار بـ 26 مليار دينار .

الجزائر استثمار : أنشئت في 28 ديسمبر 2009 بدأت نشاطها في 7 جويلية 2010 برأسمال قدر بمليار دينار جزائري بمبادرة بين بنك الفلاحة والتنمية الريفية بنسبة 70% والصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط بنسبة 30% تستهدف كل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تنشط في قطاعات مرتبطة بالتنمية المستدامة ، التي تنشط في ميادين تكنولوجيا الاعلام و الاتصال وتستثني التي تنشط في مجال الاستيراد و التصدير والتي تقدم خدمات للأشخاص².

3- المعوقات التي تواجه نشاط رأس مال المخاطر في الجزائر

يواجه نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر مجموعة من المعوقات التي أثرت على تطور هذه التقنية التمويلية الحديثة، نذكر من بينها :

- العدد المحدود لشركات رأس المال المخاطر الناتج عن التأخر في وضع القوانين المنظمة لنشاط شركات رأس المال المخاطر إضافة إلى عدم تحديد نظام جبائي خاص بها وهو ما انعكس على ضعف انتشار هذه التقنية؛
- ندرة المعلومات حول رأس المال المخاطر في الجزائر ما أدى إلى عدم معرفة للمقاولين بتقنية التمويل برأس المال المخاطر و الامتيازات والتسهيلات الممكنة الاستفادة منها في هذا الاطار، ناهيك عن الطابع العائلي لأغلب المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر ورفض أصحابها أو تخوفهم من دخول شريك جديد؛
- عدم توفر غالبية المؤسسات الاقتصادية على البحث و التطوير ما يؤدي إلى غياب نوع الاستثمارات الذي تموله شركات رأس المال المخاطر؛
- التدخلات المحدودة لشركات رأس المال المخاطر بسبب مواردها المالية المحدودة التي غالبا ما تنحصر في أموالها الخاصة ؛

¹ . <http://www.asicom.dz/index.php/ar> , consulté le 27/01/2018 à 15:12.

² . <https://www.eldjazair-istithmar.dz>, consulté le 15/04/2017 à 12:44.

- غياب التنوع في ميكانيزمات التخارج حيث أنه وفي اطار غياب سوق مالية فعالة تضطر شركات رأس المال المخاطر إلى بيع حصصها في المؤسسات التي قامت بتمويلها إلى الملاك المسيرين لها.

المطلب الثالث: قرض الإيجار

عرف المشرع الجزائري عقد الإيجار التمويلي في المادة الأولى من الأمر رقم 96-09 المؤرخ في 10 يناير 1996 الذي يتعلق بالاعتماد الإيجاري بأنه:¹ " يعتبر الاعتماد الإيجاري موضوع هذا الأمر، عملية تجارية ومالية يتم تحقيقها من قبل البنوك والمؤسسات المالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا ومعتمدة صراحة بهذه الصفة مع المتعاملين الاقتصاديين الجزائريين أو الأجانب أشخاصا طبيعيين كانوا أو معنويين تابعين للقانون العام أو الخاص، تكون قائمة على عقد إيجار يمكن أن يتضمن أو لا يتضمن حق الخيار بالشراء لصالح المستأجر، يتعلق فقط بأصول منقولة أو غير منقولة ذات الاستعمال المهني أو بالمحلات التجارية أو بمؤسسات حرفية. ويضيف المشرع الجزائري في الفقرة الأولى من المادة الثانية من نفس الأمر على أنه: تعتبر عمليات الاعتماد الإيجاري قرض لكونها تشكل طريقة تمويل اقتناء الأصول المنصوص عليها في المادة الأولى أعلاه واستعمالها".

1- الطلب على قرض الإيجار في الجزائر:

المزايا التي يوفرها قرض الإيجار جعلت منه وجهة المؤسسات بمختلف أحجامها و القطاعات التي تنشط فيها إذ وجدت المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في قرض الإيجار فرصة لتلبية احتياجاتها و دعم نشاطها خاصة في مجال الصناعات الغذائية، الصناعات الصيدلانية و قطاع البناء والأشغال العمومية، ناهيك عن الاهتمام الذي توليه شركات قرض الإيجار لهذه الفئة حيث أن الشركة العربية للإيجار ALC ، المغاربية للإيجار MLA ، والشركة الوطنية للإيجار المالي SNL تستهدف بالدرجة الأولى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. إضافة إلى أن هذا الأسلوب يسمح بتمويل اقتناء المعدات ذات الاستعمال المهني ما يمكن أصحاب المهن الحرة من تحسين وضعيتهم ومواكبة التطورات ونخص بالذكر القطاع الصحي لما يشهده من تطورات تكنولوجية سريعة لمعدات تتطلب مبالغ كبيرة قد تفوق القدرة المالية للمهني.

¹ المادة 1، المرسوم التنفيذي رقم 09/96 المؤرخ بتاريخ 10/09/1996، الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ 14/01/1996، العدد 03، ص25.

الفصل الثالث: دور البدائل التمويلية في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

استفادة كذلك المؤسسات الكبيرة من قرض الإيجار فهو وسيلة لتنويع مصادر تمويلها لتلبية احتياجاتها الاستثمارية والتمويلية، أغلبها تنشط في القطاعات التي تتطلب معدات كبيرة كقطاع المحروقات ، البناء و الأشغال العمومية والقطاع الصناعي.

2- عرض قرض الإيجار في الجزائر :

تقوم مجموعة من البنوك الوطنية و الأجنبية بمنح قرض الإيجار كأحد منتجاتها المالية إلى جانب نشاطها الأساسي وفقا لما يلي:

الجدول رقم (3-13): البنوك المانحة لقرض الإيجار في الجزائر

البنك	مدة العقد	المساهمة الشخصية	سعر الفائدة	القطاع
بنك السلام	3 إلى 5 سنوات	متعدد	ثابت	الاشغال العمومية، النقل، نقل وتفريغ البضائع، سيارات نفعية وسياحية، معدات القطاع الصناعي و الطبي
بنك البركة الجزائري	3 إلى 5 سنوات	30%	يعتمد على المبلغ، المدة والخدمات المرافقة لعملية التمويل	بمنح تمويل قرض الإيجار للأصول المنقولة و العقارية، الاشغال العمومية، الصناعة، النقل ، السياحة و العقارات
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	5 إلى 10 سنوات	10%	9% إلى 12% مع احتساب TVA	عتاد القطاع الفلاحي
Société Générale Algérie	3 إلى 5 سنوات	متعدد	يعتمد على المبلغ، المدة والخدمات المرافقة لعملية التمويل كالسرعة والتمويل بـ100%	الاشغال العمومية، النقل، الصناعة، نقل و تفريغ البضائع
BNP Paribas	3 إلى 5 سنوات	-	يعتمد على المبلغ المالي	الاشغال العمومية، النقل، الصناعة، نقل و تفريغ البضائع
Natexis	3 إلى 5 سنوات	20%	يحدد بشكل آلي حسب المبلغ واجب الدفع	سيارات نفعية وسياحية، عقارات سكنية أو صناعية

المصدر: سوسن زيرق، "مساهمة قرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر دراسة ميدانية بولاية سكيكدة للفترة 2012-2015"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، ام البواقي، 2016/2017، ص194.

إضافة للبنوك نجد كذلك مجموعة من المؤسسات المالية التي تمنح قرض الإيجار بمجموعة من الشروط تتباين من مؤسسة لأخرى، نذكرها فيما يلي:

الجدول رقم (3-14): المؤسسات المالية المانحة لقرض الإيجار في الجزائر

الفصل الثالث: دور البدائل التمويلية في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

شروط منح قرض الإيجار				مدة العقد	مساهمة المستأجر	سعر الفائدة المطبق	خيار الشراء	القطاعات المستهدفة	المؤسسات المانحة لقرض الإيجار	سنة الاعتماد	برأس مال اجتماعي قدر ب:
الاشغال العمومية، الصناعة، النقل ، الصحة	1% من سعر الشراء	1.85% من Taux de libor	10% إلى 30%	3 إلى 15 سنة					الجزائرية السعودية لقرض الإيجار ASL	1991/11/21	20 مليون دولار أمريكي
تنمح قرض الإيجار العقاري للاستخدام الصناعي، المهني والتجاري (المهن الحرة، المكاتب، الفنادق، العيادات الطبية ...)	سعر محدد في العقد	سعر ثابت	/	5 إلى 20 سنة					شركة إعادة التمويل الرهنوي SRH	27/11/1997	3,29 مليار دج تم رفعه سنة 2003 إلى 4,165 مليار دج
الاشغال العمومية، الصناعة، النقل والمناجم	1% من سعر الشراء	12% إلى 15%	20% إلى 30%	3 إلى 5 سنوات					الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف SOFINANCE	2001/01/09	05 مليار دج
الاشغال العمومية، الصناعة، النقل ، والصحة	1 دينار جزائري	12% إلى 15%	20% إلى 30%	3 إلى 5 سنوات					الشركة العربية للإيجار المالي ALC	2002	3 500 023 744.00 دج
الاشغال العمومية، الصناعة، السياحة، النقل والصحة	1 د ج أو 1%	12% إلى 15%	20% إلى 30%	3 إلى 5 سنوات					الجزائرية المغربية للإيجار MLA	2005/10/18	مليار دج
الاشغال العمومية، الصناعة، النقل، الصحة و الفنادق	/	/	0 إلى 30%	3 إلى 15 سنة					إيجار ليزينغ الجزائر ILA	ديسمبر 2009	3,5 مليار دينار
الاشغال العمومية، الصناعة، النقل ، الصحة، الخدمات و السياحة	1% من سعر الشراء	10% إلى 12%	5% إلى 30%	2 إلى 5 سنوات					الشركة الوطنية للإيجار SNL	2010/07/26	3,5 مليار دج
الاشغال العمومية، الصناعة، النقل ، الفلاحة	/	/	10% إلى 20%	2 إلى 5 سنوات					الجزائر إيجار El Djazair Ijar	2012/08/02	3,5 مليار دج

المصدر: من إعداد الباحثة .

الفصل الثالث: دور البدائل التمويلية في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

عرف عدد المؤسسات المتخصصة في منح قرض الإيجار التمويلي ارتفاعا خاصة بعد أن حدد المشرع الجزائري مختلف القوانين المتعلقة بإنشاء شركات قرض الإيجار و تنظيم نشاطها، وكما ساهم في ذلك أيضا الاهتمام المتزايد للمؤسسات الاقتصادية خاصة الصغيرة والمتوسطة بهذا النوع من التمويل ، فيما يلي نوضح تطور عرض قرض الإيجار في الجزائر (في حدود ما توفر للباحثة من معلومات).

الجدول رقم (3-15): تطور سوق قرض الإيجار في الجزائر للفترة 2011-2016

الوحدة: مليون دينار جزائري

2016	2015	2014	2013	2012	2011	
18692	15884	12898	10646	10858	10251	S.G.A
12200	13000	10880	9060	7550	6200	PNB Paris Bas
9069	7402	7568	7136	7007	6378	MLA
5138	4933	4182	4272	3505	3166	SOFINANCE
¹ 5407	4326	3248	2001	1012	/	SNL
350	419	348	124	/	/	AGB

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على وثائق خاصة بالمؤسسات المعنية.

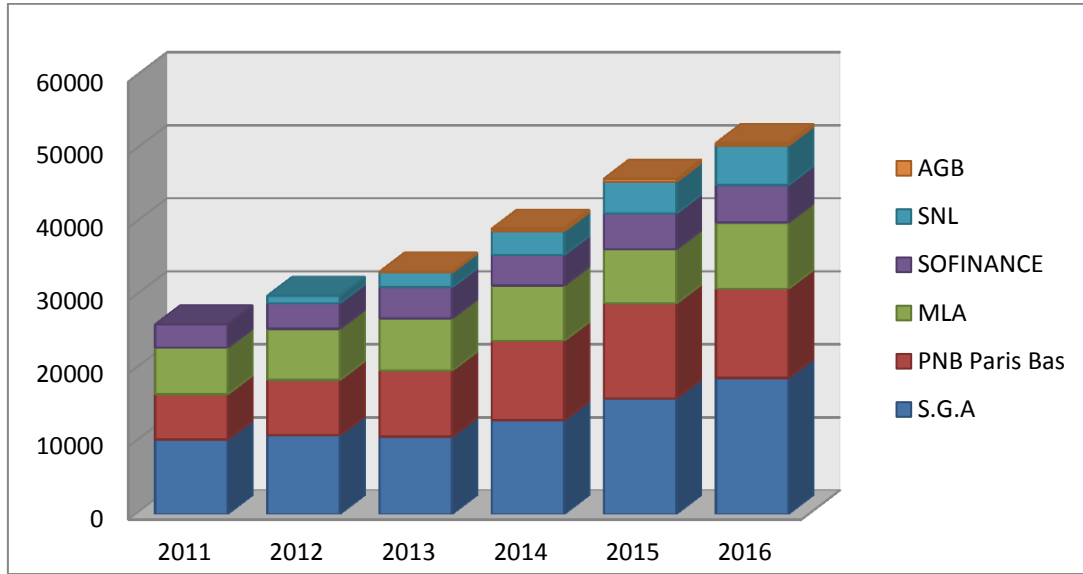
يتنوع عرض قرض الإيجار في الجزائر بين مؤسسات مالية مختصة و بنوك ونلاحظ من الجدول أعلاه أن أكبر المتعاملين هو بنك سوسيتي جنرال الجزائر S.G.A بحصة سوقية قدرت ب 29% سنة 2016² حققها بمبلغ 18692 م دج، إذ يمثل قرض الإيجار جزءا مهما من نشاط البنك والقطاع الأكثر استفادة هو البناء والأشغال العمومية وقد شهدت سنة 2016 إقبالا للمهنيين خاصة في المجال الطبي، يليه بعد ذلك بنك PNB Paris Bas بحصة سوقية قدرت ب 20% سنة 2015³ عرفت تراجعا طفيفا سنة 2016. عموما يحقق نشاط قرض الإيجار تطورا بنسب متفاوتة بين مختلف المتعاملين فحجم قرض الإيجار في المغاربية للإيجار في تزايد مستمر عرف تراجعا سنة 2015 لتحقق بعد ذلك زيادة بحوالي 22%، الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف SOFINANCE إضافة إلى مجموعة من المنتجات المالية الأخرى تعمل على تقديم قرض الإيجار بوتيرة متزايدة.

¹ القيم سنتي 2015 و 2016 للمؤسسة الوطنية للإيجار تقديرية

² . Rapport annuel de société général Algérie,2015 , p 09.

³ . Rapport annuel de PNB Paris Bas,2015 , p 09.

الشكل رقم (3-3): تطور نشاط قرض الإيجار في الجزائر للفترة 2011-2016



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على الجدول السابق

كما شهدت السوق اعتماد متعاملين جدد كالشركة الوطنية للإيجار المالي SNL التي بدأت نشاطها في مارس 2012 برأسمال مناصفة بين كل من البنك الوطني الجزائري وبنك التنمية المحلية، تستهدف بالدرجة الأولى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمهنيين وحققت في أولى سنتين من النشاط حصة سوقية قدرت ب 6% حيث بلغ حجم المبالغ الممنوحة 3248 م دج، ونلاحظ كذلك ظهور بنك خليج الجزائر كمتعامل جديد في سوق قرض الإيجار سنة 2013.

3- المعوقات التي تواجه قرض الإيجار في الجزائر

إن الانطلاقة البطيئة لعملية التمويل التأجيري في الجزائر تعزى إلى العديد من الأسباب منها:¹

- عدم وجود إطار تشريعي ينظم و يحكم هذه العملية؛

- عدم مرونة و تطور النظام المالي الجزائري؛

- غياب المبادرة و الإبداع لدى بنوكنا خاصة مع التزامها بفتح القروض للاستثمارات المقررة من قبل الدولة؛

- التأخر في تأسيس بورصة الجزائر؛

¹ . رايح خوني، رقية حساني، "واقع و آفاق التمويل التأجيري في الجزائر ولأهميته كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مداخلة مقدمة في المنتدى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17-18 أبريل 2006، ص 3.

- ضعف تهيئة المحيط الملائم و عدم وضوح الرؤية و الشفافية فيما يخص الإصلاحات؛
- وجود بنوك عمومية مثقلة بالديون, مع ضعف قدرتها التمويلية؛
- تخوف البنوك من هذه الصيغة التمويلية من حيث المردودية و المخاطر؛
- غياب التحفيزات المنشطة لهذه الصيغة خاصة الجانب الجبائي؛
- عدم احترافية رجال البنوك و تأهيل المهنة المصرفية؛
- غياب إرادة حقيقة من الدولة في تنظيم و دعم التمويل التآجيري في الجزائر.

المطلب الرابع : التمويل الإسلامي

تعتبر الإصلاحات التي جاء بها قانون النقد و القرض (10/90) والتي كان مفادها السماح بإنشاء بنوك خاصة وطنية و فروع لبنوك أجنبية في الجزائر سبب انطلاق الصيرفة الإسلامية في الجزائر وظهر أول بنك البركة الجزائري سنة 1991 كأول بنك خاص ذو طابع إسلامي و بعد سنوات تم اعتماد ثاني مصرف إسلامي " مصرف السلام" 2008/10/20.

1- بنك البركة الجزائري: Banque Al Baraka d'Algérie

يعتبر بنك البركة الجزائري أول مصرف برأس مال مختلط ، تم إنشاؤه في 20 ماي 1991 برأس مال قدره 500 مليون دينار جزائري مناصفة بين بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR و مجموعة البركة المصرفية، وقد بدأ نشاطه الفعلي في سبتمبر 1991 ويخضع بنك البركة لأحكام القانون رقم 90/10 الخاص بالنقد والقرض، في 2006 تم رفع رأس مال البنك إلى 2.5 مليار دج ثم إلى 10 ملايين دج في 2009¹. في إطار قانون رقم 03-11 المؤرخ في 26 سبتمبر 2003, فللبنك الحق في مزاوله جميع العمليات البنكية من تمويلات و استثمارات و ذلك بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويستهدف البنك تمويل كل القطاعات الاقتصادية ذات الأولوية في الجزائر كالبناء والأشغال العمومية، الصناعة الغذائية، الصناعات الأخرى والنقل البحري.

¹ الموقع الرسمي للبنك، <http://albaraka-bank.com/ar/index.php>, تم الاطلاع بتاريخ: 2018/04/15.

الفصل الثالث: دور البدائل التمويلية في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

- التمويلات الممنوحة من طرف بنك البركة الجزائري:

توجه الصيغ التي يمنحها البنك لتمويل استثمارات المؤسسات الكبيرة، المتوسطة والصغيرة وفيما يلي نستعرض القيم الممنوحة حسب كل صيغة.

الجدول رقم (3-16): تمويلات الاستثمار الممنوحة من طرف بنك البركة للفترة (2013-2014)

الوحدة: مليون دينار جزائري

نوع التمويل	مراجعة	اجارة	سلم	استصناع	مشاركة	قرض حسن	تمويلات أخرى	المجموع
2013	137 342	83 539	24 317	3 635	166	9	14 551	263 559
2014	145 691	113 942	31 183	3 275	222	12	15 902	310 227

المصدر: مختار بونقاب، "دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2018/2017، ص 59.

يعد بنك البركة الرائد في منح التمويل الإسلامي حيث نلاحظ تطورا في إجمالي المبالغ الممنوحة لتمويل الاستثمارات لمختلف الصيغ بنسبة 17.73% حيث ارتفعت من 263559 مليون دج سنة 2013 إلى 310227 مليون دج سنة 2014، وكما يظهر من خلال الجدول فالصيغة الأكثر استعمالا هي المراجعة حيث يمثل التمويل الممنوح ضمنها حوالي نسبة 47% من إجمالي التمويلات لسنة 2014.

2- مصرف السلام-الجزائر: Al Salam Bank-Algeria

بنك شمولي يعمل طبقا للقوانين الجزائرية، و وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية في كافة تعاملاته . كثمرة للتعاون الجزائري الخليجي، تم اعتماد المصرف من قبل بنك الجزائر في سبتمبر 2008، لبدأ مزاوله نشاطه مستهدفا تقديم خدمات مصرفية مبتكرة. و هو مصرف تجاري تأسس بموجب القانون الجزائري، برأس مال اجتماعي قدره 2.7 مليار دينار جزائري، تم رفعه سنة 2009 إلى 10 مليار دينار جزائري.

- التمويلات الممنوحة من طرف بنك السلام الجزائر:

الجدول رقم (3-17): التمويلات الممنوحة من طرف بنك البركة للفترة (2011-2017)

الوحدة: آلاف دينار جزائري

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	التمويل الموجه إلى
5 011	541	2 884	143	421	789	64	الأفراد
40 443	30 304	16 522	23 796	28 352	19 905	13 841	المؤسسات
45 454	30 845	19 407	23 939	28 774	20 695	13 905	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك للفترة 2011-2017

تتنوع التمويلات الممنوحة من بنك السلام الجزائر بين تمويلات قصيرة و أخرى متوسطة وطويلة الأجل منها الموجهة للأفراد جزء خاص بالتمويل الاستهلاكي وآخر للتمويل العقاري، كما نلاحظ زيادة في التمويلات الموجهة إلى المؤسسات من سنة لأخرى حيث بلغت سنة 2017 ما يزيد عن 45 مليون دج والتي تمثل الجزء الأكبر من التمويلات التي يمنحها البنك و تتعدد بين تمويلات موجهة للاستثمار، تمويلات الاستغلال والإجارة للعقارات والأصول المنقولة.

إضافة إلى البنكين سابقين الذكر نجد البنوك التقليدية التي تقدم إضافة إلى منتجاتها التقليدية، خدمات مصرفية متوافقة مع ضوابط الشريعة الإسلامية من خلال النوافذ الإسلامية على مستوى فروعها كما هو الحال بالنسبة لبنك الخليج الجزائر و بنك ترست الجزائر. كما أنه ومن خلال النظام رقم 18-02 المؤرخ في 4 نوفمبر 2018، الصادر في العدد 73 من الجريدة الرسمية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية، فقد أصبح بإمكان كافة البنوك عمومية كانت أو خاصة والمؤسسات المالية باختلافها تقديم خدمات مالية بصيغة إسلامية .

3-المعوقات التي تواجه التمويل الإسلامي: من أبرزها نجد:

- أن البنوك الإسلامية في الجزائر تعاني من غياب اطار قانوني خاص بها يحميها من مجموعة المخاطر المصرفية الممكن حدوثها في السوق النقدية، ويأخذ بعين الاعتبار أن البنوك الإسلامية تعمل على مبدأ مشاركة العملاء في المشاريع ومنه المشاركة في الربح و الخسارة، فالوساطة الإسلامية تقوم على أساس المضاربة والمشاركة في أموال المودعين لا على أساس الإقراض بفوائد؛

- الصعوبات المتعلقة بخضوعها لرقابة البنك المركزي مثلها مثل البنوك التقليدية ، فالبنوك الإسلامية عندما تحتاج للسيولة لا ترجع للبنك المركزي في ذلك كونه يفرض فائدة ربوية على القروض التي يمنحها أو على عمليات خصم الأوراق التجارية ومثل هذه الأعمال تتعارض مع الشريعة الإسلامية حيث أن الأخيرة لا تتعامل بالفائدة.

المبحث الثالث: تحليل نتائج الاستبيان الموجهة لمسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المطلب الأول: التعريف بعينة الدراسة والأداة المستخدمة

بغية التعرف أكثر على دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات قمنا بتوزيع الاستبيان إلكترونيا على مجموعة من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة والتي تحصلنا على عناوينها الإلكترونية من دليل المؤسسات الصادر عن غرفة التجارة والصناعة لمختلف الولايات (قلمة، عنابة، بسكرة، ورقلة ...) لكن المؤسسات لم تتجاوب معنا لذلك حاولنا التقرب من مجموعة من المؤسسات في ولايتي قلمة وميلة، ومجموعة من المؤسسات على مستوى الصالون الوطني للتشغيل الذي أُجري في الفترة 21-27 مارس 2018 بقصر المعارض في الجزائر العاصمة والذي ضم عدد من المؤسسات التي تم إنشاؤها في إطار هيئات الدعم : الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب والصندوق الوطني للتأمين عن البطالة. اعتمدنا في ذلك على استبيان تم توزيعه عن طريق المقابلات الشخصية مع مالكي أو مسيري المؤسسات والتي يتميز أغلبهم بصفة المالك المسير.

بلغ عدد المقابلات التي تم إجراؤها 63 مقابلة بعد استثناء المؤسسات التي رفض أصحابها الإجابة عن معظم الأسئلة والاكتفاء بالتصريح أن المؤسسة تعتمد على الموارد الذاتية لتمول وأخرى الاكتفاء بقرض المورد لتسيير النشاط المالي لها، تطرقنا خلال المقابلة للمحاور الموالية:

المحورين الأول والثاني خصصناهما للمعلومات العامة حول المؤسسة والبيانات الخاصة بمسيرها المالي، تناولنا في المحور الثالث عموميات حول تمويل المؤسسات، ثم المحور الرابع تطرقنا فيه للصعوبات التمويلية التي تواجهها، تطرقنا من خلال المحور الخامس إلى الاقتراض البنكي كونه أهم الوسائل التمويلية وأكثرها شيوعا، أما المحور السادس فتناولنا فيه مدى توجه المؤسسات للبدائل الحديثة مع الإشارة إلى أن المقصود بالبدائل التمويلية الحديثة هو قرض الإيجار ،

رأس المال المخاطر، التمويل الإسلامي والبورصة. والأداة المستخدمة في تحليل الاستبيان هي البرنامج الإحصائي SPSS.

صدق الدراسة : قمنا بعرض الاستبيان على مجموعة من الأساتذة المحكمين، وبناء على ملاحظاتهم والتوصيات المقدمة خلصنا إلى صياغة الاستبيان في شكله النهائي بما يضمن تغطية مختلف جوانب الدراسة وبعبارات مفهومة وبسيطة لدى أفراد العينة، تمت صياغة الأسئلة انطلاقاً من إشكالية الدراسة واعتمدنا على الأسئلة المغلقة كونها الأكثر ملاءمة لطبيعة الموضوع ، منها التي تضم جواباً محددًا (نعم أو لا) ومنها التي قدمنا من خلالها مجموعة من الإجابات المحتملة و يقوم المستجوب بالإشارة إلى الإجابة المناسبة أو أكثر من واحدة.

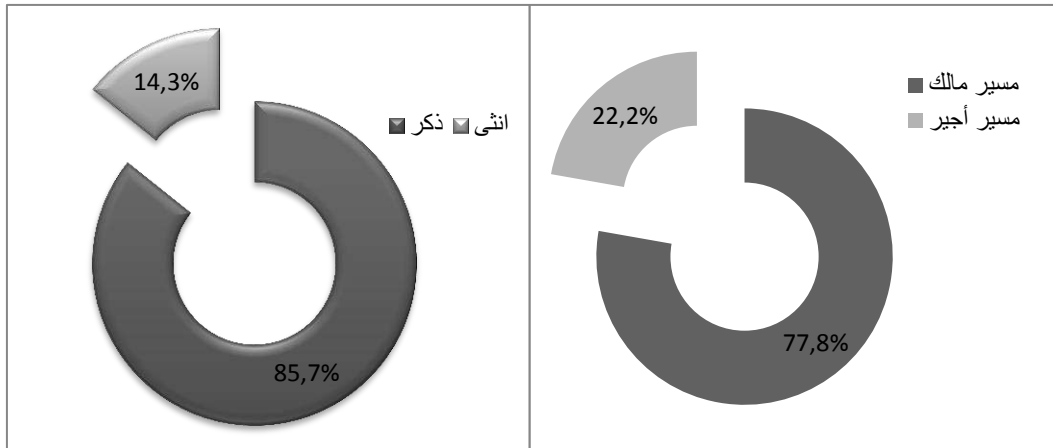
المطلب الثاني: تحليل نتائج الاستبيان

سنقوم في هذا المطلب بتحليل البيانات المتوصل إليها من خلال الاستبيان وتفسيرها بناء على التكرارات و النسب المئوية المتحصل عليها.

المحور الأول: البيانات حول مسير المؤسسة

1- القائم بإدارة المؤسسة:

الشكل رقم (3-4): توزيع أفراد العينة حسب نوع و جنس المسير



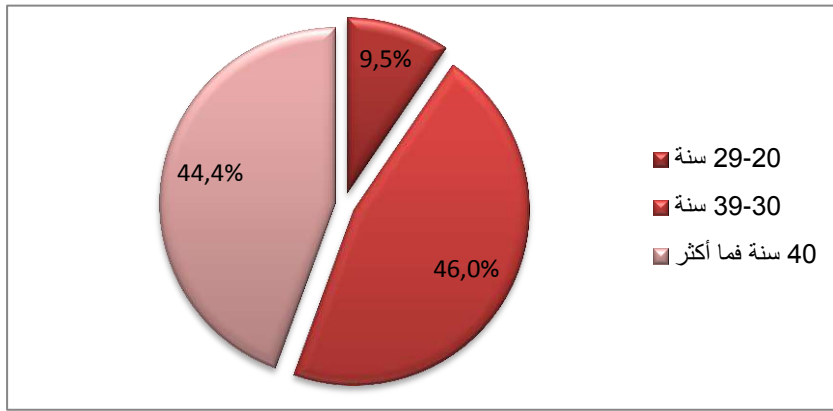
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

يتضح من الشكل أن معظم مؤسسات عينة الدراسة تدير من طرف مالكيها بنسبة 77.8% ما يعادل 49 مؤسسة، ويعود ذلك لكون أغلبية المؤسسات عائلية توكل فيها مهمة التسيير إلى أحد أفراد العائلة أو الشركاء، و فقط 22.2% تعتمد على المسير الأجير.

كما أن معظم المسيرين ذكور بنسبة 85.7% ما يعادل 54 فردا، في المقابل فقط 14.3% هم من الإناث .

2- عمر المسير

الشكل رقم (3-5): توزيع أفراد العينة حسب سن المسير



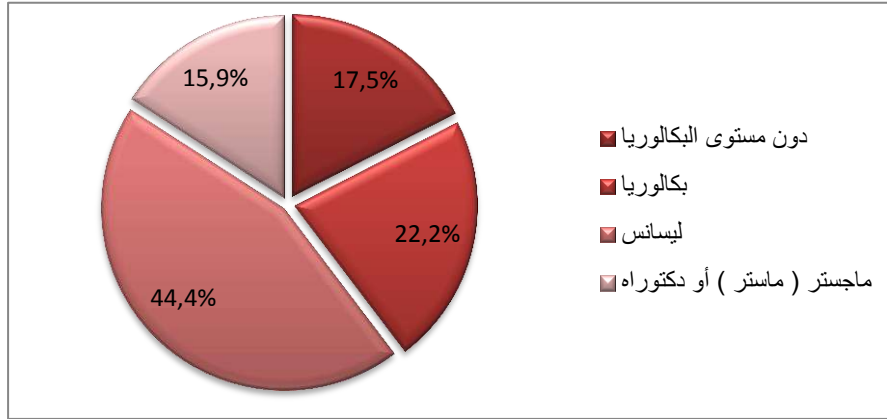
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

يتضح من الشكل أن 28 فردا من مسيري المؤسسات تتجاوز أعمارهم الأربعين سنة بنسبة 44.4%، وتعود النسبة الأكبر إلى الفئة الشابة (أقل من أربعين) حيث بلغت نسبة الذين تتراوح أعمارهم بين الـ 30 و 39 سنة، 46% أي ما يعادل 29 فردا، والذين تنحصر أعمارهم بين 20 و 29 سنة بنسبة 9.5%.

ما يدل على الدور الإيجابي لبرامج دعم الدولة للفئات الشابة لتجسيد أفكارها وتمويل مشاريعها.

3- المؤهل العلمي

الشكل رقم (3-6): توزيع أفراد العينة حسب المؤهل العلمي

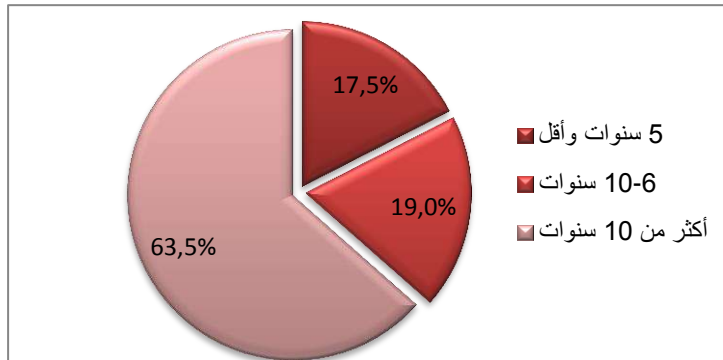


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

تعكس النتائج الموضحة في الشكل المستوى التعليمي لأفراد العينة فنجد أن فئة المسيرين خريجي الجامعات هي الأكبر بين 44.4% متحصلين على ليسانس و 15.9% ماجستير (ماستر) أو دكتوراه بإجمالي يعادل 38 فردا، خاصة وأن بعض مؤسسات العينة تنشط في مجال الصناعات الغذائية والصناعات الكيماوية فتخصصات أصحابها كل في مجاله تؤدي إلى التسيير الجيد للمؤسسة، في حين تبلغ نسبة الذين يبلغ مستواهم البكالوريا 22.5% والذين هم دون مستوى البكالوريا 17.5% يعود ذلك إلى كون مجموعة من المؤسسات تنشط في مجال الصناعات الحرفية التي في أغلبها يتخصص أصحابها في هذه المجال إما عن طريق إجراء تكوين متخصص أو حرفة يتناقلها عن آباءه.

4- سنوات الخبرة

الشكل رقم (3-7): توزيع أفراد العينة حسب الخبرة

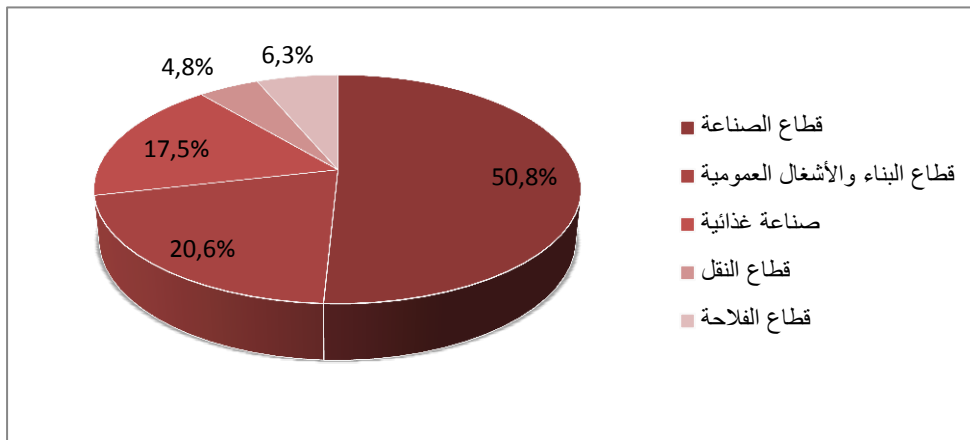


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

نلاحظ من خلال الشكل أن نسبة أفراد العينة الذين تتجاوز خبرتهم في مجال تخصصهم العشر سنوات 63.5% ما يعادل 40 فردا، وهو أحد العوامل التي تضمن استمرارية المؤسسة فخبرة المسير تمكنه من تلبية متطلبات مؤسسته والمحافظة على مكانتها في السوق، في حين بلغت نسبة الأفراد الذين تتراوح خبرتهم بين 6 و10 سنوات 19% وأقل من 5 سنوات 17.5%.

المحور الثاني: البيانات حول المؤسسة

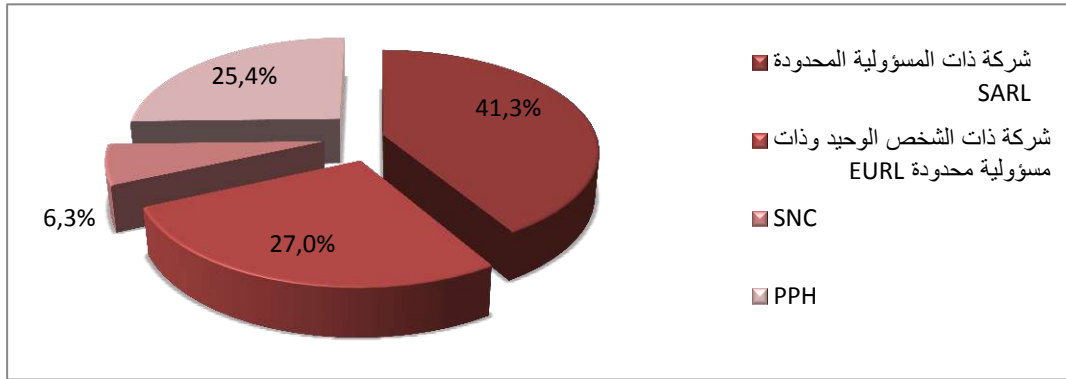
الشكل رقم (3-8): توزيع مؤسسات العينة حسب القطاع



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

بإجمالي قدرة 88.9% ما يعادل 56 مؤسسة من العينة هي نسبة المؤسسات التي تنتمي لقطاع الصناعة 50.8%، الصناعات الغذائية 17.5% والبناء و الأشغال العمومية 20.6% كما هو موضح في الشكل، و ذلك كون الدراسة استهدفت بالدرجة الأولى القطاع الصناعي إضافة إلى أن مجموعة من المؤسسات التي أجرينا فيها المقابلات كانت على مستوى المناطق الصناعية، أما عن قطاع النقل (الخدمات) وقطاع الفلاحة رغم أن العينة ضمت عددا قليلا فالغرض الأساسي للتوجه لها كونه من بين القطاعات المستفيدة من البدائل التمويلية خاصة فيما يتعلق بقرض الإيجار.

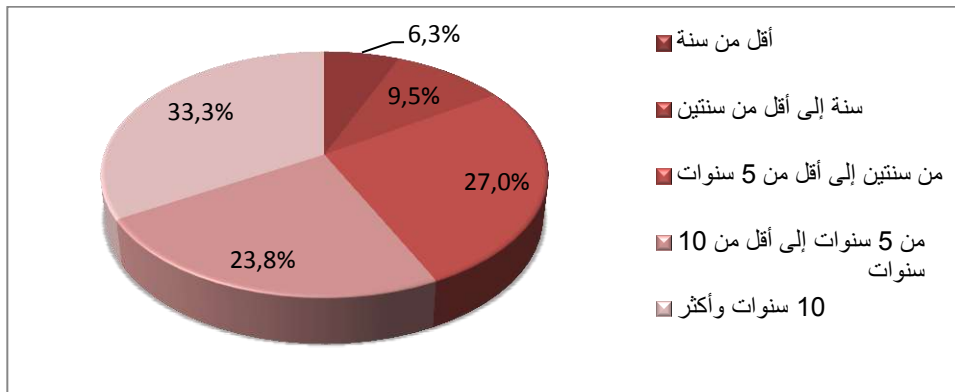
الشكل رقم (3-9): مؤسسات العينة حسب الشكل القانوني



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

نلاحظ من الشكل تنوع في مؤسسات العينة من حيث شكلها القانوني حيث نجد شركات ذات المسؤولية المحدودة بنسبة 41.3%، تليها الشركات ذات الشخص الوحيد وذات مسؤولية محدودة والشخص الطبيعي بنسب متقاربة 27% و 25.4% على التوالي، إضافة إلى أربعة شركات تضامن، لكل نوع من الشركات مجموعة من الخصائص التي تخدم أهداف أصحابها.

الشكل رقم (3-10): مؤسسات العينة حسب العمر

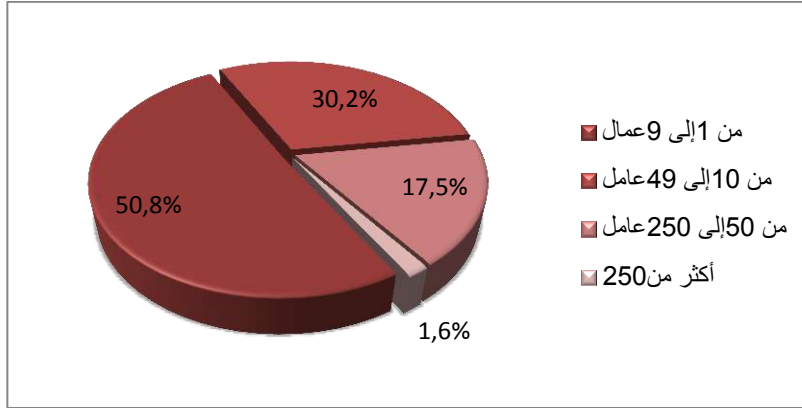


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

نلاحظ من الشكل أن العينة تضم مؤسسات حديثة النشأة وأخرى تمارس نشاطها منذ فترة، حيث قدرت نسبة المؤسسات الحديثة بـ 6.3% للمؤسسات التي تزاوّل نشاطها منذ أقل من سنة و 9.5% للمؤسسات من سنة إلى أقل من سنتين ما يعادل 10 مؤسسات لكليهما معاً، في حين النسبة الأكبر 33.3%

تمثل المؤسسات التي تزاوَل نشاطها منذ أكثر من 10 سنوات ما يعادل 21 مؤسسة، 27% لمن سنتين إلى أقل من خمس سنوات و23.8% لمن خمس إلى عشر سنوات.

الشكل رقم (3-11): توزيع مؤسسات العينة حسب عدد العمال

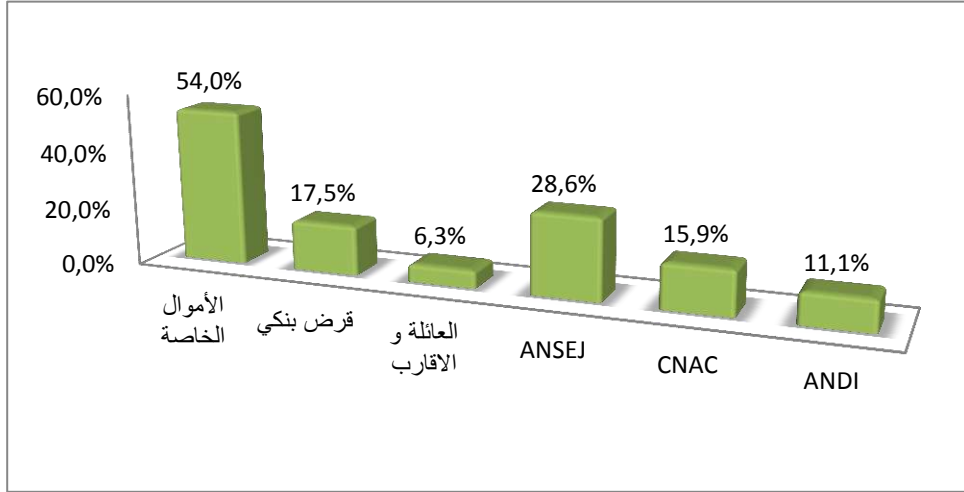


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

صنفنا مؤسسات العينة إلى مؤسسات صغيرة و متوسطة واعتمدنا في ذلك على معيار عدد العمال المعمول به ضمن القانون 02-17 رقم القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لتصنيف مؤسسات العينة حسب حجمها فكانت النتيجة أن 50.8% من المؤسسات بما يعادل 32 مؤسسة تضم من عامل إلى تسعة عمال ، 30.2% من المؤسسات فيها من 10 إلى 49 عامل و17.5% من المؤسسات عدد عمالها من 50 إلى 250 عاملا.

المحور الثالث: عموميات حول تمويل المؤسسة

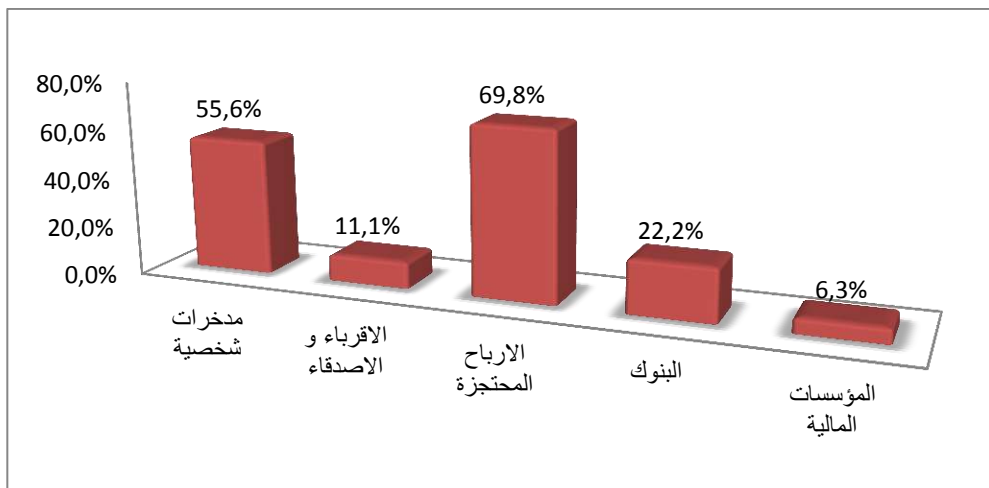
الشكل رقم (3-12): الاطار الذي تم من خلاله إنشاء المؤسسة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

كما هو موضح في الشكل فإن 54% من المؤسسات تم إنشاؤها بالاعتماد على الأموال الخاصة إضافة إلى الاعتماد على هيئات الدعم الحكومي خاصة الوكالة الوطنية لتشغيل الشباب بنسبة 28.6%. ويعود ذلك إلى خصوصية المؤسسات فالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة لا تتطلب أموالا كبيرة.

الشكل رقم (3-13): مصادر التمويل المتاحة لمؤسستكم

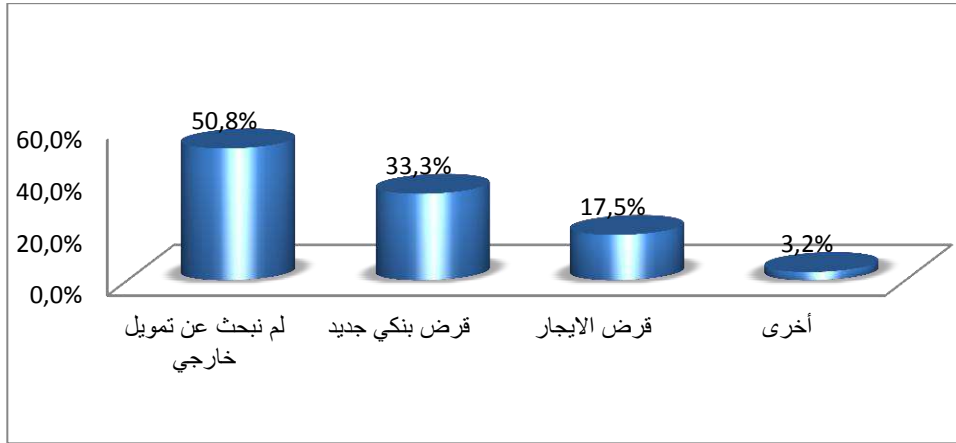


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

الفصل الثالث: دور البدائل التمويلية في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

نلاحظ من خلال الشكل أن 69.8% من مسيري مؤسسات عينة الدراسة يمولون مؤسساتهم عن طريق الأرباح المحتجزة و 55.6% عن طريق المدخرات الشخصية، ما يدل تفضيلهم الاعتماد على التمويل الذاتي ويعكس التوجه القليل للمؤسسات نحو المؤسسات المالية بصفة عامة.

الشكل رقم (3-14): نوع التمويل الخارجي الذي تفضله مؤسساتكم

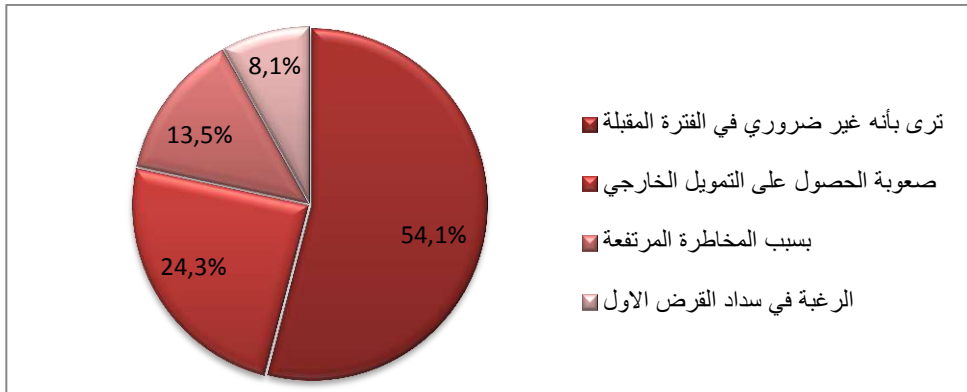


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

كما يوضح الشكل فإن 50.8% من المسيرين يفضلون تمويل مؤسساتهم بالأموال الداخلية وعدم التوجه للتمويل الخارجي، كون التمويل الذاتي أقل المصادر تكلفة ويساعد المؤسسات على الحفاظ على استقلاليتها المالية، في حين يمثل التمويل البنكي التمويل الخارجي الأكثر طلبا يليه التمويل عن طريق قرض الإيجار.

في حالة لم تبحث مؤسساتكم عن تمويل خارجي

الشكل رقم (3-15): أسباب عدم البحث عن تمويل خارجي



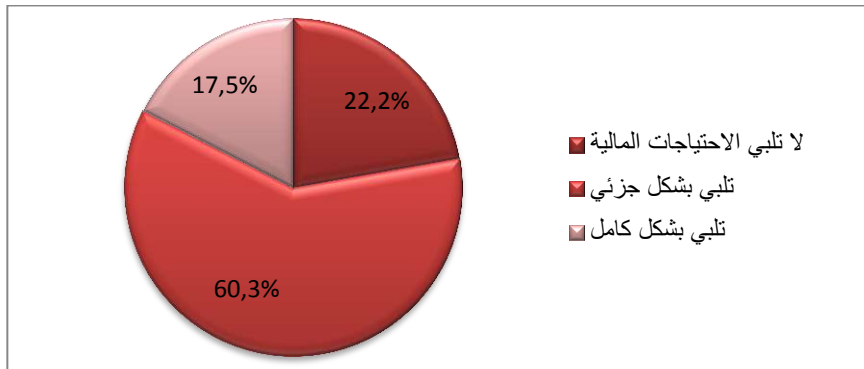
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

الفصل الثالث: دور البدائل التمويلية في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

يعد السبب الرئيسي لعدم توجه 20 من مسيري المؤسسات المستجوبين للتمويل الخارجي هو أن المسير يرى بأنه غير ضروري للفترة المقبلة أما 24.3% ما يعادل 9 مسيرين أرجعوا سبب ذلك إلى صعوبة الحصول على التمويل الخارجي، في حين يرى 13.5% منهم نوع من المخاطرة التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة في حال اعتمدت على التمويل الخارجي.

المحور الرابع: الصعوبات التمويلية

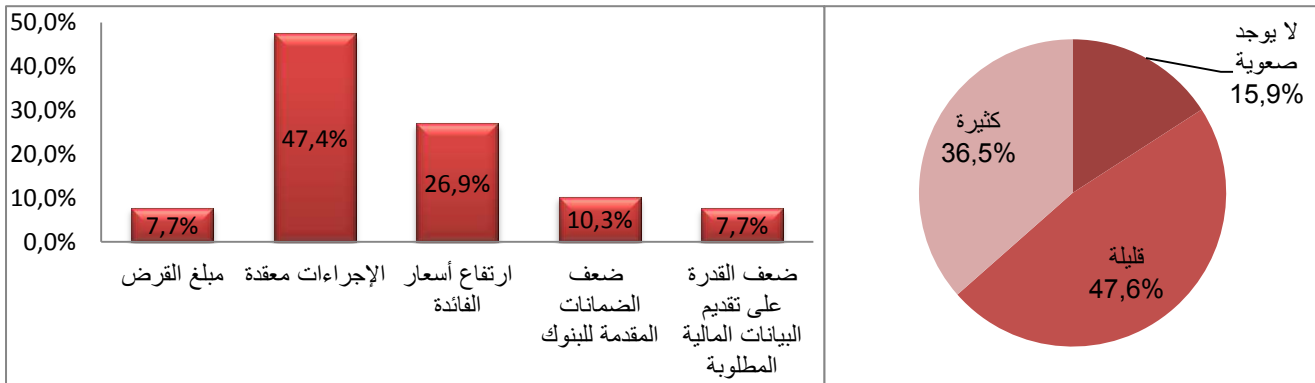
الشكل رقم (3-16): مدى تلبية المصادر الداخلية الحالية للاحتياجات التمويلية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

من الشكل البياني نلاحظ أن 17.5% من مسيري مؤسسات العينة يرون بأن المصادر الداخلية تلي احتياجاتهم التمويلية بشكل كامل ما يعني اكتفاؤهم بالتمويل الذاتي بينما 60.3% تلي بشكل جزئي ما يدفعهم للتفكير في التوجه للبدائل التمويلية المتاحة بنسب متفاوتة لتلبية الاحتياجات .

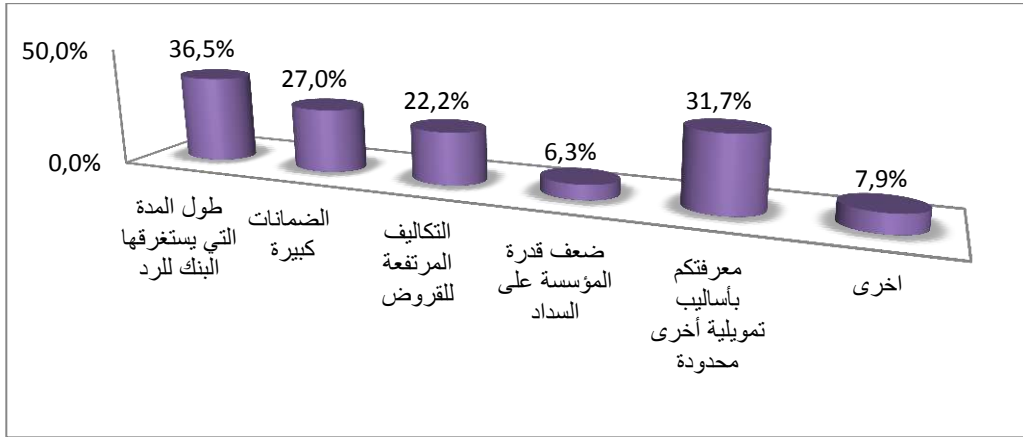
الشكل رقم (3-17): صعوبة الحصول على تمويل بنكي (قرض)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

تراوحت نسب المجيبين عن صعوبة الحصول على التمويل البنكي بين 47.6 % قليلة و 36.5 % كثيرة وترجع صعوبة الحصول على الأموال من البنك للإجراءات المعقدة بالدرجة الأولى ويليها ارتفاع اسعار الفائدة.

الشكل رقم (3-18): صعوبة في الحصول على تمويل بديل



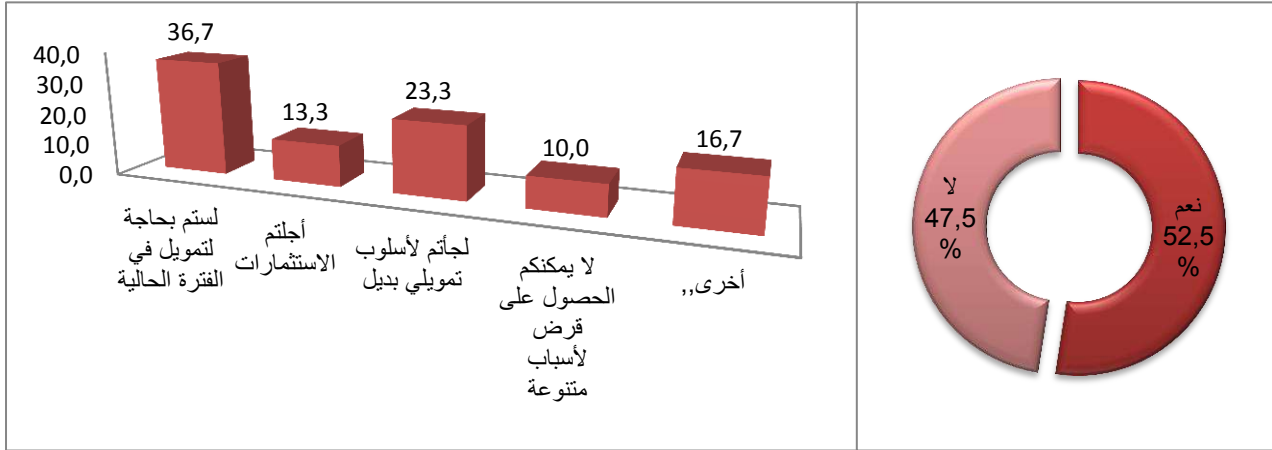
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

أما صعوبات الحصول على تمويل مناسب فيرجع 36.5% من المجيبين ما يعادل 23 فردا إلى طول المدة التي يستغرقها البنك في الرد على طلبات المؤسسات، إضافة إلى أن 31.7 % منهم ما يعادل 20 فردا يرون أن السبب يعود إلى معرفتهم المحدودة بالأساليب التمويلية الأخرى¹ حيث أن البعض منهم يجهل دور المؤسسات المالية التمويلية المختصة.

¹ المقصود هي الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية من غير البنوك كمؤسسات قرض الاجار ورأس المال المخاطر

المحور الخامس: التمويل عن طريق الاقتراض البنكي

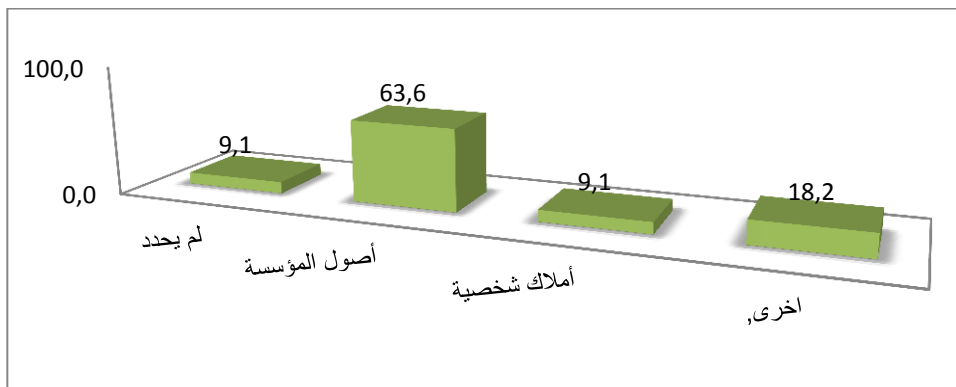
الشكل رقم (3-19): التقدم بطلب قرض بنكي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

47.5% ما يعادل 30 مؤسسة لم يتقدموا بطلب قرض بنكي بسبب اكتفائهم بالتمويل الذاتي وعدم حاجتها لتمويل خارجي في الفترة المقبلة، و اختار 23.3% منهم التوجه لتمويل بديل، وكذا من بين الأسباب عدم الحصول على القروض لأسباب متنوعة تتعلق بطبيعة نوع القرض، طبيعة المشاريع و وضعية المؤسسة، ناهيك عن أسباب أخرى أرجعها أغلب المجيبين إلى الوازع الديني و تجنب التعامل مع البنوك بسبب عامل الربا.

الشكل رقم (3-20): الضمانات التي طلبها البنك

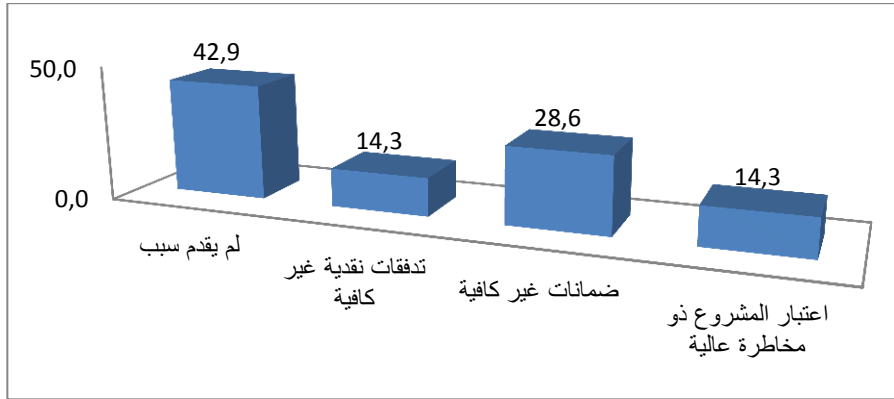


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

الفصل الثالث: دور البدائل التمويلية في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

تمثل أصول المؤسسات الضمان الأساسي الذي يطلبه البنك مقابل القروض (كما تؤكد النتائج بنسبة 63.6%)، والذي غالبا ما يكون غير كاف في هذا النوع من المؤسسات ما يؤدي إلى رفض الطلب كما يوضح الشكل الموالي فان 28.6% من مقدمي القروض فسر لهم البنك رفضه بعدم كفاية الضمانات.

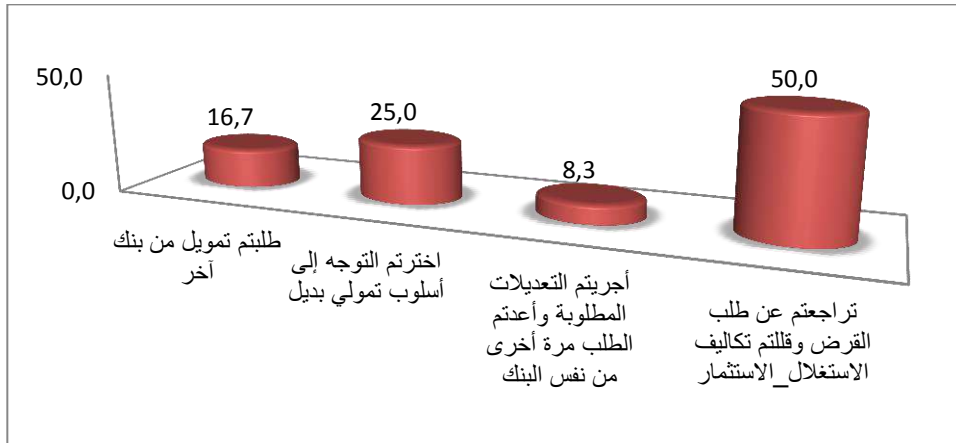
الشكل رقم (3-21): تفسير البنك في حالة رفض طلب القرض



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

بينما أقر 42.9% بأن البنك لم يفسر سبب الرفض، وأرجعوا الأسباب الأخرى إلى عدم كفاية التدفقات النقدية، والمخاطرة العالية للمشاريع.

الشكل رقم (3-22): رد فعل المؤسسة في حالة ما تم رفض الطلب



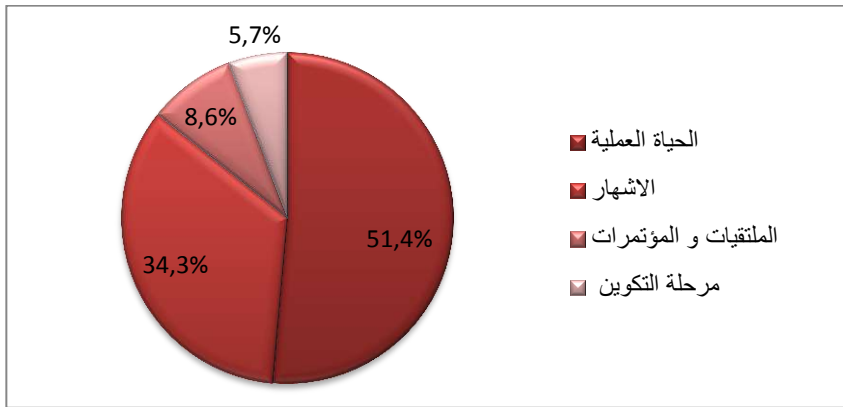
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

كما يتضح من خلال الشكل فإن رد فعل المسيرين بعد رفض البنك لمنحهم القرض تنوع بين التراجع عن طلب القرض و التقليل من تكاليف الاستثمار و/أو تكاليف الاستغلال بنسبة 50% ، وفضل 25% منهم التوجه إلى أسلوب تمويلي بديل، بينما 16.7% قاموا بطلب القرض من بنوك أخرى.

المحور 6: البدائل التمويلية الحديثة:

1- قرض الإيجار:

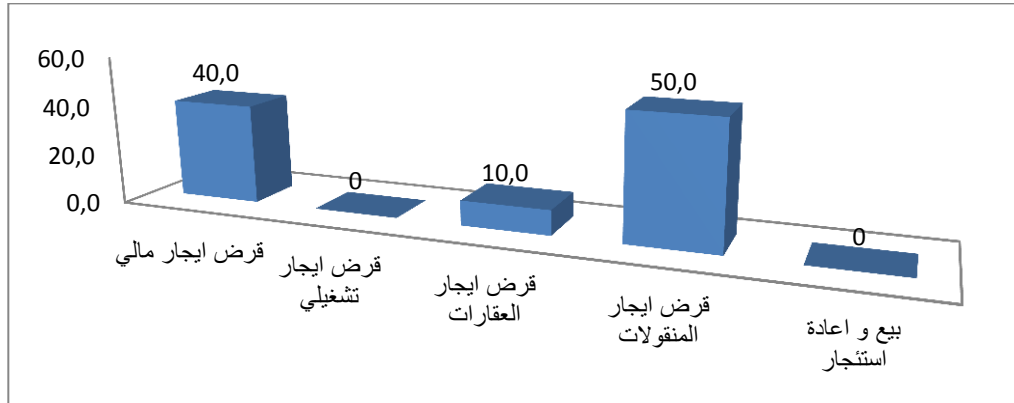
الشكل رقم (3-23): تعرفت مؤسساتكم على قرض الإيجار من خلال



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

يظهر من خلال الشكل أن الحياة العملية هي العامل الرئيسي في تعرف المؤسسات على قرض الإيجار يليها الأشهار بنسبة 34.3% والسبب في ذلك يعود بالدرجة الأولى إلى السياسة التسويقية لمؤسسات قرض الإيجار حيث أنها تعمل على توصيل منتجاتها بمختلف الوسائل الإعلامية وكذلك تتوجه إلى المؤسسات للتعريف بهذه التقنية و تحفيزهم على التوجه إليها، كما نجد من العوامل الأخرى في التعرف على قرض الإيجار خلال مرحلة الدراسة و من خلال الملتقيات و المؤتمرات .

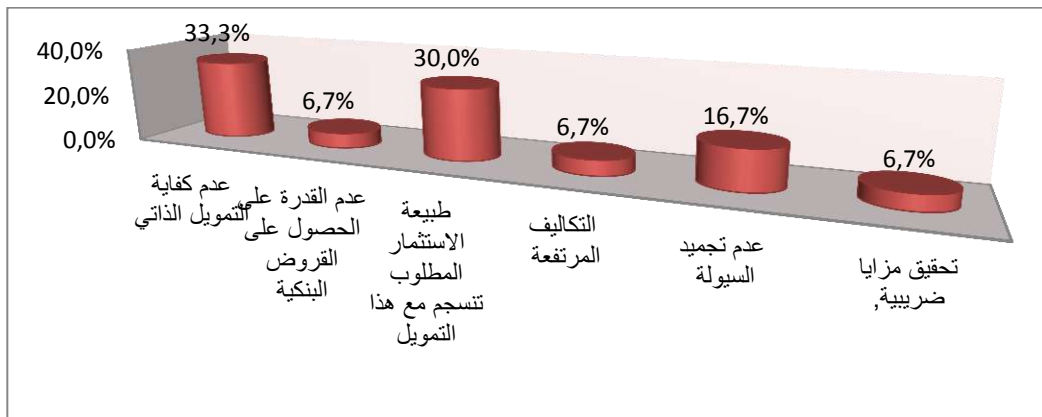
الشكل رقم (3-24): نوع قرض الإيجار الذي توجهت له مؤسستكم



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

من خلال الشكل يتضح أن نوع قرض الإيجار الأكثر استخداما هو قرض إيجار المنقولات ذلك كون أغلب المؤسسات تتجه لهذا الأسلوب التمويلي بغرض الحصول على المعدات الجديدة بغية مواكبة التكنولوجيا الحديثة أو معدات النقل، يليه قرض الإيجار المالي .

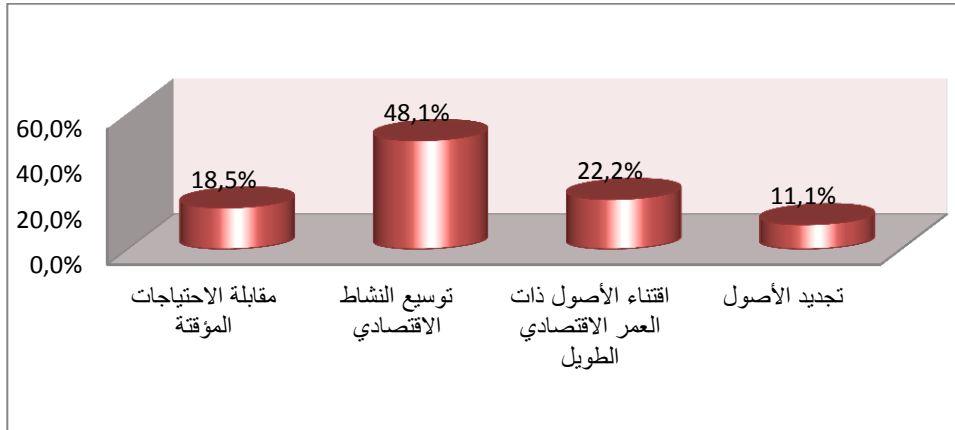
الشكل رقم (3-25): أسباب اللجوء للتمويل بقرض الإيجار



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

من الشكل نلاحظ أن السبب الرئيسي للتوجه لقرض الإيجار هو عدم كفاية التمويل الذاتي وهو ما أقره 33.3% من المسيرين، تليه طبيعة الاستثمارات فالحصول على الأصول أو المنقولات بأسلوب قرض الإيجار له مزايا وإيجابيات أفضل من الشراء مباشرة.

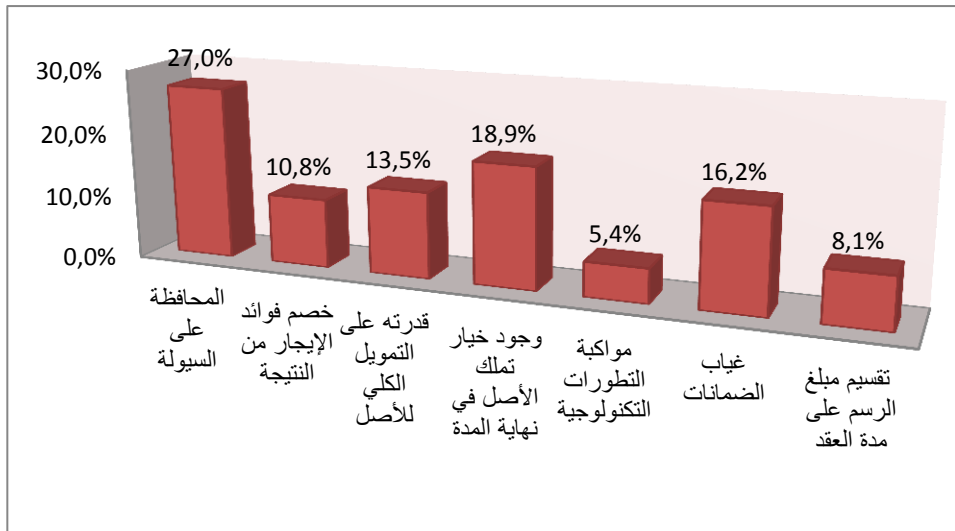
الشكل رقم (3-26): الغاية من اللجوء للتمويل بقرض الإيجار



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

يعتبر التوسع في النشاط الاقتصادي أهم غاية من استعمال قرض الإيجار حيث بلغت نسبة المجيبين 48.1%، خاصة وأن من شروط استفادة المؤسسة من هذه التقنية على الأقل سنتين نشاط، يليها اقتناء الأصول ذات العمر الاقتصادي الطويل ب 22.2% والباقي بين استخدامه في مقابلة الاحتياجات المؤقتة وتجديد الأصول، يفسر هذا التوجه بالمزايا التي يوفرها قرض الإيجار كما هو موضح في الشكل الموالي.

الشكل رقم (3-27): المزايا التي حفزتكم على التمويل بقرض الإيجار

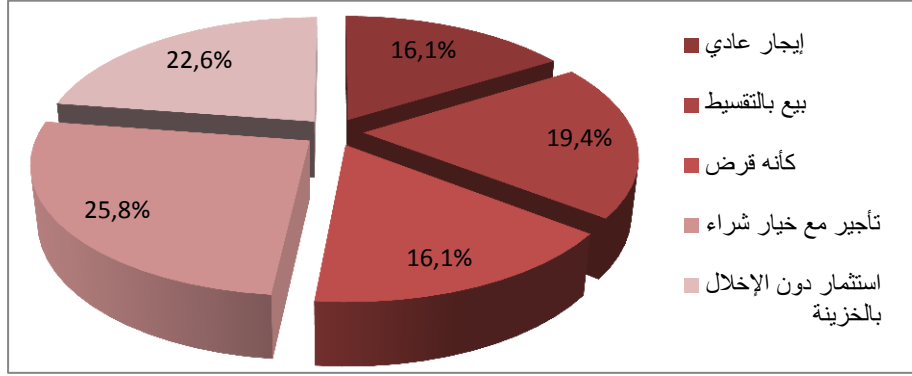


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

تتعدد المزايا التي يوفرها قرض الإيجار للمستفيدين منه فنلاحظ أن ميزة المحافظة على السيولة من أكثر المميزات جذبا بنسبة 27%، تليها ميزة وجود خيار تملك للأصل في نهاية الفترة، ما يمنح المؤسسة إمكانية استغلال الأصل الذي ترغب فيه مع توظيف السيولة في نشاطات أخرى والحصول على الأصل عند انتهاء فترة

العقد، و هو ما لا يتوفر للمؤسسة في حالة شراء الأصل، إضافة إلى غياب الضمانات بنسبة 16.2% حيث أن بقاء المؤجر مالكا للأصل طيلة فترة العقد في حد ذاته يعد ضمانا فالمستأجر غير مضطر لتقديم ضمانات أخرى.

الشكل رقم (3-28): قرض الإيجار بالنسبة للمسيرين

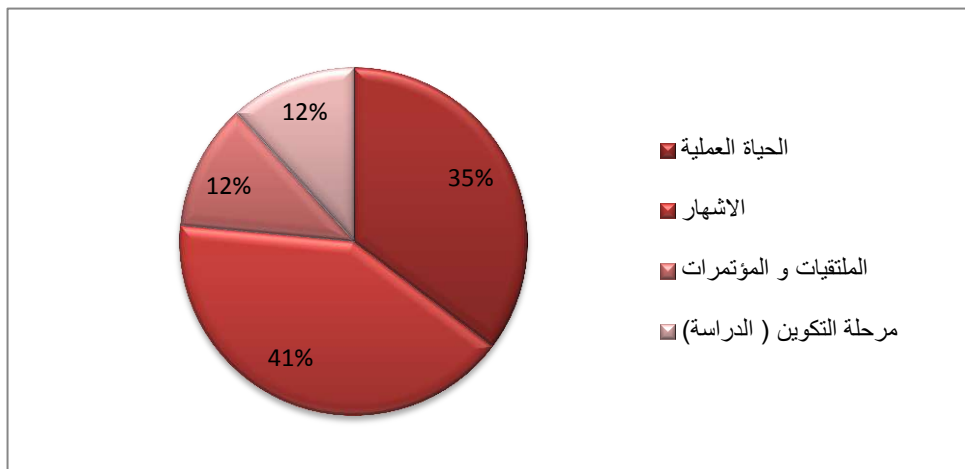


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

يتضح من خلال الشكل أن فقط 25.8% من المسيرين مدركين لمفهوم قرض الإيجار ويرون بأنه تأجير مع خيار شراء في نهاية فترة العقد، في حين يرى 22.6% منهم أنه استثمار دون الإخلال بالخبزينة وهي إحدى المزايا التي يوفرها على عكس التمويل التقليدي (البنكي)، بينما ما تبقى منهم يتعامل معه على أساس أنه قرض أو إيجار عادي أو بيع بالتقسيط.

2- رأس مال المخاطر

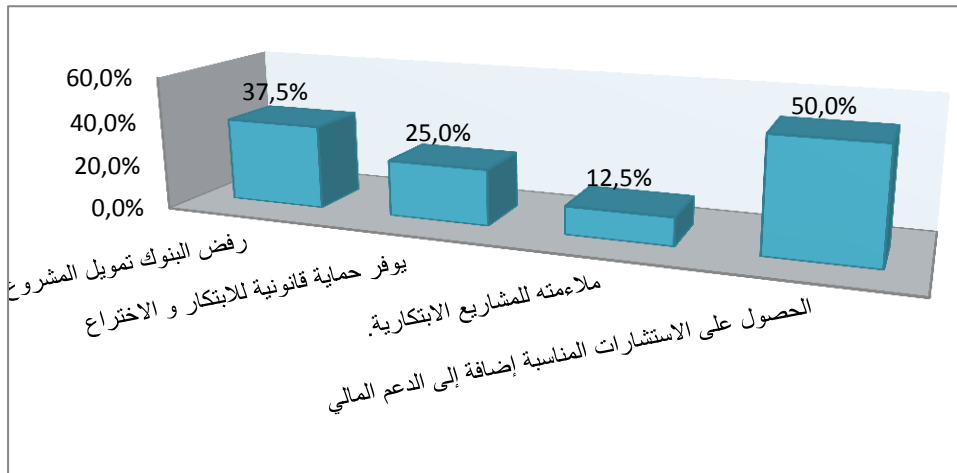
الشكل رقم (3-29): طرق التعرف على رأس مال المخاطر



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

من خلال الشكل يتضح أن أهم وسيلة تعرف من خلالها أفراد العينة على هذا الأسلوب التمويلي هي الإشهار 41% من المجيبين ، تليها الحياة العملية بنسبة 35%، رغم قلة عدد المؤسسات الممارسة للنشاط إلى أنها تسعى لإيصال خدماتها للمؤسسات خاصة الحديثة منها عن طرق توجه لأصحاب المؤسسات و التعريف بتقنية رأس مال المخاطر و تحفيزهم على اللجوء إليها.

الشكل رقم (3-30): سبب توجه المؤسسة للتمويل برأس مال مخاطر

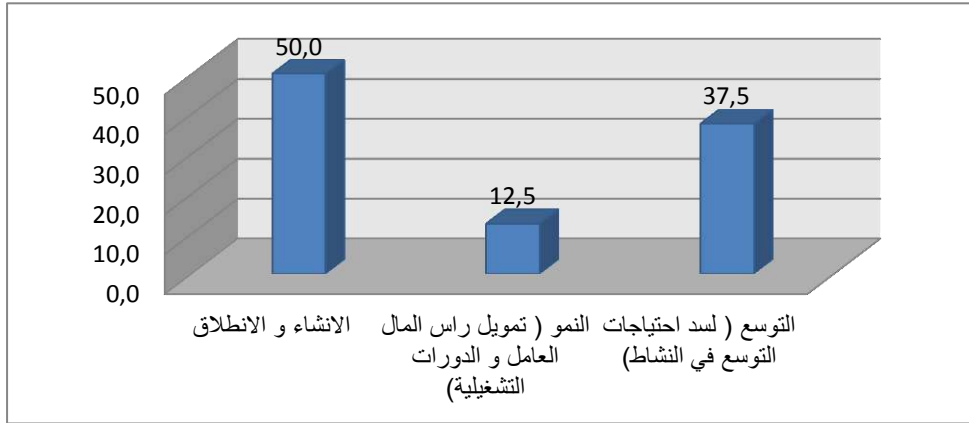


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

وفقا للنتائج الموضحة فان مميزة الحصول على الاستشارات المناسبة إضافة إلى الدعم المالي تعتبر أهم سبب لتوجه المسيرين لاستخدام تقنية رأس مال المخاطر حسب 50% من المجيبين، تليها بعد ذلك رفض البنوك لتمويل مشاريعهم بنسبة 37.5% وذلك لتخوفهم من عدم القدرة على السداد ولما تتصف به مختلف المشاريع من مخاطرة عالية.

وكما هو موضح في الشكل الموالي فأغلب المجيبين استعانوا برأس مال المخاطر في مرحلة الإنشاء والانطلاق لما له من مزايا قد تتوافق وطبيعة مشاريعهم وتساعدهم على الوقوف بها و تجسيدها على أرض الواقع.

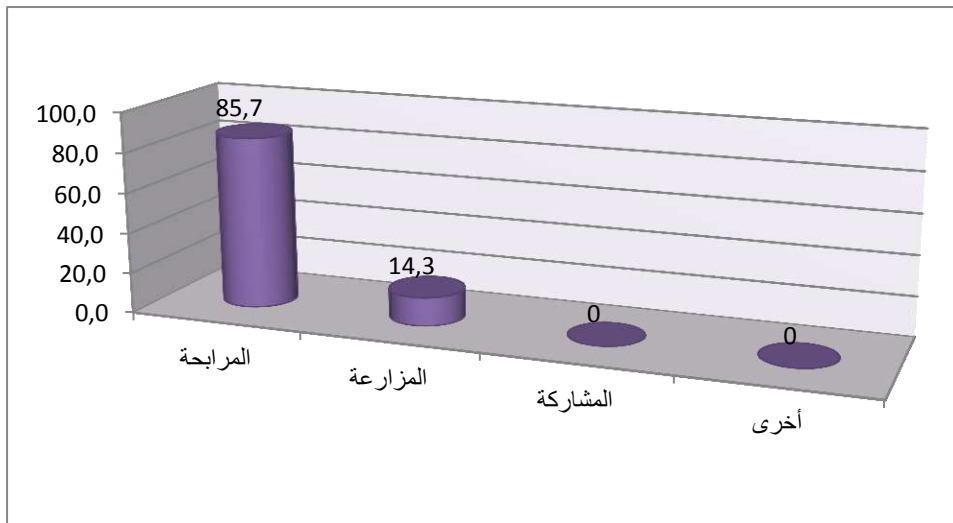
الشكل رقم (3-31): مرحلة الاعتماد على رأس المال المخاطر



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

3- التمويل الإسلامي

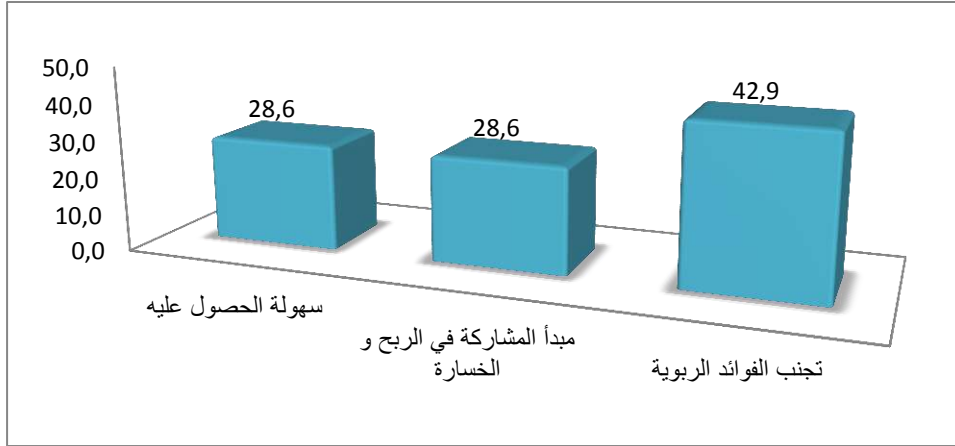
الشكل رقم (3-32): صيغة التمويل الإسلامي التي تم اللجوء إليها



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

عينة الدراسة لم تتضمن عددا كبيرا من المؤسسات المستخدمة للتمويل الإسلامي وكما يتضح من الشكل فالصيغة الأكثر استخداما هي المرابحة لما لها من مزايا تتوافق و ما تتطلبه المشاريع، وفسر 42.9% من مستخدمي التمويل الإسلامي سبب توجههم لهذا التمويل بتغليب الوازع الديني و تجنب الفوائد الربوية التي تمنحها البنوك التقليدية كما هو موضح في الشكل الموالي.

الشكل رقم (3-33): أسباب التوجه للتمويل الإسلامي

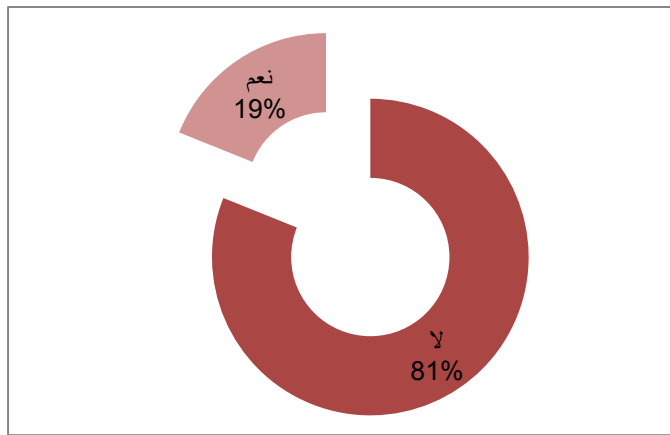


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

4- البورصة:

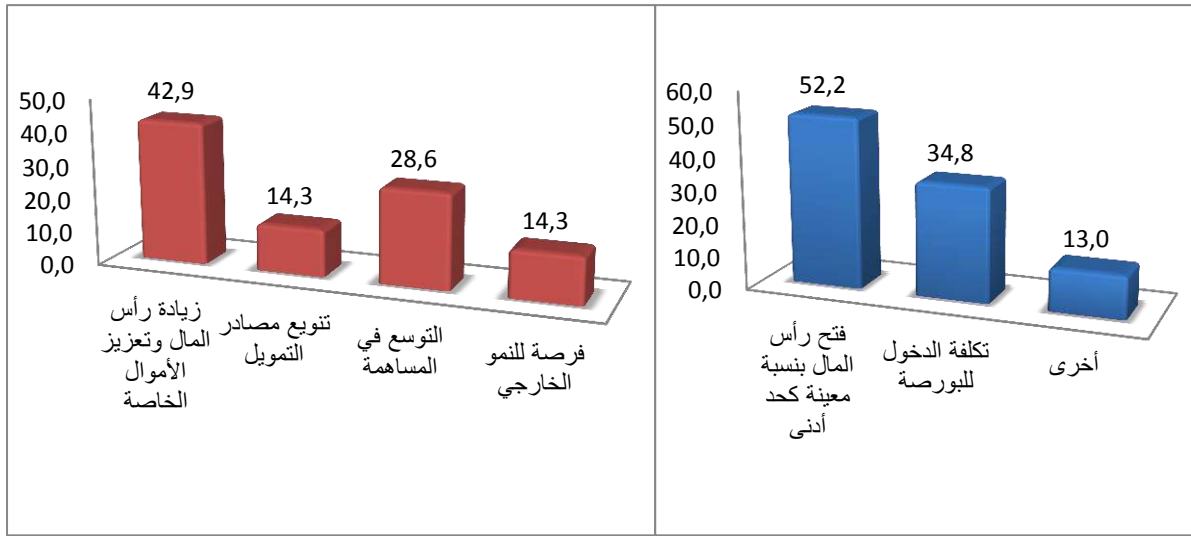
التمويل عن طريق البورصة وبما أن جميع المؤسسات المستجوبة هي مؤسسات صغيرة و متوسطة وبورصة الجزائر لا تضم ولا مؤسسة من هذا النوع فأول سؤال كان حول التفكير في إدراج المؤسسات وكان رد المستجوبين كالتالي:

الشكل رقم (3-34): إدراج المؤسسات في البورصة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

الشكل رقم(3-35): دوافع وتوقعات المسيرين حول الإدراج/ عدم الإدراج في البورصة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج SPSS.

81% من المجيبين لا يرغبون في إدراج مؤسساتهم في البورصة السبب الأساسي في ذلك كان رغبتهم في المحافظة على ملكية المؤسسة و الابتعاد عن المشاركة أو فتح رأس المال الذي يعد أهم شروط الإدراج وهو ما أقره 52.2% منهم، في حين أن الهدف الأساسي للبقية الذين يفكرون في إدراج مؤسساتهم في البورصة هو زيادة رأس المال و تعزيز الأموال الخاصة والتوسع في المساهمة كما يرون في البورصة مصدرا تمويليا إضافيا يسمح لهم بتنويع محافظتهم ويسهم في الزيادة من فرص النمو.

خلاصة

اتخذت الجزائر مجموعة من التدابير عن طريق تسخير مختلف الهيئات لدعم ومساعدة المؤسسات على تجاوز الصعوبات التمويلية التي تواجهها ، منها ANSEJ , ANGEM , ... وغيرها من الهيئات التي تطرقنا لها في هذا الفصل التي تعمل على توفير التمويل للمؤسسات بمختلف الصيغ من خلال منح القروض ومجموعة من الامتيازات و الإعفاءات، وساهمت هذه الهيئات في تحقيق قيمة مضافة للاقتصاد. ورغم الجهود المبذولة من طرف الدولة إلى أن غياب التنسيق بين مختلف الهيئات أدى إلى تراجع في أدائها في فترات معينة، فالمؤسسات رغم حصولها على الموافقة من إحدى الهيئات قد تلقى رفض البنوك منح الأموال ويفسر البنك ذلك بارتفاع المخاطرة.

تعتمد المؤسسات الجزائرية على البنوك كمصدر أول للحصول على التمويل اللازم وإضافة إلى هيئات الدعم تضم السوق التمويلية مجموعة من البدائل تتمثل في قرض الإيجار، رأس مال المخاطر، التمويل الإسلامي والبورصة لكن تجربة الجزائر متواضعة ولا تزال في بدايتها وتعاني من الكثير من المعوقات التي تقلل من فعالية هذه البدائل.

حاولنا من خلال الاستبيان التقرب من مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للتعرف أكثر على واقع البدائل التمويلية، أين وجدنا إقبالا ضعيفا عليها حيث فقط 31.7 % من أفراد العينة ما يعادل 20 فردا يعرفون قرض الإيجار ، و 12.7% ما يعادل 8 أفراد استفادوا من رأس مال المخاطر، و 11.7% ما يعادل 7 أفراد لجأوا إلى التمويل الإسلامي وأغلب المستجوبين يعتبرونه مثل التمويل التقليدي ولم يلمسوا الفارق. في حين أبدى 58.7% من المسيرين اهتمامهم بموضوع البورصة ما يعادل 37 مؤسسة والباقي من بينهم من يجهل بوجود صحن مخصص للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ويعتقدون أن البورصة حصرا للمؤسسات الكبيرة.

وعليه ينبغي على الدولة الاهتمام أكثر بالبدائل التمويلية وتيسير شروط عملها، وعلى المؤسسات المالية المانحة لهذه البدائل العمل على توضيح أليات سيرها و تبسيطها لأصحاب المؤسسات.

الفصل الرابع: دراسة الهيكل
التمويلي لعينة من المؤسسات
الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

تمهيد

اختيار المؤسسات للمزيج التمويلي المناسب الذي يلي احتياجاتها المالية عادة ما يعتمد على مدى توفر مختلف مصادر التمويل وسهولة الحصول عليها، وهو ما يساعدها على تجاوز الصعوبات التمويلية وُمكنها من الاستمرارية والنمو، تطرقنا في الفصل السابق بنوع من التفصيل إلى مختلف البدائل المتاحة أمام المؤسسات الجزائرية التي تسمح لها بالاستفادة من مجموعة من المزايا والإعفاءات تساهم في دعمها وتعظيم قيمتها، وسنحاول فيما يلي البحث في محددات الهيكل التمويلي للمؤسسات ، حيث وفقا لما جاء في مختلف الدراسات فقد ارتبط موضوع الهيكل التمويلي بهيكل الاستدانة ، وتجدر الإشارة إلى الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال فالهيكل المالي يتضمن كل من مصادر التمويل طويلة الأجل (حقوق الملكية، الأسهم الممتازة والقروض ط أ) ومصادر التمويل قصيرة الأجل (الائتمان التجاري والائتمان المصرفي) بينما يتضمن هيكل رأس المال المصادر طويلة الأجل فقط. ونقصد بالهيكل التمويلي مجموعة المصادر التي تتحصل منها المؤسسة على المزيج التمويلي المطلوب لتلبية احتياجاتها وتمويل استثماراتها.

المبحث الأول: طريقة إجراء الدراسة

المطلب الأول: التعريف بعينة الدراسة والنموذج المستخدم

1- عينة الدراسة:

بغية التعرف على الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية والمحددات المساعدة في تشكيله سنحاول من خلال هذا العنصر دراسة عينة من المؤسسات بما توفر لنا من المعلومات، حيث حاولنا التقرب من مجموعة من المؤسسات الصناعية على مستوى المناطق الصناعية لكن ولعدة أسباب واجهنا صعوبة في الحصول على المعلومات المالية و الوثائق المحاسبية لها، الهدف الأساسي لدراسة المؤسسات الصناعية هو الاهتمام الذي تحظى به إذ تعد من ابرز القطاعات المعول عليها للتنوع الاقتصادي خارج قطاع المحروقات، وكذا الأولوية التي حظي بها القطاع الصناعي في البرامج التنموية للدولة للنهوض به - خاصة فيما يتعلق بالصناعات الغذائية- ، إضافة لما للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أهمية في تحقيق التنمية الاقتصادية.

وتم الاعتماد على الميزانيات و جدول حسابات النتائج المتحصل عليها من مركز السجل التجاري الوطني رغم كونها لا توفر المعلومات الكافية حول الوضع المالي للمؤسسات، تم الحصول على القوائم المالية ل 135 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خاصة تنشط في القطاع الصناعي، قمنا باستبعاد 28 مؤسسة لعدم توفرها على المعلومات الكاملة، لتصبح بذلك عينة الدراسة مكونة من 107 مؤسسات سنحاول من خلال هذا العنصر تحليل هيكلها التمويلي خلال فترة 2012-2016.

2- النموذج المستخدم "نماذج بانل":

نماذج البانل Panel Model أو بيانات السلاسل الزمنية المقطعية تكمن أهميتها في أنها تأخذ في الاعتبار أثر التغير في الزمن وكذلك أثر التغير في المشاهدات المقطعية، إذ تعرف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية التي تصف سلوك عدد من المفردات أو

الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، وبيانات السلسلة الزمنية التي تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة، فهي مشاهدات مقطعية مقاسة في فترات زمنية معينة¹. من المزايا التي يحققها تحليل البانل نجد:²

- التحكم في التباين الفردي، الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة؛

- تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي، أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية، و بالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر، تتميز بيانات بانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل؛

- توفر نماذج بانل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل و يمكن من خلالها الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى؛

- تسهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تقود عادة إلى تقديرات متحيزة.

وتأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاثة أشكال رئيسية هي: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

ليكن لدينا N من المشاهدات المقطعية مقاسة في T من الفترات الزمنية فإن نموذج بانل يعرف بالصيغة الآتية³:

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}; i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T$$

حيث أن Y_{it} تمثل قيمة متغير الاستجابة في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t ، $\beta_{0(i)}$ تمثل قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة i ، β_j تمثل قيمة ميل خط الانحدار، $X_{j(it)}$ قيمة المتغير التفسيري j في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t وأن ε_{it} تمثل قيمة الخطأ في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t .

¹. زكريا يحيى الجمال، "اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية"، المجلة العراقية للعلوم الاحصائية، العدد 21، 2012، ص268.

². عابد العبدلي، "محددات التجارة البينية للدول الاسلامية باستخدام منهج البانل"، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الاسلامي للتنمية، جدة، المجلد 16، العدد 1، 2010، ص17.

³. مجّد ربيعة، "استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية"، المجلة الجزائرية للاقتصاد و المالية، العدد 2، 2014، ص ص 154-156.

نموذج الانحدار التجميعي (PRM) Pooled Regression Model

يعتبر أبسط نماذج البانل حيث تكون فيه جميع المعاملات $\beta_{0(i)}$ و β_j ثابتة لجميع الفترات (يهمل تأثير الزمن)، وتكون صيغة النموذج التجميعي كما يلي:

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}; i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T$$

حيث $E(\varepsilon_{it}) = 0$ و $\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$ ، تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معاملات النموذج.

نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) Fixed Effects Model

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع β_0 تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل β_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (حالة عدم التجانس في التباين بين المجموع)، وعليه فان نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية:

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}; i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T$$

حيث $E(\varepsilon_{it}) = 0$ و $\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$. ويقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بان المعلمة β_0 لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية لغرض تقدير معاملات النموذج، والسماح لمعلمة المقطع β_0 بالتغير بين المجاميع المقطعية عادة ما تستخدم متغيرات وهمية بقدر $(N-1)$ لكي نتجنب حالة التعددية الخطية التامة. ثم تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية. ويطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية. ويصبح النموذج:

$$Y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=1}^N \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}; i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T$$

حيث يمثل المقدار $\alpha_1 + \sum_{d=1}^N \alpha_d D_d$ التغير في المجاميع المقطعية للمعلمة β_0 ويمكن كتابة النموذج بعد حذف α_1 بالشكل الموالي:

$$Y_{it} = \sum_{d=1}^N \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}; i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T$$

نموذج التأثيرات العشوائية (REM) Random Effects Model

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ ε_{it} ذا توزيع طبيعي بوسط مقداره صفر وتباين مساوي إلى σ_ε^2 . ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة عادة ما يفرض بأن تباين الخطأ ثابت (متجانس) لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة. في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $\beta_{0(i)}$ كمتغير

$$\beta_{0(i)} = \mu + v_i \quad ; \quad i = 1, 2, \dots, N$$

عشوائي له معدل مقداره μ أي: ويكون نموذج التأثيرات العشوائية بالشكل:

$$Y_{it} = \mu + \beta_j X_{j(it)} + v_i + \varepsilon_{it} \quad ; \quad i = 1, 2, \dots, N \quad ; \quad t = 1, 2, \dots, T$$

حيث v_i يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية i ، ويمتاز بالخواص التالية:

$$E(v_i) = 0 \quad , \quad \text{var}(v_i) = \sigma_v^2 \quad , \quad E(\varepsilon_{it}) = 0 \quad , \quad \text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$$

عادة ما تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة لتقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية بشكل صحيح.

3- تقدير النموذج المناسب:

اختبارات جذر الوحدة:

تتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الفردية، نظرا لتضمنها محتوى معلوماتي مقطعي وزمني معا، والذي يقود إلى نتائج أكثر دقة من اختبارات السلاسل الزمنية الفردية. وتعتبر اختبارات جذر الوحدة اختبارات أساسية لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية وتحديد درجة تكاملها، لما لها من أهمية قصوى للوصول إلى نتائج سليمة وتجنب ظاهرة الانحدار الزائف¹، ومن بين اختبارات جذر الوحدة الأكثر استخداما ما يلي²:

¹ عبد السلام عطية، جبار بوكثير، "نمذجة علاقة تقلبات أسعار النفط بالنمو الاقتصادي باستخدام بيانات بانل حالة الدول العربية الأعضاء في الأوبك خلال الفترة 2000-2016"، مجلة الباحث، 18، 2018، ص 139.

² زهرة حسن عباس، خديجة عدنان حميد، "منهج تحليل منتج الارتباط الذاتي (VAR) وتصحيح الخطأ (VEC) للبيانات اللوحية (PANEL DATA) مع حالة تطبيقية: الحسابات القومية لدول مجلس التعاون الخليجي للمدة 1970-2013"، مجلة الاقتصاد الخليجي، العدد 30، 2016، ص 14.

توجد مجموعة من الاختبارات من بينها (Levin, Lin and Chu test: 2002 - LLC) يفترض أن البيانات السنوية تكون مستقلة عبر الوحدات (i) وأن هيكل الارتباط الذاتي متماثلاً ولجميع الوحدات، ثم تم السماح لهيكل الارتباط الذاتي بالاختلاف فيما بين الوحدات. وأن الخطأ يتبع نمط الارتباط الذاتي وعدم التجانس. ويمكن الحصول على إحصاءه باستخدام دالة لوغاريتيم الإمكان المدجة لصيغة ديكي-فولر الفردية (لكل وحدة). وتسمى هذه الاختبارات عمليات جذور الوحدة المشتركة (common unit root tests).

أما المجموعة الثانية من الاختبارات فتسمح بالاختلاف بين الوحدات وتسمى (Individual unit root tests) من بينها (Im, Pesaran and Shin test: 2003 - IPS)، (Fisher- ADF) و (Fisher-PP). تعتمد هذه الاختبارات على فرضيتين، هما: H_0 : بيانات بانل تحتوي على جذر وحدة.

H_1 : بيانات بانل لا تحتوي على جذر وحدة.

اختبار Hadri: أقترح هذا الاختبار من طرف الجزائري "قدور حضري" سنة 2000 وهو يتميز عن باقي الاختبارات بأن فرضيته العدمية والبديلة عكس بقية الاختبارات السابقة، لذلك فإن نتيجته لا تظهر في برنامج Eviews إلا بعد طلبها.

اختبارات تحديد النموذج الملائم:

عند استعمال معطيات بانل، ومن أجل إيجاد النموذج الملائم من بين النماذج الرئيسية الثلاثة التي سبق ذكرها، يستخدم ما يسمى باختبارات التحديد، ومنه سيتم إجراء الاختبارات التالية:¹

4- اختبار مضاعف لاغرانج: هذا الاختبار اقترحه Pagan و Breusch سنة (1980) وهو

يتبع توزيع كاي تربيع ذو درجة حرية واحدة، كما يعتمد هذا الاختبار على مضاعف Lagrange المتعلق بالأخطاء $\hat{\mu}_{it}$ الناتجة عن طريقة المربعات الصغرى وتعطى عبارته بالعلاقة التالية:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \cdot \left[\frac{\sum_{t=1}^N (\sum_{t=1}^T \hat{\mu}_{it})^2}{\sum_{t=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{\mu}_{it}^2} - 1 \right]^2 \rightarrow \chi_1^2$$

¹. عبد السلام عطية، جبار بوكثير، مرجع سبق ذكره، ص 138.

حيث تكون الفرضيات كما يلي: H_0 : نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم.

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة و/ أو العشوائية هو الملائم.

فإذا كانت قيمة LM المحسوبة أكبر من قيمة كاي تربيع (درجة واحدة)، نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، كذلك يمكن الحكم عن طريق إحصائية Mackinnon فإذا كانت (P value) أقل من مستوى معنوي 5% نرفض الفرضية الصفرية.

5- اختبار Hausman:

يستخدم هذا الاختبار في حالة وجود اختلاف جوهري بين التأثيرات الثابتة والعشوائية، وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة ولكن مقدرة التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة، ويتبع توزيع كاي تربيع ذو درجة حرية k. ويعطى اختبار Hausman بالعلاقة التالية:

$$H = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})' [VAR(\hat{\beta}_{FEM}) - VAR(\hat{\beta}_{REM})]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM}) \rightarrow \chi_1^2$$

حيث: $(\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})$ تمثل الفرق بين مقدرات التأثيرات الثابتة و التأثيرات العشوائية ؛

$VAR(\hat{\beta}_{FEM}) - VAR(\hat{\beta}_{REM})$ الفرق بين مصفوفة التباين المشترك لمقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية.

وتكون الفرضيات كما يلي: H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم.

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم.

فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من قيمة كاي تربيع، نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، كذلك

يمكن الحكم عن طريق إحصائية ماكينون فإذا كانت (P value) أقل من مستوى معنوي 5% نرفض الفرضية الصفرية.

المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة

تسعى المؤسسة لتشكيل الهيكل التمويلي المناسب الذي يعظم قيمتها ويلي احتياجاتها بما يتناسب وقدراتها، سنحاول من خلال هذا العنصر التطرق إلى أهم المتغيرات المفسرة للهيكل التمويلي والنتائج الواردة في الدراسات السابقة، وكذا تحديد متغيرات وفرضيات الدراسة الحالية.

المتغير التابع:

اعتمدنا على مؤشر : إجمالي الديون/ إجمالي الأصول ، لقياس المتغير التابع نسبة الاستدانة ENDETT وهو المؤشر الأكثر استخداما في أغلب الدراسات.

المتغيرات المستقلة:

تعتبر المتغيرات التالية: الحجم، الضمانات، المردودية أو الربحية، النمو والسيولة، من أكثر المتغيرات استخداما في تفسير الهيكل التمويلي.

1- الحجم:

بغض النظر عن نوعها افترض العديد من الباحثين وجود علاقة بين الحجم و استدانة المؤسسة، واعتبروا الحجم أحد أبرز محددات الهيكل المالي إذ يعتبر أحد مؤشرات الملاءة المالية للمؤسسات الكبيرة¹ فهي تتمتع بنسب عوائد عالية وتقلبات أقل في الأرباح وتدفقات نقدية صافية تشجعها على الاستدانة ، يفسر (Titman, Wessels,1988) العلاقة العكسية بين الحجم و مستوى الاستدانة بأن المؤسسات الصغيرة تتحمل تكاليف كبيرة عند توجهها للاقتراض و تزداد عند إصدار الأوراق المالية على عكس المؤسسات الكبيرة². إضافة إلى أن المؤسسات الصغيرة أكثر عرضة لخطر الإفلاس وبالتالي ارتفاع تكاليف تمويل المؤسسات الصغيرة الناتج عن عدم تماثل المعلومات يؤثر في حصول هذه المؤسسات على التمويل الخارجي.

¹ . Salah TOUMI & Abdelwahab DADENE , op cit, p 10.

² . Sheridan Titman, Roberto Wessels , “The Determinants of Capital Structure Choice”, The Journal of Finance, Vol. 43, No. 1, 1988, p 17.

تم استخدام مؤشرات مختلفة لتحديد متغير الحجم في الدراسات منها من اعتمد على حجم المبيعات (Zélia Paulo, 2014)، (Talat ,Amer , 2011)، إجمالي الأصول (Toumi, Dadene 2014)، (Wafa , Sonia2014)، (غازي، علي، 2011) و (قريشي 2005) عدد العمال (Eddy et al 2013) و لوغاريتم رقم الأعمال حمزة غربي (2016)، (ياسين 2011)، (Asma 2006) و (Nizar 2008). في الدراسة الحالية سنستخدم مؤشر لوغاريتم رقم الأعمال لقياس متغير الحجم TAILLE.

ونفترض وجود علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة و نسبة الاستدانة.

2- الضمانات:

اعتمدنا في قياس متغير الضمانات GARANT على نسبة الأصول الثابتة / إجمالي الأصول، وهو المستخدم في أغلب الدراسات. إن المؤسسات التي تمتلك أصولا ثابتة كبيرة تلجأ إلى استخدام الديون طويلة الأجل من أجل تمويل أصولها من مصادر دائمة، كما أنه كلما امتلكت المؤسسة أصول ثابتة قلت حساسيتها لعدم تماثل المعلومات وزادت فرصها في الحصول على التمويل المطلوب وذلك لما تمثله هذه الأصول من ضمان للمقرضين. وعلى هذا نفترض وجود علاقة إيجابية بين الضمانات و نسبة الاستدانة.

3- المردودية أو الربحية:

تعددت مؤشرات قياس مردودية / ربحية المؤسسة و اخترنا من بينها مؤشرين هما: المردودية الاقتصادية PROFIT النتيجة الصافية / إجمالي الأصول، وهو كذلك المؤشر الذي تم اعتماده في دراسة كل من حمزة غربي (2016)، (Asma 2006) و (قريشي 2005).

المردودية المالية RENTAB النتيجة الصافية / الأموال الخاصة، كذلك استخدمه (Wafa , Sonia2014)

تعتبر العلاقة بين المردودية و نسبة الاستدانة معقدة نوعا ما فكلما زادت مردودية المؤسسة كلما انخفض احتمال فشلها وزادت قدرتها على تحقيق الوفرات الضريبية من الاستدانة، كما أن استخدامها للديون يعطي إشارة للسوق بالحالة المالية الجيدة للمؤسسة، في حين يرى آخرون أن المؤسسات التي تحقق مردودية عالية ستكون قادرة على التمويل ذاتيا وبالتالي ستلجأ إلى المصادر الخارجية بشكل أقل.

و نفترض وجود علاقة إيجابية بين المردودية و نسبة الاستدانة.

4- النمو:

من وجهة نظر المستثمرين تعد فرص النمو العالية اشارة على قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح مستقبلية وتعد بالنسبة للمقرضين اشارة على الصحة المالية الجيدة للمؤسسة وقدرتها على سداد التزاماتها . كما أن معدلات النمو المرتفعة في المؤسسات يرافقتها احتياجات تمويلية كبيرة ما يدفع المؤسسات للجوء إلى المصادر الخارجية يعد الاقتراض أولها كونه الأقل تأثرا بعدم تماثل المعلومات الذي يميز المؤسسة في هذه المرحلة، ففرص النمو تساهم في خلق فجوة معلوماتية بين أصحاب المصالح.

تنوعت مؤشرات قياس متغير النمو حيث نجد من الباحثين من فضل الاعتماد على رقم الأعمال غربي حمزة(2016) ياسين (2011)، قريشي 2005 و (Asma2006). في حين اعتمد آخرون على إجمالي الأصول (Wafa , Sonia2014)، (Mazen 2012). واعتمدنا في الدراسة الحالية: التغير في رقم الأعمال لقياس النمو CROISS

ونفترض وجود علاقة إيجابية بين النمو ونسبة الاستدانة.

5- السيولة:

اعتمدنا في قياس متغير السيولة LIQUID على نسبة: الأصول الجارية / الخصوم الجارية وهو المقياس الأكثر اعتمادا في أغلب الدراسات تعكس هذه النسبة سرعة وسهولة تحويل الأصول إلى نقدية.

كلما زادت سيولة المؤسسة قلت مخاطرها، وتكون لها قدرة كبيرة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل في الوقت المحدد وبالتالي يمكنها الرفع من مستوى المديونية .ومن وجهة نظر أخرى فالمؤسسة ذات السيولة المرتفعة تستغلها لتمويل احتياجاتها فلا تكون بحاجة إلى الاستدانة.

ونفترض وجود علاقة إيجابية بين السيولة و نسبة الاستدانة

الجدول رقم(4-1): متغيرات الدراسة

المتغير	الرمز	طريقة الحساب	الفرضية
نسبة الاستدانة	ENDETT	(خصوم جارية + ديون مالية) / إجمالي الأصول	
الحجم	TAILLE	لوغاريتم رقم الأعمال	علاقة إيجابية
الضمانات	GARANT	الأصول الثابتة / إجمالي الأصول	علاقة إيجابية
المردودية الاقتصادية	PROFIT	النتيجة الصافية / إجمالي الأصول	علاقة إيجابية
المردودية المالية	RENTAB	النتيجة الصافية / الأموال الخاصة	علاقة إيجابية
النمو	CROISS	التغير في رقم الأعمال	علاقة إيجابية
السيولة	LIQUID	أصول جارية / خصوم جارية	علاقة إيجابية

المصدر: من إعداد الباحثة

المبحث الثاني: تحليل النتائج المتوصل اليها

الجدول رقم (4-2): الخصائص الوصفية للعينة

	ENDETT	TAILLE	GARANT	PROFIT	RENTAB	CROISS	LIQUID
Mean	0.591493	7.877820	0.640990	0.027538	0.755536	1.834823	3.410967
Median	0.532548	8.007435	0.672624	0.022289	0.140722	0.016533	0.998729
Std. Dev.	0.552371	0.829150	0.468640	0.534169	13.57584	26.48662	17.62083
Observations	535	522	533	535	535	413	535

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات eviews

يأخذ النموذج المستخدم في الدراسة الشكل التالي:

$$ENDETT = C_1 * LTAILLE + C_2 * LGARANT + C_3 * PROFIT + C_4 * RENTAB + C_5 * CROISS + C_6 * LLIQUID + C_7 + [CX=F] + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

حيث:

ENDETT: نسبة الاستدانة

LTAILLE: لوغاريتم الحجم

LGARANT: لوغاريتم الضمانات

PROFIT : المردودية الاقتصادية

RENTAB: مردودية الأموال الخاصة

CROISS: النمو

LLIQUID: لوغاريتم السيولة

وتمثل μ_i الآثار أو الاختلافات المقطعية غير الملحوظة cross-section effects التي تتفاوت من مؤسسة لأخرى لكنها تظل ثابتة خلال الفترة الزمنية،

و γ_t الآثار أو الاختلافات الزمنية time effects غير الملحوظة والمشاركة بين المؤسسة والتي تتغير عبر الزمن، ε_{it} الحد العشوائي للنموذج مع الفروض التقليدية،

وينصب التقدير في كيفية التعامل مع هذه الآثار أو "عدم التجانس غير الملحوظ"، إذ أن إهمالها يقود إلى تقديرات متحيزة وغير متنسقة¹.

ولذا، يتم التعامل مع هذه الآثار في نماذج البانل إما كأثار ثابتة باستخدام نموذج الآثار الثابتة، أو كأثار عشوائية باستخدام نموذج الآثار العشوائية.

¹. مجّد ربيعة، مرجع سبق ذكره، ص162.

المطلب الأول: تقدير النموذج

1- اختبار استقرارية السلاسل أو اختبار سكون البيانات المقطعية عبر الزمن: أهم مرحلة قبل الشروع في

تقدير النموذج والجدول الموالي يوضح النتائج المتوصل إليها

الجدول رقم(4-3): نتائج اختبار جذر الوحدة (Panel unit root test)

الاختبار	Endett	Ltaille	Lgarant	Profit	rentab	Croiss	lliquid	
LLC	القيمة	-870.38	-39.25	-42.72	-70.54	314.62	-316.66	Trend & intercept القاطع و المنح
	الاحتمال	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	0.0000	
IPS	القيمة	-142.54	-9.84	-11.38	-23.31	-	-25.23	Trend & intercept القاطع و المنح
	الاحتمال	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	-	0.0000	
ADF	القيمة	280.87	304.28	293.16	362.03	-	352.91	Trend & intercept القاطع و المنح
	الاحتمال	0.0015	0.0000	0.0002	0.0000	-	0.0000	
PP	القيمة	469.79	472.18	482.9	545.82	-	543.94	Trend & intercept القاطع و المنح
	الاحتمال	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	-	0.0000	
LLC	القيمة	-37.91	-37.65	-37.96	-73.71	-71.53	-49.83	intercept
	الاحتمال	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
IPS	القيمة	-13.31	-8.92	-9.34	-13.64	-	-18.55	intercept
	الاحتمال	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	-	0.0000	
ADF	القيمة	373.93	320.11	329.72	301.24	495.92	392.88	intercept
	الاحتمال	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	
PP	القيمة	455.15	377.54	402.25	346.94	565.13	488.7	intercept
	الاحتمال	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	

- الاختبارات تضمنت على ثابت و اتجاه ، وعلى اتجاه فقط

- تم اختيار فترات الإبطاء المناسبة بطريقة آلية وفقا لمعيار (AIC).

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات eviews.

اختبار سكون أو استقرارية البيانات قبل إجراء تقدير نموذج الانحدار يسمح بالحصول على نتائج أكثر كفاءة وواقعية، تقوم الاختبارات LLC ، IPS ، ADF ، PP على فرضية تتمثل في فرضية صفرية مفادها أن بيانات بانل تحتوي على جذر وحدة بمعنى السلسلة غير مستقرة، وفرضية بديلة بعدم وجود جذر وحدة عند مستوى معنوية 5%.

قمنا بإجراء الاختبارات على المتغيرات في المستوى وفي حالي ثابت واتجاه ، واتجاه فقط، ومن خلال النتائج المحصل عليها في الجدول السابق نجد أن قيمة الاحتمال بالنسبة للمتغير التابع المتمثل في Endett أقل من 0.05 في جميع الاختبارات وهو ما يعكس استقرار السلسلة. كذلك الأمر بالنسبة للمتغيرات المستقلة الحجم (Ltaille)، الضمانات (Lgarant)، المرودية الاقتصادية (Profit)، المرودية المالية (rentab) و السيولة (Iliquid) تحصلنا على احتمال أقل من 0.05 في جميع الاختبارات أي رفض الفرضية الفرية و قبول الفرضية البديلة ما يعني أن السلاسل مستقرة .

أما متغير النمو (Croiss) فوجدنا أنه غير مستقر في حالة ثابت واتجاه وفقا لاختبار (LLC) حيث تحصلنا على احتمال 1 يفوق 0.05، لكن تحصلنا على احتمال أقل من 0.05 في اختبارات (LLC ، ADF ، PP) في حالة وجود ثابت فقط، وبالتالي يمكن اعتبار المتغير مستقر بالاعتماد على نتائج أغلبية الاختبارات .

2- تقدير النموذج:

بغية التعرف على تأثير المتغيرات المستقلة في نسبة الاستدانة سنقوم بالتقدير باستخدام النماذج الثلاثة نموذج الانحدار التجميعي (PRM)، نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM)، ثم اختبار الأنسب لتفسير العلاقة بين المتغيرات. والجدول الموالي يوضح ملخص النتائج المتوصل إليها:

الجدول رقم (4-4): معلمات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة

نماذج التقدير				
العشوائية REM	FEM الثابتة	PRM التجميعي		
0.929572	0.206153	0.973912	المعامل	c
0.0756	0.8900	0.0373	احتمالية student	
-0.213007	0.194586	-0.242173	المعامل	Taille الحجم
0.3999	0.7871	0.2844	احتمالية student	
-0.132746	0.064147	-0.156916	المعامل	Garant الضمانات
0.0027	0.4305	0.0001	احتمالية student	
-0.049906	0.028779	-0.068717	المعامل	Profit مردودية مالية
0.5691	0.7984	0.4243	احتمالية student	
-2.08E-05	0.000338	-5.04E-05	المعامل	Rentab مردودية الأموال خ
0.9901	0.8639	0.9765	احتمالية student	
0.000499	0.001146	0.000235	المعامل	Croiss النمو
0.5933	0.2659	0.8066	احتمالية student	
-0.195412	-0.140791	-0.200305	المعامل	Liquid السيولة
0.0000	0.0009	0.0000	احتمالية student	
0.143191	0.471639	0.172950	معامل التحديد R ²	
1.965625	2.648031	1.757503	احصائية DW	
0.000000	0.000000	0.000000	احتمالية FISHER	

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات eviews

نلاحظ من خلال نتائج التقدير أن للنماذج الثلاثة معنوية كلية حيث أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر أقل من 5% أي أن النماذج مقبولة إحصائياً، أما فيما يخص المعلمات الجزئية ووفقاً للقيمة الاحتمالية فتظهر النتائج أن الثابت ذو دلالة إحصائية فقط في النموذج التجميعي، وخلص النموذجان التجميعي و التأثيرات العشوائية علاقة عكسية بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع باستثناء متغير النمو علاقة طردية في حين توصلنا من خلال نموذج الأثار الثابتة إلى علاقة طردية بين المتغيرات و المتغير التابع باستثناء متغير السيولة. تحصلنا على علاقة عكسية.

كما نلاحظ أن قيمة معامل التحديد كانت منخفضة في نموذجي PRM و REM فيما بلغت قيمة معامل التحديد 47% في نموذج التأثيرات الثابتة ما يعني القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

المطلب الثاني: نتائج المفاضلة بين النماذج

بعد تقدير النماذج الثلاثة سنعمل بالاعتماد على مجموعة الاختبارات على اختيار النموذج المناسب

للدراسة من خلال: اختبار مضاعف Breusch-Pagan LM Lagrange و اختبار Hausman.

1- نتائج اختبار مضاعف LM Lagrange

من اجل تحديد النموذج الملائم لتحليل بيانات الدراسة تم استخدام اختبار LM للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي من جهة ونموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية من جهة أخرى، والنتائج كما هي موضحة في الجدول الموالي حيث بلغت قيمة اختبار LM للمقاطع 5.263 (اكبر من قيمة كاي تربيع 4.321) باحتمال 0.02، تعني هذه النتائج رفض الفرضية الصفرية (أن نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم) وعلى هذا فالنموذج الملائم للدراسة هو الخيار بين نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول رقم (4-5): نتائج مضاعف لاغرانج

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	5.263412 (0.0218)	1.7845197 (0.1816)	0.047931 (0.0079)
*Mixed chi-square asymptotic critical values:			
	5%	4.321	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على eviews

2- نتائج اختبار Hausman: يستخدم هذا الاختبار لاختبار النموذج الملائم بين نموذجي الآثار الثابتة والعشوائية، وتشير نتائج الاختبار الموضحة في الجدول الموالي إلى رفض الفرضية الصفرية القائلة بأن نموذج التأثيرات

العشوائية هو الملائم لهذه الدراسة لان قيمة احتمال الاختبار 0.0214 أقل من 5% وبالتالي نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لهذه الدراسة.

الجدول رقم (4-6): نتائج اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	14.862451	6	0.0214

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على eviews

وعليه فالنموذج المناسب للدراسة هو كالتالي:

Dependent Variable: ENDETT
 Method: Panel Least Squares
 Sample (adjusted): 2013 2016
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 107
 Total panel (unbalanced) observations: 409

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LTAILLE	0.194586	0.719690	0.270375	0.7871
LGARANT	0.064147	0.081252	0.789479	0.4305
PROFIT	0.028779	0.112587	0.255618	0.7984
RENTAB	0.000338	0.001970	0.171545	0.8639
CROISS	0.001146	0.001028	1.114743	0.2659
LLIQUID	-0.140791	0.041776	-3.370137	0.0009
C	0.206153	1.489913	0.138366	0.8900

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.471639	Mean dependent var	0.571542
Adjusted R-squared	0.271718	S.D. dependent var	0.561584
S.E. of regression	0.479252	Akaike info criterion	1.596032
Sum squared resid	67.98610	Schwarz criterion	2.704956
Log likelihood	-213.3886	Hannan-Quinn criter.	2.034794
F-statistic	2.359132	Durbin-Watson stat	2.648031
Prob(F-statistic)	0.000000		

من خلال الجدول فنموذج الأثار الثابتة يأخذ الصيغة التالية:

$$\begin{aligned} \text{ENDETT} = & 0.2061 + 0.1945 * \text{LTAILLE} + 0.0641 * \text{LGARANT} + 0.0287 * \text{PROFIT} \\ & (0.7871) \qquad (0.4305) \qquad (0.7984) \\ & + 0.0003 * \text{RENTAB} + 0.0011 * \text{CROISS} - 0.1407 * \text{LLIQUID} \\ & (0.8639) \qquad (0.2659) \qquad (0.0009) \end{aligned}$$

معامل التحديد (R^2) يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر نسبة استنادة المؤسسات عينة الدراسة بنسبة 47.16% ، ولاختبار معنوية النموذج ككل نعتمد على اختبار فيشر (Fisher) الذي يكشف عما اذا كانت على الأقل احدى المتغيرات المستقلة تفسر الهيكل التمويلي للمؤسسات، القيمة الاحتمالية ($P=0.000$) أقل من 0.05 ما يعني أن النموذج معنوي و أن المتغيرات مجتمعة لها تأثير معنوي على النموذج و واحدة على الأقل من المتغيرات تختلف عن الصفر.

أما فيما يتعلق بالمتغيرات المستقلة فيتضح من خلال النموذج أن متغيرات الحجم، الضمانات، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية و متغير النمو لها علاقة إيجابية ليست ذات دلالة إحصائية بمتغير الاستنادة كون القيمة الاحتمالية لكل منها تجاوزت الـ 5%، في حين تحصلنا على علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية لمتغير السيولة بقيمة احتمالية 0.09%.

توصلنا إلى علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة ونسبة الاستنادة وهو ما يتوافق مع ما توصل إليه كل من (Zélia & Paulo, 2014)، (غازي، علي، 2011)، و (ياسين، 2011) (Talat ,Amer , 2011).

في حين توصلت (Wafa , Sonia 2014) إلى علاقة إيجابية ليست ذات دلالة كذلك (Toumi, Dadene 2014)، بالنسبة للمؤسسات الكبيرة .

بالنسبة لمتغير الضمانات توصلنا إلى علاقة إيجابية ليست ذات دلالة إحصائية وهذه النتيجة تتفق مع ما توصل إليه كل من (Dadene.Toumi 2014)، ياسين (2011) و Eddy et al (2013).

توصل كذلك للعلاقة الإيجابية كل من حمزة غربي (2016) (مُجَد، جمال، 2015)، (Zélia Paulo, 2014)، (Wafa , Sonia 2014)، (Mazen 2012)، (Talat ,Amer , 2011)، (غازي، علي، 2011)، ..

توصلنا فيما يخص متغيري مردودية الأموال الخاصة و المردودية الاقتصادية إلى علاقة إيجابية ليست ذات دلالة إحصائية بما يتوافق مع ما توصل إليه (Wafa , Sonia2014)، ياسين (2011) وقريشي (2005).

متغير النمو توصلنا من خلال النموذج إلى علاقة إيجابية ليست ذات دلالة بما يتوافق مع ما توصل اليه كل من ياسين (2011)، قريشي (2005) و (Asma2006).

في حين توصل كل من حمزة غربي (2016)، (Wafa , Sonia2014)، (Toumi, Dadene, 2014)، (Dominique, Eric,2010)، (غازي،علي،2011) إلى علاقة إيجابية ذات دلالة.

على عكس الفرضية الأخيرة فقد توصلنا على علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين السيولة ونسبة الاستدانة، هذه النتيجة تتوافق مع ما توصل له كل من مُجَّد، جمال (2015)، (Talat ,Amer , 2011)، (Olivier, Croquet 2007) و (Asma2006).

خلاصة

ازداد الإهتمام بالأبحاث في مجال الهيكل التمويلي منذ دراسة ميلر وموديليانى وتعدد النظريات الحديثة المفسرة له، عند عرضنا بعض الدراسات التجريبية لاحظنا اختلاف في النتائج بل تعارضها أحيانا ويعود السبب الرئيسي في ذلك إلى اختلاف البيئة المنجز فيها البحث وفترة الدراسة، وكذا العينة المعنية بالدراسة من حيث طبيعة المؤسسات بين مؤسسات كبيرة و صغيرة و بين مؤسسات مسعرة وغير مسعرة، إضافة إلى الاختلاف في المحددات (المتغيرات المستقلة) المستخدمة في تفسير الهيكل التمويلي وطرق قياسها. حيث حاول أغلب الباحثين تفسير النتائج المتوصل إليها بالاعتماد على المقاربات النظرية للهيكل التمويلي.

وفيما يتعلق بالدراسة التطبيقية على عينة من 107 مؤسسة صغيرة و متوسطة جزائرية للفترة 2012-2016، فالنتيجة المتوصل إليها من حول العلاقة السلبية بين السيولة ونسبة الاستدانة فهي تعكس اعتماد المؤسسات على التمويل الذاتي، فالمؤسسات التي تمتلك سيولة مرتفعة تفضل استغلالها لتلبية احتياجاتها بدلا من اللجوء إلى الاستدانة، قد يكون السبب الأساسي لذلك رغبتها في المحافظة على استقلاليتها المالية.

خاتمة

تعتمد المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في تمويل احتياجاتها على مصدري التمويل الداخلي والتمويل الخارجي وتتنوع صيغ التمويل بتعدد الحاجة إليه وحسب آجاله وحجمه. حاولنا من خلال هذه الدراسة التطرق إلى الصعوبات التمويلية التي تواجه المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وأهم المصادر التمويلية المتوفرة التقليدية و البدائل الحديثة منها .

فإنشاء مؤسسة أو التوسع في نشاط معين يتطلب موارد مالية قد تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبة في الحصول عليها خاصة في مراحل حياتها الأولى، إذ تواجه تحديا تمويليا من البنوك والمؤسسات المالية بسبب بعض ميزات المؤسسة الصغيرة و المتوسطة كعدم امتلاكها للضمانات اللازمة للحصول على القروض بالمبالغ المطلوبة، كما أن هذه المؤسسات قد لا تحقق في بدايتها مردودية عالية ما يعني أنها قد تواجه تحفظا أو تخوفا تمويليا في بحثها عن التمويل الخارجي.

رغم العلاقة المعقدة بين البنك و المؤسسة الصغيرة والمتوسطة توصلنا من خلال الدراسة الميدانية إلى أنه المصدر التمويلي الأكثر استخداما، وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

فمع بداية مرحلة الانتقال نحو اقتصاد السوق بادرت الحكومة الجزائرية لإنشاء العديد من الهيئات المتخصصة في تقديم الدعم المالي وتشجيع الاستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بغية ترقية القطاع ، ومساعدة المؤسسات على مواكبة التطورات التكنولوجية وتجاوز الصعوبات التي تواجهها خاصة فيما يتعلق بصعوبة الحصول على التمويل اللازم .

النتائج: تمكنا من خلال هذه الدراسة التوصل إلى النتائج التالية:

- تختلف الاحتياجات التمويلية للمؤسسات حسب مرحلة حياتها، والتي تتطلب منها أحيانا الدمج بين أكثر من أسلوب تمويلي كي تضمن نموها و استمراريتها؛
- تكلفة التمويل المتفاوتة من صيغة لأخرى تساهم في عدم توجه أصحاب المؤسسات لتنويع المصادر والاكتفاء بالطرق التقليدية؛
- بالنسبة للمؤسسات المنشأة عن طريق هيئات دعم الدولة ANSEJ وCNAC يفضل أصحابها وأغلبهم من المهن الحرة الاعتماد على التمويل الذاتي و العمل على إرجاع القرض الأول ومن ثم الاعتماد

على مساعدات الدولة عن طريق عروض التوسعة من نفس الوكالة و عروض ANDI لتطوير استثماراتهم والحافز الأساسي الذي يجذبهم نحوها يكمن في الحوافز الجبائية التي تمنحها هذه الهيئات كعدم دفع الضرائب والضريبة على أرباح الشركات لمدة 3 سنوات مقبلة؛

- وعليه يمكن إثبات صحة الفرضية الثالثة، فأغلب صيغ التمويل الممنوحة عن طريق برامج الدعم التي وجهتها الدولة لقطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تستهدف بداية المشاريع وبالتالي تساهم في إنشاء المؤسسات وترقيتها عن طريق الحوافز وعروض التوسعة؛
- من بين عوامل عدم تنوع الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة نجد الوازع الديني و رفض أصحاب المؤسسات التعامل مع البنوك بسبب الفوائد والربا، والعامل العائلي و ثقافة أصحاب المؤسسات وعدم رغبتهم في المشاركة سواء في التسيير أو الأرباح لشركتهم؛
- يعتبر التمويل عن طريق قرض الإيجار أسلوبا مرنا مقارنة بالتمويل التقليدي لكنه لا يزال غير معروف لدى المتعاملين الاقتصاديين؛
- يمثل شرط المردودية المحققة من طرف الم.ص.م أحد صعوبات الحصول على قرض الإيجار، خاصة و أن الاستفادة منه تكون بعد سنتين من النشاط؛
- كما أن غياب سوق ثانوية تسمح لشركات الإيجار المالي بإعادة بيع التجهيزات بعد انتهاء مدة الإيجار دفع مؤسسات قرض الإيجار في الجزائر إلى فرض خيار الشراء على زبائنها في إطار صيغة الإيجار المالي؛
- رأس مال المخاطر أنسب الأساليب التمويلية الحديثة خاصة للمشاريع الابتكارية التي تصاحبها المخاطرة العالية ، ناهيك عن الدعم الفني الذي يوفره لأصحاب المشاريع مما يساهم في إكسابهم الخبرة أكثر؛
- تعتبر السوق المالية الجزائرية ضعيفة ، كما أن السوق المخصصة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة والتي تم إنشاؤها منذ 2012 لم تشهد أي نشاط، من بين أسباب ذلك تخوف أصحاب المؤسسات من الولوج إلى مثل هذه الألية، إضافة إلى العامل الديني و انعدام خبرة أصحاب المؤسسات في هذا المجال؛

الاقتراحات: على ضوء النتائج المتوصل إليها، يمكن عرض بعض الاقتراحات:

- توفير الدعم الفني مع الدعم المالي كون غالبية أصحاب المشاريع يفتقرون إلى الخبرة والمهارة نتيجة قلة تجربتهم في مجال إنشاء و تسيير المؤسسات؛

- تهيئة الأطر القانونية المنظمة لمختلف الآليات التمويلية و تحديثها بما يتوافق مع معطيات البيئة الجزائرية وما يخدم خصوصيات مختلف القطاعات النشطة فيها؛
- توفير قنوات تمويلية مختلفة بمنتجات أكثر ابتكارا تتلاءم مع خصوصيات المؤسسات الصغيرة و المتوسطة؛
- تشجيع التوجه نحو التمويل الإسلامي للتخلص من عائقي الربا في المعاملات و كثرة الضمانات التي تحد من توجه المؤسسات إلى التمويل الخارجي بصفة عامة؛
- تفعيل دور السوق المالية و تنظيم دورات للتعريف بها و التأكيد على أهميتها في توفير التمويل اللازم للمؤسسات؛
- إعادة النظر في شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر وتكييفها مع احتياجاتها.

آفاق البحث:

لا تزال مواضيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسلوكيات تمويلها محط اهتمام الباحثين وعلى هذا يمكن التطرق في الدراسات المستقبلية إلى :

- تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق عقد الفاتورة؛
- دراسة استشرافية لدور السوق المالية في تحسين الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية؛
- فعالية التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

قائمة المراجع

1. أحمد بوراس، "تمويل المنشآت الاقتصادية"، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008.
2. أسامة عبد الخالق الانصاري وآخرون، "أساسيات التمويل"، دون دار نشر، مصر .
3. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي، الإدارة المالية"، دار وائل للنشر، الأردن، ط2، 2011.
4. جميل أحمد توفيق، "أساسيات الإدارة المالية"، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، دون سنة نشر.
5. سامي بن ابراهيم السويلم، "مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي"، مركز نماء للبحوث والدراسات، بيروت، ط2، 2013.
6. سامي مظهر قنطقجي، "صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، دار أبي الفداء للنشر، سوريا، ط2، 2015.
7. سليمان ناصر، "تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية"، نشر جمعية التراث، غرداية، الجزائر، ط1، 2002.
8. سمير عبد العزيز، التأجير التمويلي و مداخله المالية، المحاسبية، الاقتصادية، التشريعية، التطبيقية، الإشعاع للنشر والتوزيع، مصر، 2000 .
9. طاهر مرسي عطية، منى مُجَّد ابراهيم البطل، "الإدارة المالية و الاستثمار"، دون دار نشر، مصر، 2010.
10. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، "أساسيات في الإدارة المالية"، دار المسيرة، عمان ، ط2، 2015.
11. علي الخطاب، "استراتيجية التخطيط للمشاريع الصغيرة"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، ط1، 2010.
12. عمر صخري، "اقتصاد المؤسسة" ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، ط2، 1993 .

13. فطوم حوحو، "السياسات الاقتصادية والسوق المالي، سياسات تفعيل السوق المالي، السوق المالي السعودي نموذجاً"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2017 .
14. مُجّد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "الإدارة المالية، مدخل قيمة المؤسسة واتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
15. مُجّد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
16. محمود أيمن عزت الميداني، "الإدارة التمويلية في الشركات"، مكتبة العبيكان، الرياض، ط2، 1999.
17. محمود عبد الكريم أحمد ارشيد، "الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية"، دار النفائس، الأردن، ط 2 ، 2007.
18. منير ابراهيم هندي، "الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، ط 4، 1999.
19. ميثم صاحب عجام، "نظرية التمويل و التمويل الدولي"، دار زهران للنشر و التوزيع، الاردن، 2001.
20. ناصر داوي عدون، "اقتصاد المؤسسة"، دار المحمدية، الجزائر، ط 2 .
21. نور الدين أبو الرب وآخرون، مدخل إلى علم التمويل، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2002.
- الرسائل العلمية والأطروحات:
22. أحمد أمين سعد الله، "سياسة التمويل داخل المؤسسة في ظل اقتصاد السوق مع دراسة حالة شركات الاستثمار ورأس المال المخاطر"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010.
23. أنفال حدة خبيزة، "تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، دراسة حالة: مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة"، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة مُجّد خيضر، بسكرة، 2011-2012.
24. ذهبية بن عبد الرحمان، "دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012.
25. رامي حريد، "البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة دراسة حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة مُجّد خيضر، بسكرة، 2014-2015.

26. سماح طلحي، "دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مع الاشارة لحالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013-2014.
27. سمير سحنون، "فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر دراسة حالة: تونس، المغرب والجزائر"، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد التنمية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2012-2013.
28. سوسن زيرق، "مساهمة قرض الایجار في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر دراسة ميدانية بولاية سكيكدة للفترة 2012-2015"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2016/2017.
29. عبد المجيد تيمماوي، "نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015.
30. محمد بوشوشة، "تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2016.
31. مختار بونقاب، "دور الهندسة المالية الإسلامية في ادارة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2017/2018.
32. هارون العشي، "النمذجة القياسية لمصادر تمويل المشروعات الاستثمارية العمومية دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1990-2011"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2014/2015.
33. ياسين العايب، "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011.
34. يوسف قريشي، "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: دراسة ميدانية"، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005.

الدوريات والمجلات:

35. أحمد بوساق، علي حمو، "مقسوم الأرباح في المؤسسة بين احتياجات التمويل وقيود أصحاب المصالح"، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول التوجهات الحديثة للسياسة المالية للمؤسسة، يومي 14-15 نوفمبر 2016، جامعة المسيلة.
36. بان ياسين مكي، "الآثار الاقتصادية لعقد التأجير التمويلي"، مجلة الخليج العربي، جامعة البصرة، المجلد 40، العدد 1-2، 2012، ص 299.
37. حمزة غربي، "اثر اشكالية التمويل على الهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير و العلوم التجارية، العدد 15، 2016.
38. خالد رجم وآخرون، "تقييم برامج دعم المشاريع المقاولانية للوكالة الجهوية لتسيير القرض المصغر ولاية ورقلة للفترة 2005-2014"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 06، جوان 2017.
39. رابح خوني، رقية حساني، "واقع و آفاق التمويل التاجيري في الجزائر ولأهميته كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17-18 أبريل 2006.
40. رحيم حسين، سلطاني محمد رشدي، "نماذج من التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة: المضاربة، السلم والاستصناع"، مداخلة مقدمة في الملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، 21-22 نوفمبر 2006، جامعة بسكرة.
41. رياض جدار، "واقع و دور بورصة الجزائرية في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والحلول"، مجلة الاقتصاد و التنمية البشرية ، جامعة سعد دحلب البليدة، العدد 8(1)، 2017.
42. زبير عياش، سميرة مناصرة، "التمويل بالاستئجار كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، العدد 41، جوان 2014.
43. زكريا يحيى الجمال، "اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية"، المجلة العراقية للعلوم الاحصائية، العدد 21، 2012.

44. زهرة حسن عباس، خديجة عدنان حميد، "منهج تحليل متجه الارتباط الذاتي (VAR) وتصحيح الخطأ (VEC) للبيانات اللوحية (PANEL DATA) مع حالة تطبيقية: الحسابات القومية لدول مجلس التعاون الخليجي للمدة 1970-2013"، مجلة الاقتصاد الخليجي، العدد 30، 2016.
45. السعدي رجال، سامي فؤاد براك، "التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كمدخل مهم للتنوع الاقتصادي دراسة مقارنة بين مختلف البنوك العمومية بولاية أم البواقي"، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة العربي بن مهيدي ام البواقي، العدد 2، 4، 2017.
46. السعيد بريش، "رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة **sofinance**"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 5، 2007.
47. شوقي جباري، مصطفى قمان، "السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، مجلة التنظيم والعمل، جامعة معسكر، الجزائر، العدد 5، 2014.
48. صالح صالح، نوال بن عمارة، "الصيغ التمويلية ومعالجتها المحاسبية بمصارف المشاركة دراسة تطبيقية بينك البركة"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2، 2003.
49. صبيحة قاسم هاشم، "نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط و دورة حياة الشركة، بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية"، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية، جامعة بغداد، المجلد 21، العدد 83، 2015.
50. عابد العبدلي، "محددات التجارة البينية للدول الاسلامية باستخدام منهج البانل"، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الاسلامي للتنمية، جدة، المجلد 16، العدد 1، 2010.
51. عبد السلام عطية، جبار بوكثير، "نمذجة علاقة تقلبات أسعار النفط بالنمو الاقتصادي باستخدام بيانات بانل حالة الدول العربية الأعضاء في الاوبك خلال الفترة 2000-2016"، مجلة الباحث، 18، 2018.

52. عبد الوهاب دادن، "تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية"، مجلة الباحث، عدد 04، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006.
53. فايد حفيظة، "الاطار القانوني لتمويل ودعم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في التشريع الجزائري"، مجلة جيل الأبحاث القانونية المعمقة، مركز جيل الأبحاث العلمي، لبنان ، العدد17، 2017.
54. ليلي خواني، شعيب بغداد، "الأسس النظرية لهياكل تمويل المؤسسات و مصادر تمويلها"، مجلة المالية والأسواق، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، العدد4 (1)، 2017.
55. محفوظ جبار، عمر عبدة سامية، "دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، 21-22 نوفمبر 2006، جامعة بسكرة.
56. محمد براق، محمد شريف بن زاوي، "الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر"، مداخلة مقدمة في ملتقى وطني حول: إستراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 18-19 أبريل 2012.
57. محمد رتيعة، "استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية"، المجلة الجزائرية للاقتصاد و المالية، العدد 2، 2014.
58. محمد زيدان ، نورين بومدين، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق"، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، 21-22 نوفمبر 2006، جامعة بسكرة.
59. محمد زيدان، جمال قدام، "محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، دراسة قياسية للفترة 2011-2013"، مجلة رؤى الاقتصادية، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، العدد9، 2015.

60. مسعود أمير معيزة، "نظرية الاشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة سطيف، العدد16، 2016.
61. مليكة زغيب، "صعوبات استخدام الاعتماد الايجاري في التمويل: دراسة استطلاعية لآراء أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مداخلة مقدمة في المنتدى الوطني الثاني: المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و التنمية المستدامة: واقع و آفاق، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، يومي 13 و 14 نوفمبر 2012.
62. منى لطفي بيطار، منى خالد فرحات، "آلية التمويل العقاري في المصارف الإسلامية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 25، العدد 2، 2009.
63. نورالدين كروش، "سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة بورصة الجزائر"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 11، جانفي 2014.
64. وهاب مقداد، "دور الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر في مرافقة حاملي الفكر المقاولاتي"، مداخلة مقدمة في الأسبوع العالمي للمقاولاتية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 19 نوفمبر 2017.
65. ياسين العايب، "دراسة وتحليل سياسة الدعم المالي الحكومي لإنشاء وتطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 1، 2014
- النصوص القانونية:
66. قانون 02-17 القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المؤرخ في 10 يناير 2017، الجريدة الرسمية رقم 54 الصادرة في 11 يناير 2017، العدد 2.
67. قانون رقم 06-11 مؤرخ في 28 جمادى الأولى 1427 الموافق ل 24 جوان 2006 المتعلق بشركات راس المال الاستثماري، العدد 42.
68. المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 02 ذي الحجة 1413 الموافق ل 23 ماي 1993 ، متعلق ببورصة القيم المنقولة.
69. المرسوم التنفيذي رقم 09/96 المؤرخ بتاريخ 10/09/1996، الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ 14/01/1996، العدد 03.

70. المرسوم الرئاسي رقم 04-134 المؤرخ في 19-04-2004 المتضمن هياكل الصندوق الوطني لضمان القروض، الجريدة الرسمية العدد 27 الصادرة بتاريخ 19-04-2004.
التقارير:

71. التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر.

72. نشریات المعلومات الدورية للم.ص.م

المراجع باللغة الأجنبية:

Ouvrages

73. Arnaud de servigny *et al*, " **le risqué de credit**", 3ème édition, Dunod, Paris, 2006.

74. Eugene.F. Brigham, Michael.C. Ehrhardt, "**Financial management**", Thomson, USA, 12 ed, 2008 .

75. Jean Barreau & Jaqueline Delahaye, " **Gestion Financiere Manuel & Application**", 10eme Edition, Dunod, Paris , 2001 .

76. Jonathan berk, Peter demarzo, "**finance d'entreprise**", pearson , 3 eme edition, France, 2014.

Thèses :

77. Asma Trabelsi, " **Les Déterminants De La Structure Du Capital et Les Particularités De Financement Dans Les PME : Une Etude Sur Donnees Francaises**", Thèse de doctorat en science de gestion, l'université de PARIS IX DAUPHINE, 2006.

78. Malika Lounes, "**Les principaux d'eterminants de la dynamique du capital-risque**", Thèse de doctorat Pour l'obtention du grade de Docteur en Sciences Economiques, Université Paris-Est, France, 2012.

79. Mazen KEBEWAR, " **La Structure Du Capital Et Son Impact Sur La Profitabilité Et Sur La Demande De Travail : Analyses Théoriques Et Empiriques Sur Données De Panel Françaises**", Thèse de doctorat en Sciences Economiques, l'université d'Orléans, 2012.

Reuves :

80. Baker. M and J. Wurgler, "**Market timing and capital structure**", Journal of Finance, 57, 2002, pp 1-32.

81. Chaib Bounoua, "**Contraintes De Financement Et Dynamiques Entrepreneuriales : Le Cas Des Petites Et Micro Entreprises De La Ville De Tlemcen**", les cahiers du mecas, université de tlemcen, Volume 7, Numéro 1, 2011, Pages 46-61.
82. Colot Olivier *et al* , "**Determinants des choix de financement et profils de PME** ", Journal of Small Business and Entrepreneurship, 1(23), 2010.
83. Djamel eddine SAHNOUN , "**Le marché alternatif et son rôle dans le développement des PME -Le cas de la Tunisie**, revue Des économies nord Africaines, Université Hassiba Benbouali, N°6 , 2009.
84. Dominique Dufour, Eric Molay , "**LA STRUCTURE FINANCIERE DES PME FRANÇAISES UNE ANALYSE SECTORIELLE SUR DONNEES DE PANEL**", Crises et nouvelles problématiques de la Valeur, ,May 2010 , Nice , France.
85. Eddy BALEMBA Kanyurhi *et al* , "**Les déterminants de la structure financière des Petites et Moyennes Entreprises à Bukavu** ", Bukavu Journal of Economics and Social , n°1 , 2013.
86. Fadoua Anairi, Saïd Radi, "**Sources De Financement Des Petites Et Moyennes Entreprises (PME) Et Contraintes De Survie**", European Scientific Journal , Vol.13, No.25 , 2017, p 318-338.
87. Franco Modigliani and Merton.H. Miller, "**The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**", American Economic Review, vol 48, 1958, pp 261-297.
88. Javad Afrasiabshani et al, "**A Comprehensive Review on Capital Structure Theories**", School of Doctoral Studies (European Union) Journal, 2012.
89. Jensen M.C , "**Agency costs of free cash flow , corporate finance and takeover**", American Economic Review, 1986.
90. Lucas Pony, "**Le Financement Des Pme « Africaines » : La Nécessité Du Crédit-Bail Et La Bourse Des Valeurs**", European Scientific Journal July 2016 edition vol.12, No.19, p 190-203.
91. M.C.Jensen,W.H.Meckling, "**Theory of the firm : Managerial Behavior, Agency Costes and Ownership Structure**", Journal of Financial Economics, v3, No4 , 1976 , pp 305-360.
92. Malika LOUNES, " **Dynamisme du capital-risque americain : l'IPO n'est plus la voie de sortie preferee**", Vie & sciences de l'entreprise, 3 N° 185-186, 2010.

93. Meriem Hamdi Drif, " **Leasing An Alternative Tool To Financing Algerian Smes In Times Of Crisis** ", Revue des reformes Economique et intégration dans l'économie mondiale , Ecole superieure de commerce d'alger, Volume 12, Numéro 23.
94. Modigliani et Miller , " **Corporate income taxes and the cost of capital : a correction** ", American Economic Review, vol 53 juin, 1963 pp 433-443 .
95. Mohamed ZEAMARI, Mohamed OUDGOU, " **Les difficultés de financement des PME marocaines: vision critique sur des dispositifs de financement** ", La Première Edition des Journées Nationales de l'Entrepreneuriat Sous le thème : Formation universitaire et entrepreneuriat, Universite Ibn Zohr, Maroc, le 17 et le 18 décembre 2015.
96. Myers S ,Majluf N.S, " **Corporate Financing and investment decision when Firms have information that investors do not have** ", Journal of Financial Economics, vol 13 n 2,1984, pp 187-220.
97. Nihad DINE-DINE, Bouchra EL KHAMLI, " **Financement Et Croissance Des Pme-Pmi Financement Et Croissance Des Pme-Pmi** ", Revue du Contrôle de la Comptabilité et de l'Audit, Numéro 3 : Décembre 2017, p-p 567-584.
98. Nizar Atrissi, " **Les Déterminants de La Structure financière: Etude économétrique sur Données de Panel** ", revue 2008, <http://www.fgm.usj.edu.lb/files/pubder2013.html>, consulté le 07/11/2014, 18:51.
99. Pascal Bello , " **Financement des investissements dans un contexte d'insuffisance de ressources propres et de rationnement de crédits : quel impact sur la performance des petites et moyennes entreprises (PME) de transport inter-urbain** ", XXV Ie Conférence Internationale de Management Stratégique , Lyon, 7-9 juin 2017.
100. Philippe Adair, Fredj Fhima, " **Le financement des PME en Tunisie : Dépendance à l'égard des banques et rationnement du crédit** ", Revue internationale P.M.E, vol 26 N(3-4),2013, 117–138.
101. Philippe Adair, Mohamed Adaskou, " **Théories Financières Et Endettement Des PME en France : Une analyse en panel** ", Revue internationale P.M.E., vol 24, numero 3-4, 2011.
102. Salah TOUMI & Abdelouahab DADENE , " **The Determinants Of Financial Structure In The Algerian Enterprises : A Comparative Study Between The SMEs And Large Companies** ", les cahiers du cread, N 107-108 , 2014.

103. Sheridan Titman, Roberto Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice", The Journal of Finance, Vol. 43, No. 1, 1988, p 17.

104. Stephen A. Ross, "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", The Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1, Spring, 1977, pp 23-40.

105. Stewart C. Myers, David A. Dill and Alberto J. Bautista, "Valuation of Financial Lease Contracts", The Journal of Finance, Vol. 31, No. 3 (Jun., 1976).

106. Thi Hong Van PHAM *et al*, "Les déterminants de l'accès au financement bancaire des PME dans un pays en transition : le cas du Vietnam", 11es Journées scientifiques du Réseau Entrepreneuriat, La vulnérabilité des TPE et des PME dans un environnement mondialisé, colloque international, 27-29 mai 2009, INRPME, Trois-Rivières, Canada.

107. Wafa Hadriche Ben AYED , Sonia Ghorbel Zouari , " Capital Structure and Financing Of The Tunisien Case" , International Journal of Economics and Finance, Vol. 6, No. 5, 2014.

Rapport:

108. Bulletin d'information statistique des PME.

109. Rapport annuel de PNB Paris Bas, 2015 .

110. Rapport annuel de société général Algérie, 2015 .

المواقع الالكترونية:

111. <http://albaraka-bank.com/ar/index.php>

112. <http://www.andi.dz/>

113. <http://www.ansej.org.dz/>

114. <http://www.asicom.dz/>

115. <http://www.mdipi.gov.dz>

116. <http://www.sgbv.dz/>

117. <http://www.sofinance.dz>

118. <https://www.angem.dz/>

119. <https://www.cnac.dz>

120. <https://www.eldjazair-istithmar.dz>

121. <https://www.fgar.dz>

