

تمويل المؤسسات عن طريق سوق رأس المال

الأستاذة كبير سمية، الأستاذة أقاسم حسنة
أستاذة مكلفة بالدروس كلية العلوم الاقتصادية و علوم
التسيير – جامعة الجزائر-، أستاذة مكلفة بالدروس-
كلية الآداب و العلوم الإنسانية – الجامعة الإفريقية
العقيد أحمد دراية، أدرار-

مقدمة:

يعتبر موضوع التمويل من المواضيع التي
تزيد أهميته في الوقت الحاضر نظرا لدوره في
تأمين انتقال الأموال من وحدات الفائض إلى
وحدات العجز؛ كما شهد حقل التمويل والاستثمار
تطورات سريعة في السنوات الأخيرة، تمثل
باستحداث أساليب جديدة لتمويل منشآت الأعمال.
تعتبر الأسواق المالية من أهم الأدوات
التمويلية خاصة في الدول الأكثر تقدما و التي تسير
على أساس النظام الرأسمالي، و أصبحت مؤسسات
هذه الأسواق تمثل جوهر النظام المالي الذي تتخذ
على أساسه المؤسسات المختلفة قراراتها التمويلية و
الاستثمارية.

الدول النامية هي الأخرى تسعى إلى تطوير
سوقها المالية و بالأخص سوق رأس المال أين نجد
البورصة أو سوق الأوراق المالية، و ما لهذه
المنشآت من دور ديناميكي في تمويل الاقتصاد
بصفة عامة، و المؤسسات بصفة خاصة.

سواء كانت طريقة التمويل في هذه الأسواق
معقدة أو بسيطة، فإنها تستهدف في النهاية تحويل
الأموال من القادرين على الادخار و المستعدين
للإقراض باتجاه الراغبين بالاقتراض (الاستثمار)؛
لذلك قد تأخذ عملية التمويل في السوق المالية إما
شكل التمويل المباشر (عن طريق البورصة) أو
التمويل غير المباشر (عن طريق البنوك).

من خلال ما تقدم سنعالج في هذا الموضوع
إشكالية تمويل المؤسسات عن طريق القروض
البنكية طويلة الأجل و عن طريق الأدوات المالية
في البورصة و المقارنة بينهما، و ذلك بالتطرق إلى
العناصر التالية:

- 1- مفاهيم حول التمويل في المؤسسة
- 2- تقسيم السوق المالية إلى سوق النقد
و سوق رأس المال
- 3- التمويل عن طريق القروض البنكية
- 4- التمويل عن طريق البورصة
- 5- المقارنة بين المصدرين

1- مفاهيم حول التمويل في المؤسسة:

1-1 تعريف التمويل: تختلف وجهات
نظر الباحثين في تقديم تعريف دقيق للتمويل، و من
بين مختلف التعاريف نجد:

" التمويل من وجهة النظر الضيقة يعني
مجموع وسائل الاقتراض التي تمكن المؤسسة من
ضمان استمراريتها" (1). كما يعرفه بيش " بأنه
إمداد المؤسسة بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة".
(2)

فتبرز من هنا أهمية التمويل في توفير
الأموال اللازمة للمؤسسات حتى تضمن بقاءها و
التوسع و النمو على المدى الطويل.

1-2 القرارات التمويلية: تشمل هذه
القرارات تقييم أثر استعمال كل بديل من بدائل
التمويل المتاحة على ربحية المؤسسة. بعد تعرف
الإدارة المالية على احتياجات التمويل في المؤسسة،
تبدأ بالبحث عن مصادر التمويل المناسبة لسد هذه
الاحتياجات المالية و اختيار الخيط أو المزيج
الأمثل للتمويل (مثلا نسبة من التمويل تكون عن
طريق قرض بنكي يحمل فائدة ثابتة و من التمويل
عن طريق الأسهم التي تحمل عائدا متغيرا
للمساهم)؛ و هنا يصبح من الضروري معالجة
التوازن الصحيح بين التمويل عن طريق الديون و
التمويل عن طريق المساهمة و ذلك بوجود علاقة
متبادلة بين العائد (الربح) من جهة و بين المخاطرة
من جهة أخرى. (3)

**1-3 محددات وخصائص المصادر
التمويلية:** يوجد محددات للاختيار ما بين المصادر
التمويلية و هي: (4)

- ما يفرضه الممولين من مواعيد للتسديد و
إن كان ذلك يتناسب مع التدفقات النقدية الداخلة أولا.
- تحديد تكلفة كل نوع من أنواع التمويل، و
لابد من مقارنة ذلك مع العائد المتوقع على
الاستثمار؛ فيتم اختيار المصدر التمويلي ذو العائد
الاستثماري المرتفع و التكلفة المنخفضة.
- حجم الأموال التي ترغب المؤسسة في
الحصول عليها، و إمكانية تلبيتها من المصادر
المختلفة.

أما فيما يخص خصائص المصادر التمويلية،
فتتميز فيما بينها من حيث: **تاريخ الاستحقاق، الدخل**
(إذ لكل مصدر تمويلي مردود، و يختلف من حيث
الأولوية في الحصول على الدخل و مقدار الدخل
المتحصل عليه، و مدى التأكد في الحصول عليه)،

السيطرة (حول إمكانية طلب تصفية الشركة أو بيعها للحصول على الحقوق)، و الأداء (و يخص حق إدارة الشركة أو لا).

1-4 أشكال التمويل في السوق المالية:

باعتبار أن السوق المالية تقوم بدور محوري في النشاط الاقتصادي كمصدر للتمويل حتى أصبحت تعد انعكاسا للنظام المالي في أي اقتصاد؛ تأخذ عملية التمويل هذه في السوق المالية شكلين أساسيين: (5)

أولا/ التمويل المباشر: يجري التعامل مباشرة ما بين المقرضين (وحدات الادخار) و المقترضين (وحدات العجز) دون وساطة لطرف آخر، إذ يتحصل المقرض على موارد مالية مقابل إصداره أصول مالية مباشرة (أسهم و سندات) لصالح المقرض.

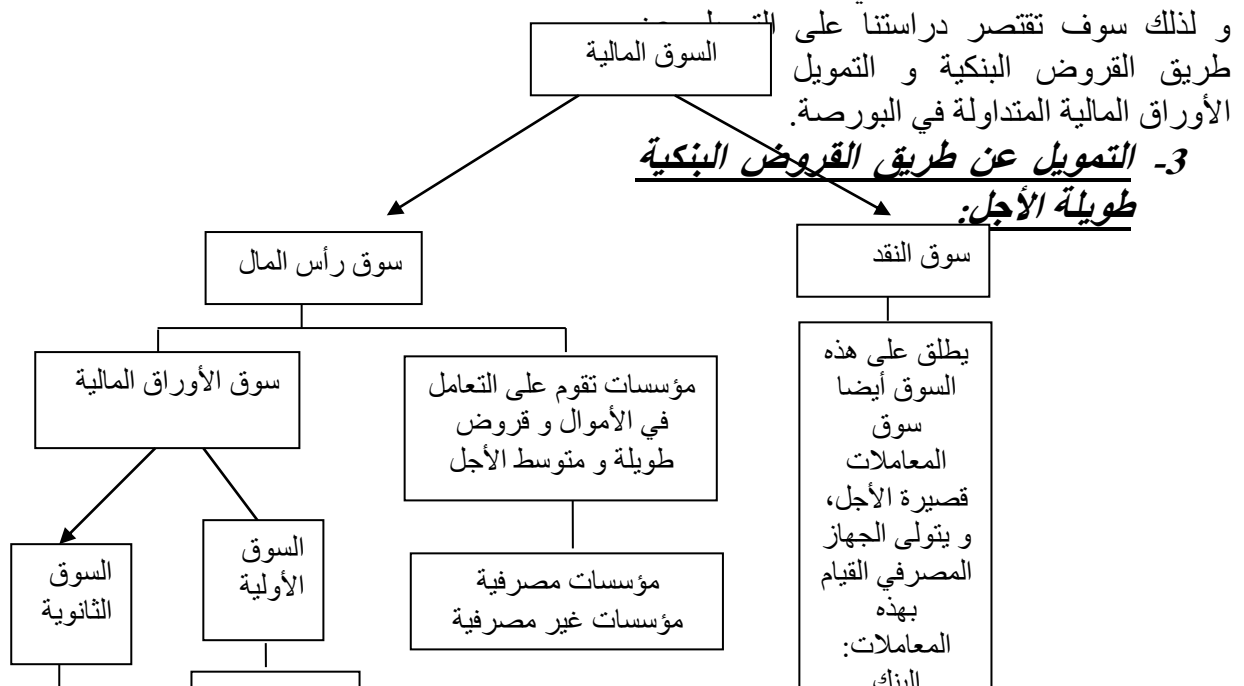
ثانيا/ التمويل غير المباشر: أين تبرز فيه المؤسسات المالية كوسيط (مثل البنوك التجارية) بحيث تقوم هذه المؤسسات الوسيطة بتجميع المدخرات من وحدات الفائض من جهة و تقدم قروض لوحدات العجز من جهة أخرى.

2- تقسيم السوق المالية إلى سوق

النقد و سوق رأس المال:

بناء على مفهوم السوق المالية و ما يتضمنه من أنماط مختلفة للتمويل، و دور المؤسسات الوسيطة و طبيعة الأصول المتداولة، تتعدد تقسيمات الأسواق المالية، و لكن التقسيم الذي يهمنا هو التالي:

يدور موضوعنا حول التمويل في سوق رأس المال و سوق النقد و سوق رأس المال.



تعتبر عملية الإقراض عن الثقة التي تنشأ بين المقرض والمقترض والتي تدل على توافق الرغبة والحاجات بين من تتوفر لديه الأموال ومن يحتاج إليها. (8)

يخفف القرض البنكي الكثير من الصعوبات التي تتعرض لها المنشآت لتمويل مختلف نشاطاتها وعملياتها.

2-3 تكلفة أو ثمن القرض البنكي: تتلخص تكلفة القرض البنكي في الفوائد و العمولات التي تدفعها المؤسسة لقاء الحصول عليه، و تختلف هذه التكلفة من دولة لأخرى حسب تعليمات البنك المركزي.

يعرف سعر الفائدة على أنه أجر كراء النقود، يلتزم المقترض بدفعه إلى البنك مقابل التنازل المؤقت له على السيولة، و تدخل اعتبارات كثيرة في تحديد معدل الفائدة منها: ما يرتبط بالقرض ذاته (يتمثل في تكلفة الحصول على الأموال المستعملة في القروض)، و ما يرتبط بوضعية السوق النقدية بصفة عامة؛ كما يختلف هذا المعدل نم بنك لآخر و باختلاف الزبائن و حسب نوع القرض.

أما العمولات فهي عبارة عن مجموع ما يتقاضاه البنك نظرا للأتعاب التي يتحملها عند القيام بعملية القرض، و يتحدد مبلغ هذه العمولات بناء على عدد من العوامل و هي: طبيعة القرض، المخاطر الشخصية المرتبطة بالقرض؛ و عمولات أخرى مختلفة مثل المصاريف الإدارية و غيرها.

4- التمويل عن طريق الأوراق المالية

المتداولة في البورصة:

التفكير في التمويل عن طريق البورصة أصبح أمرا ضروريا لا يمكن تفاديه للعديد من المؤسسات والشركات لجمع رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار المطلوب أو لتوسيع عملية استثمارية، فالبورصة تعتبر بمثابة مقياس لدرجة حرارة الاقتصاد وأثبتت التجارب أن حالة سوق البورصة تشير بشكل عام إلى تطور الاقتصاد.

البورصة هي سوق يتم فيها تداول الأسهم والسندات التي سبق إصدارها و يجتمع فيها المتعاملون في الأوراق المالية في أوقات محددة، و تحكم هذا السوق مجموعة من الأنظمة والقواعد التي تحكم و تنظم سلوك المتعاملين و طرق التبادل القانونية.

يرتكز التمويل المعاصر على الأوراق المالية التي تمثل السلعة أو الأصل الذي يجري تداولها بيعا و شراء في البورصة (سوق الأوراق المالية)، كما أنها تمثل حقا قانونيا لحاملها في أصل رأسمالي

● حجم البنك: تفضل المؤسسات الكبيرة التعامل مع البنوك الكبيرة التي تستطيع تلبية احتياجاتها.

● سياسة البنك: نعني السياسة الائتمانية للبنك، و المتمثلة في مجموعة القوانين و الأنظمة و التعليمات و القواعد و الإجراءات التي حددها البنك في نظامه الداخلي و يتم بموجبها منح الائتمان. لذلك، فإن طالب القرض يهتم بالتعامل مع البنك الذي يلبي احتياجاته المالية من حيث المقدار و المدة و معدلات الفائدة...

● المركز المالي للبنك: تعتبر قوة المركز المالي للبنك ضمان لاستمراره و مقدرته على تقديم القروض.

عادة ما يتم تسديد القروض المتوسطة و الطويلة بصورة منتظمة على مدار عدد من السنوات تمثل القروض، و يطلق على أقساط السداد في هذه الحالة مدفوعات الاهتلاك؛ بالإضافة إلى ذلك عادة ما يكون القرض مضمون بأصل أو بأي نوع آخر من الضمانات، كما أن البنك يطلب أن تعرض عليه القوائم المالية للمؤسسة المستقبلية على فترات دورية. (7)

3-1 دور و أهمية التمويل عن طريق القروض البنكية: يعتبر القرض البنكي مرحلة متقدمة من تطور الوساطة و الخدمات المالية و المصرفية، حيث تستند عملية الإقراض إلى دراسة أوضاع المقرض و التأكد من وجود الضمانات لقاء الحصول على التمويل.

- الحق في المشاركة في أصول الشركة عند التصفية.
- مزايا و عيوب استخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل طويل الأجل:
هناك ثلاثة مزايا رئيسية ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل:
- الشركة غير ملزمة قانونا بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم.
- تمثل هذه الأسهم مصدر دائم للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها.
- إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى نسبة حقوق الملكية، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للشركة.
- إلى جانب هذه المزايا، يتم التمويل عن طريق الأسهم العادية ببعض العيوب، من أهمها:
- ارتفاع التكلفة التي تتحملها الشركة و ذلك لسببين: أولهما وهو أن العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم عادة ما يكون مرتفع نظرا للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة؛ ثانيهما و هي أن أرباح الأسهم - على عكس فوائد القروض- لا تعتبر من التكاليف التي تخضع قبل حساب الضريبة، و من ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية.
- إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول مساهمين جدد، مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العامة؛ قد يكون هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى، غير أنه يمكن التغلب على هذا العيب بإعطاء هؤلاء حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية.
- 4-2 الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل:** تعتبر الأسهم الممتازة من أدوات التمويل، لأنها تعتبر من أدوات الملكية؛ و هي كما يتضح من تسميتها تخول لأصحابها أولوية أو أفضلية يختص بمقتضاها حملة هذه الأسهم دون غيرهم ببعض المزايا. (13)
- تتمثل هذه المزايا في الحقوق التي تحصل عليها:
- (14)
- منح حامله حق الأولوية في الأرباح، فيختص بربح لا يقل عن نسبة مئوية محددة و قبل توزيع أي ربح على بقية الأسهم، و

- اتجاه جهة الإصدار؛ هذه الأخيرة تهدف من وراء الورقة المالية توفير التمويل اللازم لنشاطها. (9)
- سنتناول أهم أنواع هذه الأوراق المالية فيما يلي:
- 4-1 الأسهم العادية كمصدر تمويل:** من وجهة نظر الشركة، فإن الأسهم العادية وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل؛ و يعد أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في شركة الأسهم، إذ تطرح للاكتتاب العام أو الخاص ضمن مدة محددة يعلن عنها مع الإصدار بقيم متساوية. (10)
- يعرف السهم العادي بأنه: "أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، الحق لحامله بذمة الجهة المصدرة له، الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته برأس مال الشركة، والمثبتة بشهادة السهم". (11)
- خصائص الأسهم العادية:
- يمثل حق ملكية
- ليس له تاريخ استحقاق
- عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح أو خسارة
- ارتباط العائد بالحالة الاقتصادية ارتباطا إيجابيا، فهو يحمي الأموال في حالات التضخم و حالات الرواج.
- يعطي نوعين من العائد: عائد رأسمالي عند بيع السهم، و عائد جاري أي نصيب السهم من الأرباح الموزعة.
- حقوق حملة الأسهم العادية:
- يترتب على ملكية سهم من أسهم شركة مساهمة بعض الحقوق و المزايا، لا يمكن تقييدها أو إلغاؤها إلا طبق الأحكام و النصوص القانونية، أو طبقا للتعاقد كما يرد في عقد السهم بين المساهم والشركة، و عادة فإنه يترتب على ملكية السهم الحقوق التالية: (12)
- الحق في المشاركة في الأرباح التي تحققها الشركة و تقرر توزيعها بين المساهمين بنسبة ما يمتلكون من أسهم.
- الحق في المشاركة في الإدارة.
- الحق في المحافظة على نسبة الملكية وذلك عن طريق المشاركة في الاكتتاب في أية إصدارات جديدة من نفس نوع السهم.
- إمكانية التصرف بالأسهم، إذ ليس للمساهم الحق في أن يطلب من الشركة إعادة قيمة الأسهم له، بل يستطيع بيع هذه الأسهم بدون الحصول على ترخيص مسبق من الجهة التي أصدرت هذه الأسهم.

3-4 السندات كمصدر تمويل: تمثل السندات صكوك دين لمالكها، و هي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز (المقترض) و وحدات الفائض (المقرض)، و تستخدم في التمويل طويل الأجل . (17)

تتعهد الشركة المقترضة دفع قيمة السندات في تواريخ محددة، تنقسم هذه القروض إلى أجزاء متساوية في القيمة يسمى كل منها سند.

● خصائص السندات:

- تعتبر أموال اقترض، لها موعد استحقاق محدد.

- تحقق عائد لحاملها من خلال: معدل الفائدة المقرر دوريا (سنويا، نصف سنوي، فصلي) بالاستناد إلى القيمة الاسمية؛ و العائد الرأسمالي المتمثل في الفرق ما بين القيمة السوقية عند الشراء و القيمة السوقية عند التداول (أو الاستحقاق).

- عدم إمكانية حامل السند التدخل في نشاط و قرارات المدين، إلا في حالات الإفلاس (أو تعذر الدفع) للمطالبة بحقوقه.

● حقوق حاملي السندات: (18)

يتمتع حاملي السندات بالحقوق التالية:

- استيفاء الفوائد في مواعيدها المعنية وعلى الشركة أن تقوم بدفعها قبل توزيع الأرباح على المساهمين.

- استيفاء قيمة السند عند حلول الأجل.

- إقامة دعوى الإفلاس على الشركة عند تأخرها عن دفع قيمة السند، و الاشتراك في الإفلاس بقيمة السند.

- وضع السند في التداول وفقا للأصول التجارية.

بصورة عامة يتمتع حامل السند بجميع الحقوق التي يتمتع بها الدائن اتجاه مدينه.

● مزايا و عيوب التمويل عن طريق السندات:

تعتبر السندات من المصادر الرئيسية التي تمكن الشركات المساهمة من الحصول على ما يلزمها من الأموال الدائمة، و هي في ذلك تستغل مزايا التمويل عن طريق الحصول السندات التي تتمثل أهمها في:

- ليس لأصحاب السندات الحق في التصويت أو حق الاشتراك في الإدارة.

- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، و ذلك بخصم فوائد السندات من

قد تبلغ هذه النسبة بحيث لا يبقى من الربح شيئا يوزع على الأسهم العادية.

- حق الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية، ولكن حق التوزيع يبقى مشروطا بقرار للإدارة في التوزيع.

● خصائص الأسهم الممتازة: (15)

- تعتبر أموال ملكية، و ليس لها موعد استحقاق.

- تحصل على نصيبها من الأرباح، و ربحها محدد مسبقا.

- ليس لها حق الإدارة والتصويت، إلا إذا ورد نص خلاف ذلك.

● مزايا و عيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

تتمتع الشركة التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا، من أهمها: (16)

- الشركة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات على حملة الأسهم الممتازة في كل سنة تحقق فيها أرباح.

- التوزيعات محددة بمقدار معين.

- لا يحق لحملة السهم الممتاز التصويت إلا في حالة النص على العكس.

- إصدار الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، و هو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للشركة.

أما فيما يخص عيوب التمويل بهذه الأسهم بالنسبة للشركة نذكر منها:

- مطالبة حاملي الأسهم الممتازة بعائد كبير نسبيا نظرا لمخاطرها مقارنة بأوراق مالية أخرى.

- ارتفاع تكلفتها نسبيا، حيث تكلفه التمويل بالأسهم الممتازة تفوق التمويل بالاقترض لأن توزيعات الأسهم (على عكس الفوائد) لا تخصم من الوعاء الضريبي - كما ذكرناه سابقا.

يوجد هناك حالات لا يكون أمام الشركة إلا أن تصدر أسهم ممتازة - علما أن هذا الشكل من التمويل تعد تكلفته مرتفعة- منها: حالة وصول السندات المصدرة إلى السقف الذي يسمح به القانون، و هي بحاجة إلى أموال إضافية دون اشتراك أصحابها في إدارة الشركة- و حالة رغبة الشركة تفادي الالتزام المالي الثابت تجاه حملة السندات سواء حققت أرباحا أم لا.

فالرافعة المالية – كما يقول علماء التمويل والاستثمار- هي سلاح ذو حدين، فقد تكون ايجابية وقد تكون سلبية.

يمكن القول أن مسألة وجود هيكل أمثل للتمويل قد تتنازع الرأي فيه، من بينهم من يصرح أن الهيكل الأمثل يقوم على مزيج من أسهم ودين، وهذا المزيج من شأنه تقليل تكلفة رأس المال؛ كما أغلب علماء التمويل على أن التمويل بالدين أرخص نسبيا من التمويل عن طريق زيادة رأس المال، وحثهم في ذلك أن الفائدة على الدين يتم اقتطاعها من الفائض أو الربح المحقق، مما يؤدي إلى انخفاض أعباء الضريبة و بالتالي زيادة ربحية السهم. (20)

5-2 **المقارنة بين مصادر التمويل:** يتطلب بناء هيكل مالي أمثل وجود مزيج مناسب بين أموال الاقتراض (قروض بنكية وسندات) وأموال الملكية

الوعاء الضريبي للربح، و بالتالي تنخفض تكاليف التمويل.

- عملية طرح السندات أقل تكلفة من سائر الأدوات المالية الأخرى.
- مقابل هذه المزايا، يقدم التمويل عن طريق السندات بعض العقبات على المؤسسة، نذكر منها:
- قد تقدم الشركة في بعض الحالات أصولها ضمانا لحقوق حملة بعض الأنواع من السندات (وهي السندات المضمونة بأصول).
- يتعين على الشركة سداد قيمة السندات في نهاية الأجل المحدد، إضافة إلى دفع الفائدة المحددة في مواعيدها، و ذلك بغض النظر عن حالتها المالية و إذا ما كانت الإيرادات كافية أو لا.

5- **المقارنة بين التمويل عن طريق القروض البنكية و الأوراق المالية في البورصة:**

تعد مسألة اختيار أسلوب التمويل من أهم المسائل التي تحظى باهتمام الإدارة المالية لما تنطوي عليه من أمور حيوية تتعلق بمستقبل الشركة، و حقوق المساهمين، و مقدره الشركة على الوفاء بالتزاماتها؛ فضلا عما ينطوي عليه هذا الأسلوب أو ذاك من تغيير لهيكل رأس مال الشركة و الذي يبرر عن ذلك المزيج من مصادر التمويل طويلة الأجل.

يبقى الإشكال المطروح هو البحث عن أفضل هيكل مالي أي تحديد ذلك المزيج من أموال الملكية و الاقتراض الذي يترتب عليه أقل تكلفة ممكنة من استخدامها و تعظيم ثروة ملاكها، يتطلب الأمر في ذلك أولا معرفة أثر الرافعة المالية.

5-1 **الرافعة المالية:** يقصد بالرافعة المالية (المتاجرة بالملكية) الاستعانة بأموال الاقتراض لمساعدة أموال الملكية في عملية التمويل. (19) تؤدي عملية التمويل هذه إلى رفع معدل العائد من أموال الملكية و ذلك في حالة أن يكون العائد نتيجة استثمار أموال الاقتراض يفوق الفوائد المدفوعة لاستخدامها، أما في حالة العكس فإنها تؤدي إلى زيادة المخاطر المحيطة بعملية المتاجرة بالملكية.

الرافعة المالية= قروض طويلة الأجل/ مجموع الأصول

(أسهم عادية وأسهم ممتازة)، ولكن دراستنا تسلط الضوء على المقارنة بين التمويل عن طريق القروض البنكية وعن طريق الأسهم والسندات في البورصة. فبعدما عرضنا خصائص كل من أدوات التمويل المتاحة أمام المؤسسة، غايتنا هي التوصل إلى المقارنة بين مزايا و عيوب التمويل المباشر (عن طريق البورصة) و التمويل غير

المباشر (عن طريق البنوك). والجدول الموالي يبين ذلك:

تمويل عن طريق البورصة والبنوك

التمويل عن طريق البنوك			
خصائص	مزايا	عيوب	خصائص
- نظام تمويل غير مباشر. - يمثل القرض دور المحرك.	- يسمح بمواجهة الأزمات أحسن من البورصة.	- يزيد من استنادة المؤسسة اتجاه الدائنين، مما يقلل من استقلاليتها المالية. - أسعار الفائدة قليلة المرونة، والتحديد يكون إداري. - هو تمويل تضخمي، حيث يتم عن طريق خلق النقود. - عملية طلب القرض تتطلب شروط و ضمانات و طول الفترة، مع حالة رفض منح القرض لما يرى البنك أن نسبة المخاطرة تزيد عن حد معين. - هامش الوساطة مرتفع. - القروض البنكية قد تكون غير كافية لتغطية احتياجات المؤسسة.	- نظام تمويل مباشر. - تنوع الأوراق المالية وأسهم عادية، سهم ممتازة، سندات)

Source : Vanderlyn den Nicolas, « Le développement de la bourse en Algérie », www.surfeco21.com/cours/marcap.htm. et voir aussi:

www.ac-bordeaux.fr/

www.abt

خاتمة:

من خلال هذه الدراسة تم عرض أهم الأدوات المالية التي تستعين بها المؤسسات من أجل احتياجاتها التمويلية - سواء كانت أموال اقتراض أم أموال ملكية - و ذلك باللجوء إلى مؤسسات سوق رأس المال، أين يمكن للمؤسسة أن تتجه إلى البنوك أو أن تفضل البورصة أو المزج بينهما بناء على مزايا و عيوب كل من المصدرين.

فاختيار التمويل البنكي يتطلب الأخذ بعين الاعتبار: سعر الاستقلالية المالية، تكلفة القرض، و درجة مخاطر المشروع؛ و يرتبط هذا الاختيار بتحليل أثر الرفاعة المالية.

أما اللجوء إلى الأدوات المالية في البورصة عن طريق إصدار أسهم عادية أو أسهم ممتازة أو سندات، بغرض زيادة رؤوس الأموال، بوسع المؤسسات تسهيل ما لديها من أوراق مالية بسرعة وسهولة، وبأدنى تكلفة ممكنة، وأعلى سعر ممكن، وذلك في حالة توفر عنصر الكفاءة في أداء السوق من حيث الكفاءة التبادلية، والهيكلية، والتشغيلية.

تميل المؤسسات عادة في الدول المتقدمة إلى التمويل المباشر عن طريق طرح الأسهم والسندات في البورصة باعتبارها أكثر ديناميكية وتمكن من تقويم المؤسسة وبالتالي تقويمها، على عكس الوضع في الجزائر، أين يتم التمويل عن طريق القروض البنكية وتبقى البورصة النقطة السوداء في الإصلاحات المالية، علما أن مساهمتها في الناتج الداخلي الخام لا تتجاوز 1% بينما تفوق هذه النسبة في المغرب 20% وفي تونس 14% (21).

و رغم أن البنوك تمثل 90% من نسبة السوق المالي في الجزائر (6 بنوك عمومية مهيمنة، و 17 بنك خاص تم إنشاؤه منذ 1998 - منها من تم حلها-)، إلا أن نسبة القروض الممنوحة تمثل سوى 34% من PIB. (22)

التهميش:

(1) Charle Corbin, « Financement et autofinancement des entreprises », Dalloz, Paris, 1941, p 125

(2) بيش - ترجمة محمد توفيق ماضي- " تمويل المشروعات"، دار الفكر العربي، القاهرة، 1979، ص 21.

(3) رشاد العصار و آخرون، " الإدارة و التحليل المالي"، دار البركة، الطبعة الأولى 2001، ص 20 و ما بعدها.

(4) طارق الحاج، "مبادئ التمويل"، دار الصفاء، عمان، 202، ص 27.

(5) محمود محمد الداغر، " الأسواق المالية"، دار الشروق، عمان، 2005، ص 39-42.

(6) طارق الحاج، مرجع سابق، ص 43-44.

(7) محمد الصالح الحناوي، " الإدارة المالية و التمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 391-393.

(8) فريد الصلح و مورييس نصر، " المصرف و الأعمال المصرفية"، الأهلية للنشر و التوزيع، بيروت، 1989، ص 38.

(9) محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 85.

(10) شمعون شمعون، " البورصة"، الأطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص 21.

(11) أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، " الاستثمار بالأوراق المالية"، دار المسيرة، عمان، 204، ص 30.

(12) وليد أحمد الصافي، " الأوراق المالية العربية: الواقع والأفاق"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003، ص 25. و أنظر كذلك إلى: مروان عطوان، " الأسواق النقدية و المالية: البورصات و مشكلاتها"، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، طبعة 2000، ص 84-85.

(13) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 232.

(14) مكايي نادية أبو فخرة، " اتجاه معاصر في إدارة المنشآت المالية"، الدار الجامعية المتوسطة، القاهرة، 2001، ص 34.

(15) طارق الحاج، مرجع سابق، ص 135.

(16) سويلم محمد، " إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية"، دار الأرقم، القاهرة، 1983، ص 17.

(17) محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 103.

(18) شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 29-30.

(19) محمد شفيق طيب و آخرون، " أساسيات الإدارة المالية"، دار المستقبل، عمان، 1995، ص 151.

(20) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 261-262.

(21) www.al-vefagh.com/1385/850629/html/eghtesad.htm

(22) [www.US-Algeria.org/256,1,communication sur la réforme du secteur financier en Algérie](http://www.US-Algeria.org/256,1,communication_sur_la_reforme_du_secteur_financier_en_Algérie)

