الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة

كلية: العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم التسيير

ميدان: علوم اقتصادية وتسيير وعلوم تجارية

فرع: إدارة الأعمال

تخصص: مالية المؤسسة

عنوان المذكرة

تحليل الهيكل المالي لمؤسسة فرع
دراسة حالة مركب تربية الدواجن سكيكدة

مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر أكاديمي

من إعداد الطالب: بوشمال عبد الغاني.

تحت إشراف الأستاذة: أ.د زغيب مليكة.

المشرف المساعد: أ. بوفامة عمر.

أعضاء لجنة المناقشة:

اسم ولقب العضو	الصفة	الرتبة	الجامعة الأصلية
د. قمري زينة	رئسا	أستاذ محاضرة	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة
د. زغيب مليكة / أ.بوفامة عمر	مشرفا	أستاذ التعليم العالي	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة
أ. بوطغان حنان	ممتحنا	أستاذ مساعد	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة

السنة الجامعية: 2014/2013

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

العنوان **الصفحة**

الاهداء III
التشكرات IV
ملخص V
فهرس المحتويات VII
قائمة الجداول X
قائمة الأشكال..... XI
قائمة الملاحق XIII
مقدمة ..... أ

الفصل الأول: الاطار النظري للهيكل المالي

تمهيد **2**
المبحث الأول: الاحتياجات والسياسات التمويلية والهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.... **2**
المطلب الأول: الاحتياجات والسياسات التمويلية للمؤسسة الاقتصادية..... 2
المطلب الثاني: مفهوم الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية..... 6
المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، وتكاليفها..... **8**
المطلب الأول: مصادر التمويل الطويلة والمتوسطة الأجل..... 9
المطلب الثاني: مصادر التمويل قصيرة الأجل..... 16
المطلب الثالث: تكلفة تمويل المؤسسة الاقتصادية..... 20
المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي..... **27**
المطلب الأول: المنظور التقليدي..... 27
المطلب الثاني: نموذج مودكلياني وميلر لانعدام هيكل التمويل الأمثل..... 30
المطلب الثالث: نظرية التوازن..... 31
المطلب الرابع: النظرية الحديثة للمشروع..... 33
المبحث الرابع: محددات الهيكل المالي..... **36**
المطلب الأول: المحددات الكمية للهيكل المالي..... 36
المطلب الثاني: المحددات الكيفية للهيكل المالي..... 39
المطلب الثالث: الرفع، العائد والمخاطرة وعلاقتها باختيار الهيكل المالي المناسب..... 43
خلاصة..... **46**

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

الفصل الثاني: تقييم وتقويم الهيكل المالي لمؤسسة فرع.

تمهيد **48**
المبحث الأول: خصائص المؤسسة الفرع، وتأثيرها على هيكلها المالي..... **48**
المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية، خصائصها وأنواعها..... 48
المطلب الثاني: مفهوم المؤسسة الفرع والمؤسسة الأم..... 53
المطلب الثالث: خصائص المؤسسة الفرع وأهمية التجمع..... 55
المبحث الثاني: التحليل المالي كأداة لتقييم الهيكل المالي للمؤسسة..... **59**
المطلب الأول: مفهوم التحليل المالي..... 59
المطلب الثاني: التقييم باستعمال مؤشرات التوازن المالي..... 62
المطلب الثالث: التحليل المـالي بواسطة النسب..... 66
المبحث الثالث: معالجة اختلالات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية..... **78**
المطلب الأول: أسباب وجود هيكل مالي غير مناسب..... 78
المطلب الثاني: كيفية تصحيح الهيكل المالي غير المناسب..... 80
خلاصة..... **85**

الفصل الثالث: دراسة الهيكل المالي لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).

تمهيد **87**
المبحث الأول: تقديم عام لمركب الدواجن سكيكدة..... **87**
المطلب الأول: التعريف بمركب الدواجن سكيكدة..... 87
المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمركب الدواجن سكيكدة..... 90
المبحث الثاني: تقديم الهيكل المالي لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013)..... **91**
المطلب الأول: عرض القوائم المالية لمركب الدواجن سكيكدة..... 91
المطلب الثاني: الميزانية المالية لمركب الدواجن سكيكدة..... 95
المطلب الثالث: مصادر تمويل مركب الدواجن سكيكدة..... 97
المبحث الثالث: تقييم وتقويم الهيكل المالي لمركب الدواجن سكيكدة خلال الفترة (2011-2013) **99**
المطلب الأول: التحليل المالي للهيكل المالي لمركب الدواجن سكيكدة 99
المطلب الثاني: نتائج تحليل الهيكل المالي لمركب الدواجن سكيكدة 112
خلاصة..... 114

خاتمة..... 115
مراجع..... 119
ملاحق..... 121

الملحق رقم(01): الميزانية المحاسبية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول لسنة 2011.

CONSOLIDE SPÄ SKIKDA 2011

EDITION_DU:20/05/2014 8:23
EXERCICE:01/01/11 AU 31/12/11

BILAN (ACTIF) -copie provisoire

ACTIF	NOTE	2011			2010
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles					
Immobilisations corporelles					
Terrains		221 840 548,00		221 840 548,00	
Bâtiments		177 583 137,16	159 494 215,36	18 088 921,80	
Autres immobilisations corporelles		567 355 311,88	554 899 726,54	12 455 585,34	
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours					
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		109 531 000,00	109 400 000,00	131 000,00	
Impôts différés actif		4 015 074,26		4 015 074,26	
TOTAL ACTIF NON COURANT		**1 080 325 071,30**	**823 793 941,90**	**256 531 129,40**	
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		71 177 115,64		71 177 115,64	
Créances et emplois assimilés					
Clients		50 497 958,48	38 777 886,28	11 720 072,20	
Autres débiteurs		24 118 641,17		24 118 641,17	
Impôts et assimilés		10 129 008,59		10 129 008,59	
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants		60 000 000,00	9 701,10	59 990 298,90	
Trésorerie		47 052 508,60		47 052 508,60	
TOTAL ACTIF COURANT		**262 975 232,48**	**38 787 587,38**	**224 187 645,10**	
TOTAL GENERAL ACTIF		**1 343 300 303,78**	**862 581 529,28**	**480 718 774,50**	

الملحق رقم(02): الميزانية المحاسبية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول لسنة 2012.

CONS-2012 SKIKDA

EDITION_DU:20/05/2014 8:24
EXERCICE:01/01/12 AU 31/13/12

BILAN (ACTIF) -copie provisoire

ACTIF	NOTE	2012			2011
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles					
Immobilisations corporelles					
Terrains		221 840 548,00		221 840 548,00	221 840 548,00
Bâtiments		226 769 066,48	210 106 825,26	16 662 241,22	22 040 714,66
Autres immobilisations corporelles		523 313 285,96	512 116 612,60	11 196 673,36	8 503 792,48
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours					
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		109 531 000,00	109 400 000,00	131 000,00	109 531 000,00
Impôts différés actif		4 278 754,32		4 278 754,32	4 015 074,26
TOTAL ACTIF NON COURANT		**1 085 732 654,76**	**831 623 437,86**	**254 109 216,90**	**365 931 129,40**
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		51 505 074,37		51 505 074,37	71 177 115,64
Créances et emplois assimilés					
Clients		46 831 958,48	46 831 958,48		11 720 072,20
Autres débiteurs		23 312 382,16		23 312 382,16	24 118 641,17
Impôts et assimilés		6 299 442,29		6 299 442,29	10 129 008,59
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants		140 000 000,00		140 000 000,00	60 000 000,00
Trésorerie		73 175 935,21	9 701,10	73 166 234,11	47 042 807,50
TOTAL ACTIF COURANT		**341 124 792,51**	**46 841 659,58**	**294 283 132,93**	**224 187 645,10**
TOTAL GENERAL ACTIF		**1 426 857 447,27**	**878 465 097,44**	**548 392 349,83**	**590 118 774,50**

الملحق رقم(03): الميزانية المحاسبية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول لسنة 2013.

SPA SKIKDA CONS
44 ZAOUIA SKIKDA

EDITION_DU:20/05/2014 8:25
EXERCICE:01/01/13 AU 31/12/13

BILAN (ACTIF) -copie provisoire

ACTIF	NOTE	2013			2012
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles		770 250,00	15 405,00	754 845,00	
Immobilisations corporelles					
Terrains		214 607 020,00		214 607 020,00	221 840 548,00
Bâtiments		204 844 951,95	193 168 954,28	11 675 997,67	16 662 241,22
Autres immobilisations corporelles		705 480 673,15	687 669 998,90	17 810 674,25	11 196 673,36
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours					
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		109 471 000,00	109 400 000,00	71 000,00	131 000,00
Impôts différés actif		5 416 788,08		5 416 788,08	4 278 754,32
Comptes de liaison					
TOTAL ACTIF NON COURANT		**1 240 590 683,18**	**990 254 358,18**	**250 336 325,00**	**254 109 216,90**
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		71 499 916,77	74 543,72	71 425 373,05	51 505 074,37
Créances et emplois assimilés					
Clients		45 271 472,19	39 149 175,87	6 122 296,32	
Autres débiteurs		26 178 747,96		26 178 747,96	23 312 382,16
Impôts et assimilés		11 912 826,39		11 912 826,39	6 299 442,29
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants		100 000 000,00		100 000 000,00	140 000 000,00
Trésorerie		111 715 230,83	9 701,10	111 705 529,73	73 166 234,11
TOTAL ACTIF COURANT		**366 578 194,14**	**39 233 420,69**	**327 344 773,45**	**294 283 132,93**
TOTAL GENERAL ACTIF		**1 607 168 877,32**	**1 029 487 778,87**	**577 681 098,45**	**548 392 349,83**

الملحق رقم(04): الميزانية المحاسبية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الخصوم لسنة 2011.

CONSOLIDE SPÄ SKIKDA 2011

EDITION_DU:20/05/2014 8:23
EXERCICE:01/01/11 AU 31/12/11

BILAN (PASSIF) -copie provisoire

	NOTE	2011	2010
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		310 000 000,00	
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		95 655 687,53	
Ecart de réévaluation		3 563 348,24	
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		31 811 218,76	
Autres capitaux propores - Report à nouveau		-11 739 906,48	
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
Autres fonds propres assainissement			
TOTAL I		**429 290 348,05**	
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		6 737 357,25	
Impôts (différés et provisionnés)		-180 060,81	
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		16 292 568,68	
TOTAL II		**22 849 865,12**	
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		3 654 487,22	
Impôts		11 870 215,59	
Autres dettes		13 053 858,52	
Trésorerie passif			
TOTAL III		**28 578 561,33**	
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		**480 718 774,50**	

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d''états financiers consolidés

الملحق رقم(05): الميزانية المحاسبية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الخصوم لسنة 2012.

CONS-2012 SKIKDA

EDITION_DU:20/05/2014 8:24
EXERCICE:01/01/12 AU 31/13/12

BILAN (PASSIF) -copie provisoire

	NOTE	2012	2011
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		310 000 000,00	310 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		103 441 999,81	95 655 687,53
Ecart de réévaluation		2 398 809,11	3 563 348,24
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		43 928 087,96	31 811 218,76
Autres capitaux propores - Report à nouveau			-11 739 906,48
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
TOTAL I		**459 768 896,88**	**429 290 348,05**
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		6 288 200,10	6 737 357,25
Impôts (différés et provisionnés)		66 500,00	-180 060,81
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		31 345 770,00	16 292 568,68
TOTAL II		**37 700 470,10**	**22 849 865,12**
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		3 951 326,76	3 654 487,22
Impôts		24 771 395,01	11 870 215,59
Autres dettes		22 200 261,08	13 053 858,52
Trésorerie passif			
???? Comptes non classés ????			109 400 000,00
TOTAL III		**50 922 982,85**	**137 978 561,33**
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		**548 392 349,83**	**590 118 774,50**

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d''états financiers consolidés

الملحق رقم(06): الميزانية المحاسبية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الخصوم لسنة 2013.

SPA SKIKDA CONS
44 ZAOUIA SKIKDA

EDITION_DU:20/05/2014 8:25
EXERCICE:01/01/13 AU 31/12/13

BILAN (PASSIF) -copie provisoire

	NOTE	2013	2012
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		310 000 000,00	310 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		113 730 087,77	103 441 999,81
Ecart de réévaluation		1 234 270,06	2 398 809,11
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		30 738 190,57	43 928 087,96
Autres capitaux propores - Report à nouveau			
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
TOTAL I		**455 702 548,40**	**459 768 896,88**
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		5 839 042,95	6 288 200,10
Impôts (différés et provisionnés)		116 353,01	66 500,00
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		38 122 656,49	31 345 770,00
TOTAL II		**44 078 052,45**	**37 700 470,10**
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		2 814 069,35	3 951 326,76
Impôts		14 117 348,86	24 771 395,01
Autres dettes		60 969 079,39	22 200 261,08
Trésorerie passif			
TOTAL III		**77 900 497,60**	**50 922 982,85**
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		**577 681 098,45**	**548 392 349,83**

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d''états financiers consolidés

الملحق رقم(07): جدول حسابات النتائج لمركب الدواجن سكيكدة لسنة 2011.

CONSOLIDE SPÄ SKIKDA 2011

EDITION_DU:20/05/2014 8:23
EXERCICE:01/01/11 AU 31/12/11

COMPTE DE RESULTAT/NATURE -copie provisoire

	NOTE	2011	2010
Ventes et produits annexes		444 012 644,43	
Variation stocks produits finis et en cours		-32 750 828,35	
Production immobilisée			
Céssion Production Stockée			
Subventions d'exploitation			
Céssion Fournis		5 067 951,52	
Céssion Reçue		-5 067 951,52	
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		**416 329 767,60**	
Achats consommés		-294 414 360,56	
Services extérieurs et autres consommations		-10 073 534,38	
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		**-304 487 894,94**	
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		**111 841 872,66**	
Charges de personnel		-56 351 749,67	
Impôts, taxes et versements assimilés		-8 483 524,82	
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		**47 006 598,17**	
Autres produits opérationnels		166 837 498,71	
Autres charges opérationnelles		-11 355 922,27	
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-159 194 834,41	
Reprise sur pertes de valeur et provisions		1 547 746,07	
V- RESULTAT OPERATIONNEL		**44 841 086,27**	
Produits financiers		475 821,92	
Charges financières		-431 190,86	
VI-RESULTAT FINANCIER		**44 631,06**	
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		**44 885 717,33**	
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-7 461 891,00	
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-544 656,05	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		**585 190 834,30**	
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		**-553 379 615,54**	
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		**31 811 218,76**	
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		**31 811 218,76**	
Part dans les resultats nets des sociétés mises en équivalence (1)			
XI-RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDES (1)		31 811 218,76	
Dont Part des minoritairs (1)			
Part du groupe (1)			
RESULTAT TRANSFERE			

../.. la suite sur la page suivante

الملحق رقم(08): جدول حسابات النتائج لمركب الدواجن سكيكدة لسنة 2012.

CONS-2012 SKIKDA

EDITION_DU:20/05/2014 8:24
EXERCICE:01/01/12 AU 31/13/12

COMPTE DE RESULTAT/NATURE -copie provisoire

	NOTE	2012	2011
Ventes et produits annexes		490 194 817,96	444 012 644,43
Variation stocks produits finis et en cours		-17 223 954,47	-32 750 828,35
Production immobilisée		2 344 387,74	
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		**475 315 251,23**	**411 261 816,08**
Achats consommés		-314 202 909,20	-294 414 360,56
Services extérieurs et autres consommations		-11 427 929,79	-10 073 534,38
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		**-325 630 838,99**	**-304 487 894,94**
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		**149 684 412,24**	**106 773 921,14**
Charges de personnel		-70 636 894,35	-56 351 749,67
Impôts, taxes et versements assimilés		-8 970 134,90	-8 483 524,82
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		**70 077 382,99**	**41 938 646,65**
Autres produits opérationnels		173 487 532,82	166 837 498,71
Autres charges opérationnelles		-18 408 388,84	-11 355 922,27
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-171 666 140,74	-159 194 834,41
Reprise sur pertes de valeur et provisions		3 273 175,55	1 547 746,07
V- RESULTAT OPERATIONNEL		**56 763 561,78**	**39 773 134,75**
Produits financiers		1 678 287,66	475 821,92
Charges financières		-404 241,43	-431 190,86
VI-RESULTAT FINANCIER		**1 274 046,23**	**44 631,06**
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		**58 037 608,01**	**39 817 765,81**
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-12 013 022,00	-7 461 891,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-2 096 498,05	-544 656,05
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		**653 754 247,26**	**580 122 882,78**
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		**-609 826 159,30**	**-548 311 664,02**
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		**43 928 087,96**	**31 811 218,76**
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		**43 928 087,96**	**31 811 218,76**

الملحق رقم(09): جدول حسابات النتائج لمركب الدواجن سكيكدة لسنة 2013.

SPA SKIKDA CONS
44 ZAOUIA SKIKDA

EDITION_DU:20/05/2014 8:25
EXERCICE:01/01/13 AU 31/12/13

COMPTE DE RESULTAT/NATURE -copie provisoire

	NOTE	2013	2012
Ventes et produits annexes		491 830 933,91	490 194 817,96
Variation stocks produits finis et en cours		6 139 434,66	-17 223 954,47
Production immobilisée			2 344 387,74
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		**497 970 368,57**	**475 315 251,23**
Achats consommés		-351 964 337,80	-314 202 909,20
Services extérieurs et autres consommations		-14 504 939,57	-11 427 929,79
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		**-366 469 277,37**	**-325 630 838,99**
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		**131 501 091,20**	**149 684 412,24**
Charges de personnel		-74 710 355,74	-70 636 894,35
Impôts, taxes et versements assimilés		-9 129 408,05	-8 970 134,90
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		**47 661 327,41**	**70 077 382,99**
Autres produits opérationnels		162 761 293,27	173 487 532,82
Autres charges opérationnelles		-18 317 641,93	-18 408 388,84
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-160 502 795,14	-171 666 140,74
Reprise sur pertes de valeur et provisions		7 665 306,76	3 273 175,55
V- RESULTAT OPERATIONNEL		**39 267 490,37**	**56 763 561,78**
Produits financiers		1 270 536,53	1 678 287,66
Charges financières		-377 292,00	-404 241,43
VI-RESULTAT FINANCIER		**893 244,53**	**1 274 046,23**
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		**40 160 734,90**	**58 037 608,01**
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-9 126 244,00	-12 013 022,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-296 300,33	-2 096 498,05
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		**669 667 505,13**	**653 754 247,26**
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		**-638 929 314,56**	**-609 826 159,30**
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		**30 738 190,57**	**43 928 087,96**
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		**30 738 190,57**	**43 928 087,96**

الرقم	العنوان	الصفحة
1	الميزانية المحاسبية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول لسنة 2013.	122
2	الميزانية المحاسبية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول لسنة 2012.	123
3	الميزانية المحاسبية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول لسنة 2011.	124
4	الميزانية المحاسبية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الخصوم لسنة 2011.	125
5	الميزانية المحاسبية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الخصوم لسنة 2012.	126
6	الميزانية المحاسبية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الخصوم لسنة 2013.	127
7	جدول حسابات النتائج لمركب الدواجن سكيكدة لسنة 2011.	128
8	جدول حسابات النتائج لمركب الدواجن سكيكدة لسنة 2012.	129
9	جدول حسابات النتائج لمركب الدواجن سكيكدة لسنة 2013.	130

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

الرقم	العنوان	الصفحة
1	وحدات انتاج أغذية الأنعام للمجمع الشرقي.	88
2	الميزانية المحاسبية مركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013.	92
3	الميزانية المحاسبية مركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013.	93
4	الميزانية جدول حسابات النتائج لمركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013.	94
5	الميزانية المالية المختصرة لمركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013 .	95
6	الميزانية المالية المختصرة لمركب الدواجن سكيكدة جانب الخصوم للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013	95
7	الموارد الخاصة لمركب الدواجن سكيكدة للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013.	98
8	التمويل الذاتي لمركب الدواجن سكيكدة للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013.	98
9	موارد الاستدانة لمركب الدواجن سكيكدة للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013.	98
10	الهيكل المالي لمركب الدواجن سكيكدة للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013.	99
11	قيم أنواع رأس المال العامل لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2009-2012).	100
12	قيم ونسب النمو في احتياجات رأس المال العامل لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).	102
13	قيم الخزينة لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).	104
14	نسب التمويل، المديونية والاستقلالية المالية لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).	105
15	نسب السيولة لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).	107
16	نسب الهيكلة لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).	108
17	نسبة دوران مخزونات مركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).	109
18	متوسط مدة دوران زبائن مركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).	110
19	متوسط مدة دوران موردي مركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).	110
20	نسب المردودية المالية و الاقتصادية لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).	111

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

رقم	العنوان	الصفحة
1	مخطط توضيحي لمصادر التمويل الطويل الأجل.	9
2	العلاقة بين نسبة الديون وتكلفة الأموال حسب نظرية الربح الصافي.	27
3	العلاقة بين نسبة الديون وتكلفة الأموال حسب نظرية الربح الصافي.	28
4	الهيكل التمويلي الأمثل حسب النظرية التقليدية.	29
5	تمثيل المجمع الشرقي للدواجن.	88
6	الهيكل التنظيمي لمركب الدواجن سكيكدة.	90
7	التمثيل البياني للميزانية المالية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013 .	96
8	التمثيل البياني للميزانية المالية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الخصوم للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013 .	97
9	تمثيل بياني لمختلف رؤوس الأموال العاملة لمركب الدواجن سكيكدة خلال الفترة 2011-2013 .	102
10	تمثيل بياني لاحتياجات رأس المال العامل لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).	103
11	قيم الخزينة لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).	104
12	التمثيل البياني لنسب المردودية المالية و الاقتصادية لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).	111

مقدمة:

يتميز النشاط الاقتصادي للمؤسسة بحركية دائمة تديرها الاستثمارات المختلفة، وباعتبار هذه الأخيرة العامل الأساسي الذي يسمح للمؤسسة بالبقاء والتطور، فإن المؤسسة الناجعة هي التي تحافظ على قدرتها الإنتاجية عن طريق تجديد استثماراتها، هذا ما يتطلب منها البحث عن مصادر تمويل احتياجاتها التي تسمح لها بمواجهة نشاطها وتجنبها الوقوع في الأزمات المالية، مثل العجز المالي .لهذا تعد مسألة التمويل من بين أعقد المشكلات الاستراتيجية التي تواجه تنمية وتطوير المؤسسة الاقتصادية، فالكيفيات أو الطرق المختلفة التي يحصل بها المستثمرون أو المؤسسات على ما يحتاجون إليه من أموال هي أول ما يفكر فيه كل مستثمر أو مؤسسة. ويوجد أمام المؤسسة الاقتصادية في وقتنا الراهن، مصادر تمويل متعددة، تتباين في خصائصها، وتختلف في تكاليف وشروط الحصول عليها، و عليه أصبح من الضروري على الإدارة المالية لهذه المؤسسات أن تحدد بدقة بدائل التمويل المتاحة بغية المفاضلة بينها واختيار المزيج التمويلي الأمثل بدلالة مجموعة من المعايير الكمية و الكيفية التي تستجيب في مجملها لأهداف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة .و رغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية واختلاف أشكالها، لازال الاهتمام منصبا على الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي بين أموال الملكية و أموال الاستدانة، لِم لهذا التنويع من تأثير على عنصرين أساسيين في نشاط المؤسسة هما العائد و المخاطرة . هذا ما جعل من مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية و تصميم هيكلها التمويلي إحدى المواضيع الأساسية ضمن مالية المؤسسة، و التي تشكل موضوع جدل بين المختصين منذ أكثر من نصف قرن، بدأ بدراسة دافيد ديرون (سنة1952)، ودراسة كل من ميلر ومندغلياني (سنة 1958) و منذ ذلك الحين أخذت الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع تتعدد وتتنوع، كما اختلفت وجهات نظرها بين مؤيد ومعارض، لإمكانية تحقيق هيكل تمويلي امثل للمؤسسة الاقتصادية. وهذا لاختلاف البيئات الاقتصادية واخلاف مزايا وخصائص المؤسسات عن بعضها البعض. والمؤسسة الناجحة تبحث دوما على اكتساب الميزات التي تمكنها من تحسين وزيادة مرونة هيكلها التمويلي بالشكل الذي يزيد من قدرتها الاستثمارية وقيمتها السوقية، وسعيا في تحقيق هذا الهدف ظهرت شركات في شكل تكتلات تعرف بمجمع الشركات، تتكون من شركة أم وشركات فرعية تابعة لها، وقد أدى مجمع الشركات دورا اقتصادياً فعالاً في الدول المتقدمة، وكذلك على المستوى الوطني ظهرت مثل هذه التشكيلة في شكل شركة أم ومؤسسات فرعية تابعة لها تتمتع بكامل شخصيتها المعنوية. والمؤسسة الفرعية بانتمائها لنظام مجمع الشركات تكتسب عدة ضمانات تجعلها أكثر مرونة في التعامل مع دائنيها، ما يتيح أمامها بدائل متنوعة وعديدة من مصادر التمويل لكل منها مزاياه وعيوبه، هذا ما يجعلها ملزمة بإتباع معايير علمية دقيقة لإدارة أموالها من أجل تكوين الهيكل التمويلي المناسب.

1. الاشكالية:

من خلال ما تقدم تأتي هذه الدراسة كمحاولة للإجابة على الاشكالية المتمثلة في التساؤل الرئيسي التالي:

ما هي العوامل المؤثرة في تكوين تركيبة الهيكل المالي لمؤسسة فرع؟

بناءاً على ما سبق وبغية الالمام بجوانب موضوع الدراسة لمعالجة وتحليل هذه الاشكالية، سنقوم من خلال مراحل سير هذه الدراسة بمحاولة الاجابة على مجموعة من الأسئلة الفرعية، والتي نطرحها فيما يلي:

1- كيف يمكن للمؤسسة تغطية احتياجاتها التمويلية؟
2- هل يوجد هيكل مالي معياري واحد بالنسبة لكل المؤسسات الاقتصادية؟
3- ما هي المحددات التي تعتمد عليها المؤسسة الفرع في اختيار طرق التمويل؟
4- كيف يؤثر الهيكل المالي لمؤسسة فرع على وضعيتها المالية ؟

2. الفرضيات:

وعليه سنحاول الرد على هذه التساؤلات بصياغة الفرضيات التالية:

1- إن الأهمية النسبية للعوامل المحددة لاختيار الهيكل المالي المناسب تتفاوت من مؤسسة اقتصادية إلى أخرى، وداخل المؤسسة بحد ذاتها طيلة فترة حياتها، فلا توجد طريقة مباشرة توصل المؤسسات إلى كيفية تشكيل هيكلها المالي؛
2- يعتبر انتماء المؤسسة فرع إلى مجمع بمثابة ضمانات إضافية تمكنها من التوسع في الاستدانة.
3- يمكن أن نستخدم أسلوب التحليل المالي من أجل تحليل اختبار صحة تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة فرع وتأثيره على وضعيتها المالية.

3. أهمية البحث:

انطلاقا من أهمية الموارد المالية في نشاط واستمرارية المؤسسة الاقتصادية من جهة، وتعدد وتنوع المصادر المالية من جهة أخرى، نجد المؤسسة الاقتصادية ملزمة باختيار مصادر التمويل التي تضمن لها أعظم ربحية وأكبر مردودية وأقل تكلفة، ومن هنا تأتي أهمية هذا البحث في محاولة توجيه الأنظار على دراسة وتحليل الهيكل المالي لمؤسسة فرع، تعتبر هذه الدراسة المحاولة الوحيدة على المستوى الوطني – على حد علمنا– لإبراز أهم العوامل المحددة للهيكل المالي لمؤسسة فرع.

4. أهداف البحث:

نهدف من خلال قيامنا بهذه الدراسة العلمية إلى محاولة القيام باستقراء منطقي علمي، بأسلوب منهجي منظم لعدة نقاط من أهمها:

- التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية وقياس تكلفة كل مصدر.
- استعراض و إبراز أهمية وجود الدراسات التي تهتم بالاختيار الأمثل للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية .
- تحديد أهم محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية والمؤسسة الفرع؛
- استعمال مختلف المؤشرات المالية من أجل تقييم أثر السياسات التمويلية المنتهجة على الوضع المالي للمؤسسة.
- محاولة الاطلاع على سلامة قرارات التمويل في مؤسسة فرع من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من خلال دارسة حالة .

5. حدود الدراسة:

نظرا لتشعب الموضوع وكثرة العناصر ذات الصلة به من قريب أو من بعيد، ارتأينا ضبطه وتحديد بعض معالمه، بهدف معالجته بأكثر تحليل ودقة، سواء من حيث المحتوى أو من ناحية المكان والزمان، حيث ينحصر الإطار المكاني في دراسة حالة مؤسسة اقتصادية جزائرية مركب الدواجن سكيكدة ,أما الزمان فقد تم دراسة الهيكل المالي للمؤسسة للفترة الممتدة من سنة 2011 إلى سنة 2013.

6. الدراسات السابقة:

ومن بين أقرب الدراسات العلمية السابقة صلة من موضوع بحثنا نذكر ما يلي:

– سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، يوسف قريشي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005 :هدف الدراسة كان يتمثل في دراسة المتغيرات المفسرة لهيكل التمويل من الوقوف على طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، و ذلك بالاعتماد على دراسة ميدانية لعين من 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة على الفترة (2001-2003).

وقد خلصت الدراسة إلى أن أهم العوامل المفسرة لسياسة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة للقطاع الخاص هي معدل المردودية، الحجم، مستوى الضمانات، معدل النمو وطبيعة القطاع، كما أظهرت الدراسة أن كل من نظرية الوكالة، الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل تحتل أهمية بالغة في تفسير مصادر التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

- **تحليل أساليب تمويل المؤسسات الإقتصادية :دراسة حالة المجمع الصناعي للحليب ومشتقاته**، زغيب مليكة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة سكيكدة، غلاب نعيمة، المدرسة العليا للأساتذة قسنطينة يومي 21-22 نوفمبر 2006، تهدف هذه الورقة البحثية استعراض أساليب التمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وتقييم البدائل التمويلية المناسبة بهدف رفع القدرة التنافسية لهذه المؤسسات بتحليل الجانب المتعلق بمصادر الأموال في ميزانيتها، من خلال دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته بعد التطرق إلى اهم مصادر التمويل المؤسسة ومحددات اللجوء إلى الديون

ومن أهم النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة، هي إن النقائص الحالية للنظام المالي الجزائري تحد من التمويل البنكي للمؤسسات، أزمة التمويل هذه تشجع ظهور مصادر اخرى من غير البنوك، وعليه تظهر السوق المالية كمصدر للتمويل، وبالتالي الاتجاه نحو تحرير الأسواق المالية.

- **تحديد الهيكل الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية** ,مفيدة يحياوي قسم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، مجلة العلوم الانسانية 20 ماي 2010 ، العدد الثالث، تسليط الضوء على مسار عملية التمويل انعكاساتها والاختلالات المالية في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، من اهم النتائج المتحصل عليها، هي ان تحديد الهيكل المالي لوحده غير كاف بل يجب أن يكون متبوع باستخدام أمثل لأموال المتحصل عليها، الهيكل المالي للمؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية يمكن ان تعتمد في البداية على التمويل الذاتي ويحاول تحقيق مستوى مقبول من المردودية الاقتصادية التي ستسمح لها بالتوجه إلى الديون، ولكن بطريقة حذرة جدا، نظرا لوجود عنصر المخاطرة.

وما يميز هذه الدراسة عن سابقاتها أنها بحثت وركزت عن العوامل المحددة والمتحكمة التي تبني عليها المؤسسة فرع الهيكل المالي المناسب لها، ومدى الأهمية النسبية لكل عامل بالنسبة للمؤسسة فرع في حد ذاتها، بالإضافة الى التعمق في تحليل ودراسات الهيكل المالي في الجانب التطبيقي عند دراسة حالة مؤسسة فرع، وتبيان الهيكل المالي المناسب الذي يسمح بتعظيم قيمتها.

7. منهج البحث وأدواته:

تم الاعتماد على منهجين أساسين في الدراسة هما المنهج الوصفي والتحليلي، حيث يتم اعتماد المنهج الوصفي لتوضيح مختلف مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية وتكلفتها، بالإضافة إلى التعرف على أهم النظريات التي تناولت بالدراسة تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، وبعدها تم الاعتماد على المنهج التحليلي في دراسة العوامل المحددة والمتحكمة على قرار تمويل المؤسسة الفرع ، بالإضافة إلى تحليل وضعيتها المالية، وهذا بهدف تقييم وتقويم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الفرع، كما نشير إلى

قيامنا بمحاولة إسقاط الجزء النظري من دراستنا هذه على الواقع التطبيقي، من خلال دراسة حالة مؤسسة فرع، وذلك بالاعتماد بشكل أساسي على المنهج التحليلي.

وتجدر الإشارة أيضا إلى أن أهم الأدوات المستخدمة في دراستنا هذه هي:

-المراجع والمصادر المختلفة المتعلقة بموضوع التمويل والإدارة المالية، والتسيير المالي فضلا عن الاعتماد على الدارسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع، بالإضافة إلى استخدام بعض المجلات والمقالات المنشورة؛

- اعتماد أدوات التحليل المالي (مؤشرات التوازن والنسب المالية.)

8. تقسيمات البحث:

شملت الدراسة فصلين نظريين وفصل تطبيقي، ففي الفصل الأول تم عرض مختلف المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي، مع تبيان مختلف مكوناته وتكلفة كل منها، والتطرق لأهم النظريات التي عالجت الهيكل المالي، والوقوف على أهم محدداته. أما في الفصل الثاني فتم التعريف بمخلف المفاهيم المتعلق بالمؤسسة الفرع، مع لتطريق لمختلف الأدوات المستخدمة في تحليل الهيكل المالي بهدف تفسيره وابراز محدداته وكذا تأثيره على الوضعية المالية للمؤسسة. أما في الفصل الأخير فقمنا بإسقاط الجوانب النظرية في دراسة وتحليل الهيكل المالي لمؤسسة مركب الدواجن سكيكدة خلال الفترة 2011-2013.

تمهيد:

تعد مسألة التمويل من الاهتمامات المشتركة بين معظم المؤسسات الاقتصادية –العامة والخاصة منها الصغيرة والكبيرة –والتي تواجهها بدرجات متفاوتة، بسبب تعدد المصادر التمويلية المتاحة من ناحية، والتفاوت في مدى ندرتها أو وفرتها من ناحية أخرى، فضلا عن تكلفة الحصول على كل منها. الأمر الذي يستدعي وضع البرامج التشغيلية والاستثمارية ، ثم تحديد مصادر التمويل الضرورية لتنفيذ البرامج. ومن هنا يتحدد الهيكل المالي للمؤسسة ضمن السياسة المالية العامة التي تمثل تلك القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الاستراتيجية، وهذا ضمن القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية والإمكانيات المالية المتوفرة.

لهذا ارتأينا أن نقسم هذا الفصل إلى أربعة مباحث كالآتي:

- ✓ المبحث الأول: الاحتياجات والسياسات التمويلية والهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.
- ✓ المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، وتكاليفها.
- ✓ المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي.
- ✓ المبحث الرابع: محددات الهيكل المالي.

المبحث الأول: الاحتياجات والسياسات التمويلية والهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية:

تقع على عاتق الإدارة المالية كيفية الاختيار بين البدائل التمويلية المتعددة حسب ظروف المؤسسة وتكلفة كل بديل من عناصر التمويل، و ذلك بعد دراسة احتياجاتها المالية. وهنا تبرز أهمية التفرقة بين مختلفة السياسات المالية التي يمكن ان تنتهجها المؤسسة في سبيل توفير المزيج التمويل المناسب، والذي يحدد هيكلها المالي للمؤسسة.

المطلب الأول: الاحتياجات والسياسات التمويلية للمؤسسة الاقتصادية:

الفرع الأول: الاحتياجات التمويلية:

إن الغرض من الحصول على التمويل هو سد الاحتياجات المالية للمؤسسة سواء كانت احتياجات قصيرة الأجل والتي تخص دورة الاستغلال، أو احتياجات طويلة الأجل والتي تخص دورة الاستثمار، وتكمن أهمية التمويل لهاتين الدورتين كما يلي:

أولاً: الاحتياجات التمويلية الطويلة المدى:

تلجا المؤسسة إلى هذا النوع من التمويل لتغطية النشاطات الاستثمارية التي تقوم بها لفترات طويلة، وهذا لغرض الحصول إما على وسائل الإنتاج ومعدات وإما على عقارات مثل الأراضي، المباني الصناعية والتجارية والإدارية، ونجد أن المؤسسات تسعى للتمويل طويل الأجل بغرض تحقيق ما يلي :

- تمويل شراء الأصول الدائمة ذات العمر الطويل؛

- تمويل الجزء الدائم من رأس مال العامل، على أن يتم تمويل الجزء الأخر بالتمويل قصير الأجل؛

- تمويل ما يتم برمجته من استثمارات رأسمالية، وكذا التوسعات الطويلة الأجل للمؤسسة.

ثانيا: الاحتياجات التمويلية القصيرة المدى:

تلجا عادة المؤسسات إلى التمويل قصير الأجل لتمويل العجز في رأس المال العامل الناتج على نمو النشاط الداخلي للمؤسسة ، فأثناء دورة نشاطها – دورة الاستغلال – عليها أن تغطي مخزوناتها ومدينوها، ويعتبر الائتمان التجاري و الائتمان المصرفي من المصادر الرئيسية لهذا النوع من التمويل.[1]

وتلعب مصادر التمويل قصيرة الأجل دورا هاما في استمرارية النشاط وتوسيعه، حيث تعتبر هذه الأخيرة المحرك الأساسي للعمليات الجارية عن طريق تغطية جزء كبير من عناصر الأصول المتداولة. ولهذا فان هذا النوع من التمويل يعتمد على طبيعة عمل أو طبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة، وبالرغم من أن المؤسسات تتجنب عددا من المشاكل فيما لو أمكنها الحصول على تمويل طويل الأجل لتمويل احتياجاتها في الموجودات أو الأصول المتداولة إلى أنه رغم هذه الحقيقة ، فان المؤسسات تلجأ إلى التمويل قصير الأجل للأسباب التالية :[2]

- ضعف نسبة المخاطرة، وهو أمر يهم الدائنين، أي أن قصر فترة تسديد الدين تجعل المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم لضعف المخاطرة ولقابليتهم على التنبؤ بما يمكن أن يحدث فيما يتعلق بوضع المؤسسة، وبالتالي احتمالية حصولهم على أموالهم وفق الشروط المتفق عليها تكون عالية؛

[1] : منير إبراهيم الهندي ، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005 ،ص ص 6-7.

[2] : عدنان هاشم ، **أساسيات الإدارة المالية** ، مطبعة الزهراء ، بغداد ، 1997 ، ص 264.

– قد يكون الحصول على تمويل قصير الأجل اقل تكلفة من الحصول على التمويل متوسط أو طويل الأجل، لقصر فترة السداد ولضعف نسبة المخاطرة؛

– الحاجة للأموال في بعض المؤسسات الموسمية، لهذا تلجا هذه الأخيرة إلى البحث عن مصادر تمويل قصيرة الأجل لسد النقص الآني في السيولة وتمويل احتياجاتها الموسمية؛

– بعض حالات التمويل قصير الأجل تكون بدون فوائد، أي لا تتحمل المؤسسات أي تكلفة وذلك في حالات الشراء بالأجل على أن يتم التسديد بمدة معينة فإن لم يتم التسديد بالمدة المتفق عليها، فان ذلك يعني عدم تحميل المؤسسة أي تكلفة نتيجة لحصولها على ذلك الائتمان.

وحتى تحقق المؤسسة الاقتصادية الفعالية في اختيار واستخدام الأموال لتغطية هذه احتياجاتها، لابد من وجود دراسة مسبقة لمختلف مصادر التمويل ومختلف العوامل المؤثرة فيها، لاختيار التوليفة المناسبة، ولا يتم هذا إلا من خلال معرفة العوامل التي تدخل في تكوين الهيكل المالي للمؤسسة والتي سنحاول البحث فيها من خلال العناصر القادمة.

الفرع الثاني: السياسات التمويلية للمؤسسة الاقتصادية.

يمكن للمؤسسة توفير الأموال التي تحتاجها عن طريق مصادر متعددة ومن خلال استخدام أدوات مالية متنوعة، منها ما هو قصير الأجل ومنها ما هو طويل الأجل ومنها ما هو مقترض ومنها ما هو ممتلك، والسياسة المالية التي تعتمد عليها المؤسسة في تشكيل هيكلها المالي، هي تعبير عن مزيج من الأدوات المالية المستخدمة لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة.

أولا: السياسة المعتدلة في التمويل :

إن التمويل على أساس هذه السياسة يتبع مبدأ التغطية ويقتضي هذا الأخير بضرورة مواءمة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل، مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه. وطبقا لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة، من مصادر تمويل طويل الأجل كالقروض الطويلة الأجل و الأموال الخاصة، فليس من الحكمة أن يتم تمويل الأصل

الدائم من مصادر تمويل قصيرة الأجل كالقروض القصيرة الأجل، إذ هذا يعني أن تتعهد المؤسسة بسداد القرض المستخدم في تمويل الأصل، بمعدل أسرع من المعدل الذي يتحول به هذا الأصل إلى نقدية.[1]

أما فيما يتعلق بالأصول المؤقتة – الأصول المتداولة – التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة، فإنه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل. وبالتالي فإن مبدأ التغطية يبرز نقطة هامة، وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل القصير وبين مصادر التمويل الطويل يتوقف على هيكل الأصول المتداولة. فتطبيقا لمبدأ التغطية كلما زادت الأصول المتداولة المؤقتة، كلما زاد الاعتماد على الخصوم المتداولة –مصادر قصيرة الأجل– في التمويل. فمن غير المنطقي أن تمويل الإدارة المالية هذه الاستثمارات القصيرة الأجل بمصادر تمويل طويلة الأجل، وان تم ذلك، فإنه يعني أن تتحمل الإدارة المالية تكاليف إضافية متمثلة بمدفوعات الفوائد الإضافية لأموال لا حاجة لهم. الأمر الذي يترك آثار سلبية على مستوى ربحية الاستثمار[2] –أي ربحية المؤسسة–.

ورغم سلامة هذه السياسة من ناحية تأثيرها على ربحية المؤسسة إلا أن هذه السياسة تتجاهل مدى ميل إدارة المؤسسة لتحمل المخاطر، وبالتالي نستخلص أن مضمون هذه السياسة سوف يجعل من مخطر التمويل الذي تتعرض له الإدارة المالية في حدود مقبولة، كما أنه يضمن عائدا مقبولا أيضا ويحافظ على ربحية معتدلة.

ثانيا: سياسة التمويل المتحفظة:[3]

حسب ما سبق مبدأ التغطية، فالأصول الدائمة ينبغي تمويلها من مصادر طويلة الأجل، والأصول المؤقتة ينبغي تمويلها من مصادر قصيرة الأجل. غير أن هذا الوضع نادر الحدوث، فقد تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، ومن ثم فقد تذهب في الاعتماد مصادر التمويل طويلة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول المؤقتة، وفي محاولة لتخفيض مخاطر العسر المالي رغم ما لذلك من أثر عكسي على العائد.

[1] : حمزة محمود الزبيدي، **أساسيات الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوا رق للنشر والتوزيع، عمان، 2006 ، ص 193.

[2] : حمزة محمود الزبيدي، **أساسيات الإدارة المالية**، مرجع سبق ذكره، ص 194.

[3] : منير ابراهيم الهندي، **الادارة المالية : مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1999، ص ص 225–227.

ولهذا فإن هذه السياسة تعتبر متحفظة لأن الإدارة المالية تسعى إلى تمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة بمصادر تمويل قصيرة الأجل، وهذا التصرف يعني انخفاض حجم الالتزامات المستحقة على المؤسسة مما يعني تعزيز لسيولتها. ويساعد هذا النمط التمويلي أيضا في الحصول على مصادر التمويل طويلة الأجل في الأوقات المناسبة عندما تنخفض تكلفتها، ومن جانب آخر فان الاعتماد على مصدر التمويل الطويل الأجل لتعويض الانخفاض في حجم الخصوم المتداولة، من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض معدل العائد على الاستثمار، نظرا لأن تكلفة التمويل طويلة الأجل تفوق تكلفة التمويل قصير الأجل.

وعموما فإن درجة المخاطرة في هذه السياسة سوف تكون بحدودها الدنيا، إلا أن عائد المؤسسة سوف يكون أيضا منخفض بسبب الارتفاع في تكاليف القروض الطويلة الأجل، بمعنى آخر فإن هذه السياسة سوف تخفض العائد وتخفض المخاطر.

ثالثا: سياسة التمويل الجريئة:[1]

إذا ما تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها ستلجأ إلى اعتمادها على مصادر التمويل القصير الأجل إلى حد استخدامه في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملا على زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر.

إن ازداد حجم الاعتماد على الخصوم المتداولة على حساب الخصوم غير المتداولة. من شأنه أن يؤدي إلى إضعاف مركز المؤسسة من حيث السيولة، أي يؤدي إلى زيادة مخاطر العسر المالي. ومن ناحية أخرى، فإن زيادة درجة الاعتماد على الخصوم المتداولة لتعويض انخفاض في درجة الاعتماد على الخصوم غير المتداولة وحقوق الملكية، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة العائد، نظرا لانخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل، باختصار تؤدي السياسة الجريئة إلى زيادة المخاطر وزيادة العائد أيضا.

المطلب الثاني: مفهوم الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية:

الفرع الأول: تعريف الهيكل المالي:

[1] : منير ابراهيم الهندي، **الادارة المالية : مدخل تحليلي معاصر**، مرجع سبق ذكره، ص ص 227-228.

هناك عدة تعاريف للهيكل المالي، حيث يعرف الهيكل المالي على أنه " تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم و حقوق الملكية "[1]، و حسب هذا التعريف، الهيكل المالي هو مجموع قرارات التمويل التي تنعكس في الجانب الأيسر في الميزانية و هذا من الناحية المحاسبية.

و يعرف أيضا بأنه " يتكون من جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل"[2]، و بالتالي عرف الهيكل المالي هنا على أساس مصادر التمويل التي تمول المؤسسة بها نشاطها، من أموال قصيرة و طويلة الأجل، و الأموال المقترضة و الممتلكة.

وتجدر الاشارة إلى أن تباين تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة ترجع لاختلاف كل مصدر تمويلي عن الآخر فلكل نمط من التمويل درجة مخاطرة و تكلفة تمويل معينين، و عليه يتوجب على المؤسسة حسن اختيار هيكلها المالي في ضوء العائد المطلوب و الخطر الممكن قبوله، الذي يندرج ضمن السياسة المالية للمؤسسة.

مما سبق يمكن اجمال تعريف الهيكل المالي للمؤسسة بأنه الصورة التي تعكس تركيبة المصادر التمويلية لمختلف أصولها.

الفرع الثاني: تعريف هيكل رأس المال:

يتعلق هيكل رأس مال المؤسسة بمصادر التمويل الطويلة الأجل والدائمة كالديون الطويلة الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل.

و بالتالي فهيكل رأس مال المؤسسة هو جزء من هيكلها المالي، فهو تركيب للأموال المملوكة للمؤسسة (رأس المال، الاحتياطات و الأرباح المحتجزة) والقروض الطويلة الأجل كجزء من التركيب المالي ومصدراً مهماً من مصادر تمويل المؤسسات الكبيرة.

[1] : عدنان تايه النعيمي و ارشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوري، الأردن، 2009 ، ص 349.

[2] : عبد الغفار الحنفي ورسمية زكي قرياقص، **الإدارة المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2002 ، ص،128 .

ومع ذلك قد يرى البعض ضرورة استبعاد الخصوم المتداولة من الهيكل المالي على أساس كونها تمويل مؤقت، وهم بذلك من يفضلون استخدام مفهوم هيكل رأس المال بدلا من اصطلاح الهيكل المالي. ومن ناحية أخرى، قد يؤيد البعض ضرورة إدخال الخصوم المتداولة في مكونات التمويل خاصة في المؤسسات الصغيرة أو التجارية وذلك على أساس أن هذه المؤسسات تعتمد بشكل كبير على الخصوم القصيرة الأجل، لذلك فهؤلاء يفضلون استخدام مصطلح الهيكل المالي بدلا من هيكل رأس المال.[1]

من هنا يتضح الفرق بين المصطلحين، فالأول الهيكل المالي و الذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني هيكل رأس المال و الذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة و الذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل و الأسهم و حق الملكية و يستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل. وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعتبر جزءا من الهيكل المالي للمؤسسة.

الفرع الثالث: أمثلية الهيكل المالي:

إن هدف المدير المالي عند اتخاذه للقرارات التمويلية هو التوصل إلى ذلك المزيج التمويلي الذي يعظم إجمالي القيمة السوقية للمؤسسة، هذا الهدف يتفق مع هدف تعظيم ثروة المساهمين وفي حالة الوصول إلى هذا المزيج نكون بصدد ما يعرف بالهيكل المالي الأمثل.

لذلك فهيكل التمويل الأمثل يتحدد اختياره وفقا لمعيار أقصى ربحية ممكنة الذي يتوقف تحقيقه مستقبلا على بعض القيود المرتبطة مباشرة بالقيمة السوقية للأسهم. حيث أن عنصر الخطر الناجم من الاعتماد على القروض من شأنه أن يؤثر على الربحية في المستقبل، وهو ما يؤكد ضرورة العناية بكيفية اختيار الهيكل المالي في المؤسسة، حيث إن مثل هذا الهيكل يجب أن يحقق التوازن بين العائد وبين المخاطر المتعلقة بهيكل المالي ذاته ،أي بين الربحية والمخاطر المالية.[2]

لكن الجدير بالذكر هنا هو أن المؤسسة تنشط في بيئة اقتصادية يسودها عدم التأكد وما تفرضه هذه البيئة من قيود، لذا فإن القرارات التمويلية المتخذة في هذه البيئة ليست بالقرارات المثلى وإنما هي قرارات مناسبة ، وبالتالي لا يمكن التكلم هنا عن هيكل مالي أمثل بل الهيكل المالي المناسب.

المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، وتكاليفها.

[1] : فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسيوط ، مصر، ص ص 299-300.

[2] : المرجع نفسه، ص 300.

إن الهدف من التعرف على أنواع الأموال المتاحة وتحديد الخصائص المميزة لكل منها، هو إمكانية المفاضلة والاختيار من بينها بأفضل الشروط والوصول إلى هيكل التمويل الذي يتحقق معه الهدف الأساسي للإدارة المالية، وهو تعظيم قيمة المؤسسة.

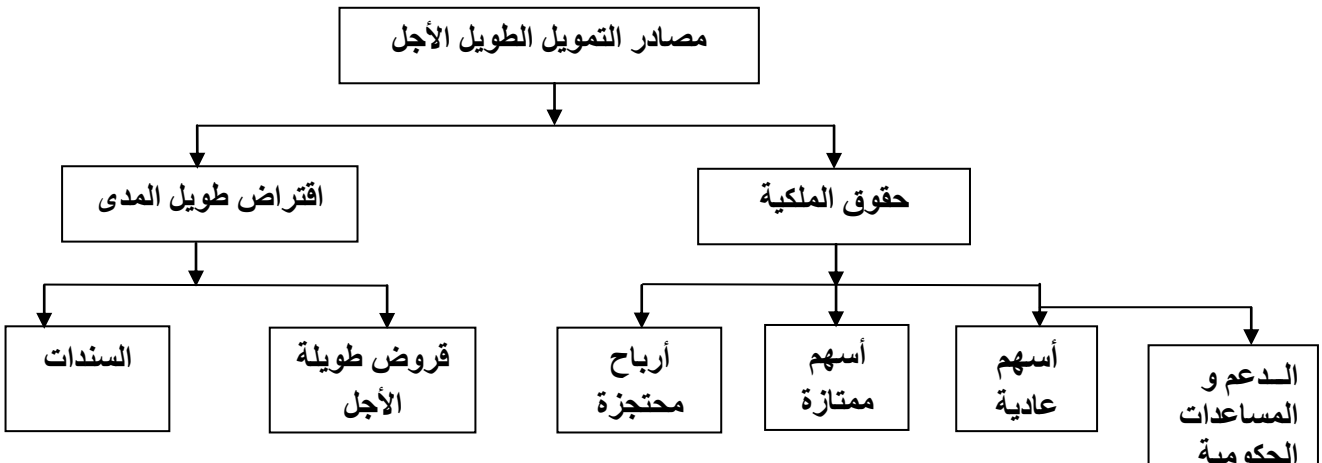
المطلب الأول: مصادر التمويل الطويلة والمتوسطة الأجل:

تنشأ الحاجة إلى مصادر التمويل الطويلة والمتوسطة الأجل ، نتيجة للتوسعات التي تنوى المؤسسات القيام بها . وهذا النوع من التمويل يستحق الدفع بعد فترة زمنية تزيد عن العام الواحد ، ومن ثم فالأفضل إنفاقه على الأصول الثابتة . ومن هنا تبدو الأهمية الكبيرة للتمويل طويل ومتوسط الأجل ، والذى كثيراً ما يحدد سرعة واتجاه نمو المؤسسات ، كما أن مهمة تدبيره تعد من المهام الأساسية للمدير المالي ، وذلك لتلبية احتياجات المؤسسة من الأموال المطلوبة سواء لعملياته الحالية، أو لأغراض التوسع والتحسينات .

الفرع الأول: مصادر التمويل الطويلة الأجل:

تظهر الحاجة إلى الحصول على موارد مالية طويلة الأجل من اجل توظيفها في الأصول والاستثمارات طويلة الأجل ولتلبية احتياجات المشروع من الأموال اللازمة للعمليات الحالية أو لأغراض التوسع. وتنقسم إلى قسمين أساسين تبعا لمصادر الحصول عليها، كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (1): مخطط توضيحي لمصادر التمويل الطويل الأجل.



المصدر: من إعداد الطالب.

أولاً: التمويل عن طريق حقوق الملكية :

وينقسم هذا النوع من التمويل كما هو موضح في الشكل السابق إلى: التمويل بالأسهم الممتازة، التمويل بالأسهم العادية والتمويل بالأرباح المحتجزة، إضافة إلى الدعم والمساعدات الحكومية.

1-1/ التمويل بإصدار الأسهم العادية:[1]

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في قيمة السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية.

السهم هو سند الملكية لحامله, و يتمتع صاحبه بحق التصويت في الجمعية العمومية، وحق الاطلاع على دفاتر المؤسسة, و المشاركة في الأرباح و الخسائر و حق البيع و التداول و تكون مسؤوليته محدودة حسب حصته في رأس المال. وحملة الأسهم العادية يتحملون أكثر المخاطر وبالتالي يطلبون معدل عائد مرتفع لأنهم آخر من يأخذ حصته (بعد الدائنين وحملة الأسهم الممتازة).

1-2: التمويل بالأسهم الممتازة:[2]

السند الممتاز سند ملكية لحامله، ويتمتع حامل السهم الممتاز بنفس المزايا و الحقوق التي يتمتع بها حمل السهم العادي (ما لم يكن هناك نص مخالف لذلك) . وللسهم الممتاز أيضا قيمة اسمية، و قيمة دفترية أو محاسبية (حقوق الملكية الممتازة ÷عدد الأسهم الممتازة)، و قيمة إصدار قد تفوق القيمة الاسمية (الحصول على علاوة الإصدار) أو تقل عنها (تتحمل المؤسسة خصم الإصدار) و تختلف السهم الممتازة عن الأسهم العادية في:

- لحامل السهم الممتاز الحق في استرجاع قيمة سهمه عند التصفية؛

- ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت (إلا في الحالات القصوى)؛

---

[1] : محمد يونس خان وهشام صالح غرايبه، **الادارة المالية**، مركز الكتب الأردني، الأردن، 1995، ص 192.

[2] : محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم الغبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الاسكندية، 2002، ص 34.

- عائد السهم الممتاز ثابت و لا يتأثر بالوضع المالي المؤسسة؛

- حامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي؛

- لإدارة المؤسسة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها (خاصة عندما تنخفض أسعار الفائدة)؛

- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة.

1-3 التمويل بالأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل للمؤسسة، وتمثل الأرباح المحتجزة "ذلك الجزء من الأرباح التي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة بغرض استثماره وتعتبر من أهم المصادر تمويل عمليات النمو والتوسع كما تستخدم في حالة المؤسسات التي تواجه ظروف اقتصادية متقبلة، وفي ظل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة، وإذا نجحت المؤسسة وحققت أرباحا تقوم عادة بتوزيع جزء منها والاحتفاظ بالجزء الأخر ليكون مصدرا لتمويل نمو المؤسسة وفي المؤسسات الناجحة يكون هذا المصدر على مدى سنوات أهم من رأس المال المقدم من طرف المساهمين.[1]

1-4 دور مخصصات الإهتلاك في التمويل طويل الأجل :

إن لمخصصات الإهتلاك وضفتين أساسيين هما :

- ☒ استرداد الأموال التي استثمرت بقصد تجديد القدرة الإنتاجية للمؤسسة أي أن الغاية الأساسية هي عدم فقدان رأس المال المستثمر.
- ☒ إن إعادة استثمار مخصصات الاستهلاك يساهم مساهمة فعالية في زيادة القدرة الإنتاجية للمؤسسة.

ومن خلال الوظيفتين السابقين نستطيع القول إن مخصصات الإهتلاك تحافظ على رأس مال المؤسسة من جهة وتزيد من قدرة المؤسسة الإنتاجية من جهة أخري وإذا اعتبرنا مخصصات الإهتلاك

[1] : محمد يونس خان و هشام صالح غرايبه، مرجع سبق ذكره، ص ص 202-203.

كعنصر من عناصر تكلفة السلعة المنتجة فإن هذه المخصصات ترافق عملية بيع السلع وتتدفق يوميا على صندوق المؤسسة لتزيد من قدرتها على التمويل الذاتي كما هو أن هذه المخصصات لا تخضع للضريبة وبالتالي يمكننا القول بأنه كلما زادت مخصصات الاستهلاك انخفاض مطروح الضريبة وأدى ذلك إلى تدعيم قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي.

1-5 الدعم والمساعدات الحكومية:

من الممكن أن تستفيد المؤسسات الاقتصادية من موارد مالية عن طريق المساعدات و الإعانات الممنوحة من طرف السلطات العمومية، و الهدف المتوخى من منح المساعدات و الإعانات إلى القطاع الاقتصادي هو المحافظة على التوازن العام للنشاط الاقتصادي وتستهدف المساعدات و الإعانات على وجه الخصوص المؤسسات الاقتصادية التي تنشط في بعض القطاعات الحساسة، التي تحقق مصالح عامة للمجتمع.

من بين أهم أهداف الإعانات و المساعدات المقدمة من طرف الدولة للمؤسسات الاقتصادية نذكر ما يلي:

-المحافظة على مناصب الشغل الحالية و محاولة خلق أخرى جديدة؛

-إنشاء مؤسسات اقتصادية جديدة؛

-تشجيع التطور العلمي و التكنولوجي ؛

-محاربة التلوث.

يتمثل الفرق بين المساعدات و التدعيم الممنوح من طرف الدولة يكمن في أن المساعدات يتم قبضها من طرف المؤسسة الاقتصادية من اجل هدف معين، أما التدعيم الحكومي عموما يدفع من طرف الدولة مباشرة لدائني المؤسسة.

إن المساعدات أو التدعيمات المقدمة من طرف الدولة تكتسي في معظم الأحيان طابع الأموال الخاصة لان المؤسسة ليست مطالبة بتعويضها ثانية للدولة.

ثانياً: الاقتراض طويل الأجل:[1]

ويمثل جزءا من التمويل طويل الأجل الذي يكون مصدره من خارج المؤسسة وينقسم إلى قسمين أساسيين هما: السندات والقروض طويلة الأجل.

2-1/التمويل بالقروض طويلة الأجل:

تحصل المؤسسة على القروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية، حيث يتم الحصول على القروض عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلالها انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما، و يتم سداد الفوائد بشكل دوري، فيما يتم استهلاك القرض على أقساط متساوية في تواريخ معينة أو قد يتم سداده مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه.

2-1-2/ عيوب الاقتراض كمصدر لتمويل:

ويمكن إجمالها في النقاط التالية:

-قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد وأصل الدين إلى تعرض المؤسسة إلى الإفلاس؛

-يؤدي الاقتراض إلى تعويض المؤسسة إلى نوع من المخاطر يطلق عليها المخاطر التالية: ففي حالة وجود القروض يترتب على انخفاض المبيعات بنسبة معنية انخفاض ربحية السهم العادي بنسبة أكبر؛

-القروض على عكس الأسهم لها تاريخ استحقاق ومن ثمة ينبغي على المؤسسة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامها في سداد الدين عندما يحل أجله؛

-قد يعطي عقد الاقتراض الحق المقترض في فرض القيود على المؤسسة ومن الأمثلة تلك القيود حظر على لحصول على قروض جديدة وحظر بيع وشراء الأصول الثابتة ومنع إجراء توزيعات أو على أقل تخفيض نسبتها؛

-لا تعتبر الاقتراض طويل الأجل متاحا للعديد من المؤسسات فالمؤسسات الصغيرة وبل بعض المؤسسات الكبيرة تجد صعوبة في الحصول على تلك القروض.

[1] : منير ابراهيم الهندي، الادارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، ص ص 548- 557.

2-2/ التمويل عن طريق السندات :[1]

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

عند إصدار سندات قد تشترط المؤسسة المصدرة أحقية استدعاء السندات أي إعادة شرائها، ويحصل حامل السند في العادة مقابل إعادة الشراء على قيمة تفوق القيمة الاسمية، فالفرق يسمى علاوة الاستدعاء (و العكس خصم الاستدعاء)، وتلجأ المؤسسات إلى ذلك حتى تستفيد من فرصة انخفاض أسعار الفائدة في السوق فتصدر سندات جديدة بمعدل فائدة أقل تعويضا للسندات السابقة ذات معدل الفائدة المرتفع.

*** مزايا التمويل عن طريق السندات:**

من المزايا التي تتحصل المؤسسة بلجوئها إلى إصدار سندات نذكر ما يلي:

- سهولة تحديد تكلفة التمويل بالسندات؛

- قلة تكلفة السندات مقارنة بتكلفة الأسهم العادية و الأسهم الممتازة؛

- في العادة لا يحق لحملة السندات المشاركة في الإدارة, فذلك يعطي مرونة أكبر عمل المسيرين؛

- تمثل تكلفة السندات عبئا، فتخصم مثل باقي الأعباء قبل تحديد الربح الإجمالي الخاضع للضريبة، مما يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي؛

- السندات محددة المدة و القيمة و الفائدة، فالمؤسسة عليها توقع الاحتياطي لاهتلاكها، وعليه فإنها تعتبر من مصادر التمويل المرنة التأثير على هيكل التمويل.

[1] : منير ابراهيم الهندي، الادارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، ص ص 557-559.

*** عيوب التمويل عن طريق السندات:**

من المساوئ التي تنجر عن اللجوء إلى التمويل بإصدار سندات نذكر:

– تكلفة التمويل من السندات تكلفة ثابتة واجبة الدفع مهما كان الوضع المالي للمؤسسة مما تزيد من المخاطر المالية إذا تعرضت المؤسسة لضائقة مالية؛

– إذا تعرضت المؤسسة إلى ضائقة مالية، فان دفع المؤسسة لمستحقاتها اتجاه حملة السندات يقلل من إيراد حملة الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم في السوق المالية؛

– التشريعات المالية في الكثير من البلدان تفرض نسبة معينة بين إجمالي الأموال الخاصة (حق الملكية) و إجمالي الديون وبالتالي تحد من مقدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض عن طريق السندات حماية لأموال المساهمين.

الفرع الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل:

عادة ما تكون استحقاقات التمويل متوسط الأجل واقعة بين التمويل طويل الأجل و التمويل قصير الأجل، وعندما يبدأ التمويل طويل الأجل لفترة تزيد عن خمس سنوات فمعنى ذلك أن التمويل المتوسط الأجل يمتد إلى خمس سنوات فقط. ومن أشكال التمويل متوسط الأجل[1]:

أولا: التمويل بقروض مباشرة متوسطة الأجل:

"تمنح مثل هذه القروض من قبل البنوك ، ويتم سدادها على مدار عدد سنوات القروض وتسمى أقساط خدمة هذه القروض اسم مدفوعات الإحلال أو الدفعات المستحقة، وعادة ما يكون ا لقرض مكفول بضمان معين ويتم سداده على دفعات من أجل حماية كل من المقرض والمقترض من خطر الانقطاع المفاجئ للمدين عن التسديد لأسباب مالية.

ثانيا: التمويل باستئجار عناصر الموجودات:

كان ظهور هذا النوع من التمويل في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1952 ثم شاع في الستينات في أوروبا. و يشمل هذا النوع من التمويل الحصول على المال على شكل أصل لازم في

[1] : محمد يونس خان و هشام صالح غرايبه، مرجع سبق ذكره، ص ص 192-194.

المؤسسة مقابل دفع قسط استئجار، وبموجب هذا النوع من التمويل لا يحتاج المستأجر إلا لدفع قسط شهري أو سنوي يتم الاتفاق عليه في عقد الإيجار، ليتمكن من الحصول على هذا الأصل الذي غالباً ما يكون مرتفع القيمة، قد يصعب على المستأجر دفع هذا المبلغ، دفعة واحدة.

ثالثا: الشراء بالتقسيط:

يعتبر هذا النوع من الشراء مصدراً للتمويل بمقدار القسط الذي لم يسدد حيث أن المؤسسة تحصل على الأصل وتستطيع استخدامه، ولكنها لم تسدد كامل ثمنه بل إنها تقوم بالسداد على دفعات محددة في فترات محددة وهذا يساعدها على التصرف بشكل مرن لأنها غير مجبرة على سداد كامل قيمة الأصل.

المطلب الثاني: مصادر التمويل قصيرة الأجل:

تعريف التمويل القصير الأجل بأنه ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالبا لتمويل العمليات التشغيلية –الجارية– التي تقوم بها المؤسسات، أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن سنة واحدة. مصادر التمويل قصيرة الأجل عديدة ويمكن تلخيصها في ما يلي:

الفرع الأول: الائتمان التجاري:[1]

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

–الائتمان التجاري الطويل و المتوسط الأمد الذي يمنحه بائعو الأصول الثابتة للمنشآت المشترية؛

–الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط أي الائتمان الذي يمنحه تجار التجزئة للمستهلكين.

والائتمان التجاري كمصدر للأموال الجارية يلعب دورا عظيم الأهمية في تمويل كثير من المشروعات؛ وخاصة تلك التي لا تستطيع استخدام المصادر الأخرى بسهولة وبعبارة أخرى يمكن الائتمان التجاري المؤسسة من شراء وتدبير احتياجاتها من المواد الأولية والمستلزمات السلعية والآلات والمعدات

[1] : منير ابراهيم الهندي، الادارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، ص ص 532-533.

...الخ من المؤسسة الأخرى، على أن يتم سداد قيمة الشراء في فترة لاحقة؛ وتظهر قيمة هذه المشتريات وتعامل في دفاتر المؤسسة المشترية محاسبيا كحساب الدائنين (الموردين).

ويجب ملاحظة إمكانية تقسيم الائتمان التجاري المقدم من طرف الموردين إلى قسمين هما:

- **الحساب الجاري (الائتمان التجاري المجاني):**

هو من أسهل أشكال الائتمان التجاري كونه يتميز بالبساطة وعدم تعقيد الإجراءات الخاصة بمنحه، إذ يتم منح الائتمان بعد التأكد من توفر الحساب الجاري لدى العميل، وكونه يتمتع بملاءة مالية جيدة وسمعة في السوق وقدرة على التسديد.

ويتم التعامل بمثل هذا النوع من الائتمان بواسطة أجهزت الاتصال المتاحة أي من خلال استعمال الهاتف والفاكس دون توقيع أي مستند أو مطالبة العميل بتقديم أي وثيقة أو ضمانات وتعد الفاتورة ضمان لتحديد مبلغ الائتمان لصالح المورد، يتم سداده في موعد استحقاق حسب ما هو متفق عليه ، وتظهر في ميزانية المورد والعميل في حسابات الذمم المدينة والدائنة.

أوراق الدفع أو الكمبيالات (الائتمان التجاري المكلف):

وهي وثيقة يتعهد بموجبها محررها القيام بتسديد مبلغ البضاعة الموردة إليه في تاريخ محدد، وتعتبر هذه الوثيقة دليل قانوني على مديونية العميل للمورد لا يمكن إنكارها، إذ يتم استخدام الكمبيالات أو السند الأذني لإثبات عملية البيع على الحساب.

ورغم أن المؤسسات الصناعية قد لا تعتمد اعتماد كبيرا على الائتمان التجاري مقارنة مع منشآت تجارة الجملة والتجزئة، إلا أن منح الائتمان التجاري في جميع المراحل من المنتج المستهلك يعتبر أحد المظاهر المهمة للنظام التجاري الحديث، وبينما يعتمد على القروض المصرفية بأنواعها المختلفة لتمويل هذه العمليات إلا أن الائتمان التجاري دورا كبير الأهمية وخاصة بالنسبة للمشروعات الصغيرة الحجم، ويعود ذلك لعدة أسباب منها عامل التكلفة، عدم وجود بديل أخر لتمويل (المصدر الوحيد المتاح)، سهولة الحصول عليها (شروطه ليست كشروط القروض) وكذلك مرونته.

الفرع الثاني: الائتمان المصرفي:[1]

تتمثل في قروض قصيرة الأجل التي تمنحها البنوك التجارية عادة إلى المؤسسات الاقتصادية، وتكون آجالها لمدة لا تتجاوز السنة الواحدة، وتلجأ المؤسسات لمثل هذه القروض لمواجهة صعوبات مالية مؤقتة، ويمكن تأخذ القروض المصرفية الأشكال التالية:

1 تسهيلات الصندوق:

يمنح هذا النوع من القروض للحد من صعوبات السيولة المؤقتة التي تواجهها المؤسسة، وعادة ما تنجم هذه الصعوبات عن الفارق الزمني الموجود بين التدفقات النقدية الخارجة والداخلة، فتهدف تسهيلات الصندوق على أن تبقي رصيد المؤسسة دائنا لحين أقرب فرصة تتم فيها عملية التحصيل لصالح المؤسسة فيتم اقتطاع مبلغ القرض. ولا تتجاوز في الأحوال العادية مدة هذا القرض بضعة أيام من الشهر.

2 السحب على المكشوف :

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

3 القروض الموسمية:

تمارس بعض المؤسسات الاقتصادية أنشطة موسمية، وهو ما يجعل مدخلاتها النقدية غير موزعة بشكل منتظم على طول السنة، وأحسن مثال على ذلك هي الأنشطة الفلاحية التي نلاحظ فيها فارق زمني

[1] : منير ابراهيم الهندي، الادارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، ص ص 533-537.

كبير بين التدفقات النقدية الخارجة التي تحدث على طول السنة، والتدفقات النقدية الداخلة التي تحدث مرة في السنة ؛ في مدة زمنية لا تتعدى الشهر الواحد. هذا ما يخلق عجز مؤقت لخزينة المؤسسات الممارسة لأنشطة موسمية، فتلجأ إلى طلب التمويل عن طريق القروض الموسمية والتي صممت لحل مشكلة هذه الأنشطة، ويشترط البنك لمنح هذه القروض مخطط للتمويل يوضح التوزيع الزمني للتدفقات النقدية لهذا النشاط.

4 التمويل بضمان المخزون:

أصبحت القروض المضمونة بالمخزون مصدرا هاما للتمويل قصير الأجل خاصة لتمويل المشاريع المتعلقة بتخزين أو صنع أو نقل بضائع الشركات المقترضة يعني هذا النوع " الحصول على تمويل برهن كل أو جزء من المخزون لصالح المقرض وبذلك يحدد هذا الأخير نسبة الأموال التي يقرضها مقارنة بالمخزون سواء بالنسبة للتكلفة أو القيمة السوقية وتكلفة هذه الأموال وتختلف هذه النسبة حسب نوعية المخزون

5 قروض المقاولين:

توفر البنوك التجارية للمقاولين قروضا لتمويل مراحل (أعمال)محددة من مشروعات الأعمال المتعاقدين عليها، وهي أعمال محددة القيمة والوقت اللازم للتنفيذ ويكون في استطاعة المقاولين تسديد القروض على أقساط من الدفعات التي يستلمونها مقابل كشوفات إنجاز مراحل المشروع.

6 التمويل بضمان الحسابات المدنية:

وهنا يمكن للمؤسسة أن تقترض من البنك بضمان حساباتها المدنية حيث تقوم بتخصيص متحصلاتها من هذه الحسابات لصالح البنك وفي نفس الوقت تظل هذه المؤسسة ملتزمة تجاه البنك بتسديد أية حسابات مدينة تتخلف عن الدفع ومن المعلوم أن البنك لا يقرض إلا بنسبة (80مثلا)من قيمة الحسابات المدنية المرهونة وهناك بديل آخر لهذا النوع من التمويل وهو قيام المؤسسة ببيع فاتورة هذا الحساب المدين للبنك المقرض ويسمي هذا البديل بيع الفواتير حيث يتم البيع بخصم من قيمتها الاسمية عوضا من رهنها لأمره، بذلك تصبح الملكية القانونية لهذه الحسابات عائدا للمصرف وليس للمؤسسة ولكن يلاحظ أن تكاليف التمويل في ظل البديل الأخير قد تكون مرتفعة لما تتضمنه من خطر الحسابات المدينة بالإضافة إلى مقابل معدل الفائدة المحسوب.

المطلب الثالث: تكلفة تمويل المؤسسة الاقتصادية:

تعتبر تكلفة الأموال بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على لاستثمار، فلتقدير تكلفة رأس المال أهمية بالغة في اتخاذ قرارات تكوين الهيكل المالي، فالهيكل المالي المناسب هو الذي يحقق أدنى تكلفة. وبالتالي سنحدد تكلفة كل مصدر من المصادر التمويل وصولا إلى التكلفة الكلية التي تشمل مختلف المصادر.

الفرع الأول: العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال:[1]

تتأثر تكلفة الأموال بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة للهيكل المالي وبعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حدا، كما تتأثر تكلفة الأموال كذلك بالقرار المحدد للخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه وفيما يلي نتعرض لهذه العوامل بشيء من التفصيل.

1/ تأثير العوامل العامة:

يتوقع المستثمرون الذين يزودون المؤسسة بالأموال(ملاك ودائنين)الحصول على عائد يكفي لتعويضهم من مجرد حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق منافع حاضرة نظرا لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار كما يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم ويعتبر الجزء الأول من العائد تعويض للمستثمر عن عنصر الزمن، إذ أنه عائد يحصل عليه كتعويض عن تأجيل الحصول على إشباع من أموال يمتلكها، وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه لو أنه استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأية مخاطر، وهو ما يعادل العائد المتوقع على سندات حكومية لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة وهو ما يطلق عليه بمعدل العائد الاستثمار الخالي من المخاطر، ويتوقف هذا العائد الذي يعتبر بالنسبة للمؤسسة جزء من تكلفة أي مصدر تمويل على الحالة الاقتصادية فكلما زاد الطلب على الأموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر والعكس صحيح. أما بالنسبة للجزء الثاني من العائد الذي يحصل عليه المستثمر كتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها العائد من الاستثمار ذاته، فيطلق عليه بدل المخاطرة.

ولكن ما هو الموقف بالنسبة لمخاطر التضخم يؤكد بيتي وزملاؤه على أن معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ينبغي أن يتضمن جزء إضافي لتعويض المستثمر على مخاطر انخفاض

[1] : منير ابراهيم الهندي، الادارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، ص ص 561-563.

القدرة الشرائية للأموال المستثمرة، وهم بذلك ينظرون إلى بدل المخاطرة على أنه تعويض عن المخاطر التي تتعلق بالمؤسسة ذاتها وهي مخاطر التشغيل والمخاطر المالية. كما ينظرون إلى معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر على أنه معدل العائد الخالي من مخاطر التشغيل والمخاطر المالية وبذلك يجب أيضا أن يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر التضخم، وهذا بالطبع لا يغير من طبيعة هذا العائد إذ مازال تعويضا عن عنصر الزمن وما يخبئه من مخاطر قد يتعرض لها العائد .

وإذا ما اتفقنا على هذا فإن تكلفة عنصر الزمن يمكن التعبير عنها بالمعادلة الموالية:

$$ف = ج + خ$$

حيث أن "ف"تمثل العائد مقابل عنصر الزمن أي معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر والذي يتكون من جزئين هما:

ج: جزء لتعويض المستثمر عن تأجيله إشباع حاجات أم منافع حاضرة من أجل الاستثمار؛

خ: مخاطر أخرى ترتبط بالزمن وهي مخاطر التضخم.

2/ عوامل خاصة بكل عنصر:

تتفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على فوائد دورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح من عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس، ويأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر من حملة الأسهم العادية فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على نصيبهم من الأرباح الموزعة أوفي حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس وهكذا يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة يتحملون مخاطر أكبر مما يتحمل الآخرون ونظرا إلى أن التكلفة التي تدفعها المؤسسة (العائد الذي يتحصل عيه المستثمرون)تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة فما المتوقع أن يكون الاقتراض هو أقل مصادر التمويل تكلفة وأن تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة بينما تأتي الأسهم الممتازة في منتصف الطريق.

3/ قرار المؤسسة بهيكل الرأس المالي:

عادة ما تضع المؤسسات سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه هيكل الرأس المالي ونسبة كل عنصر فيه تقرر المؤسسة مثلا الاعتماد على القروض والحقوق في التمويل استثماراتها وبهذا تستبعد الأسهم الممتازة كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه في تمويلها وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة الاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا لقرار المؤسسة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه.

الفرع الثاني: تقدير تكلفة عناصر التمويل:

1/ تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل:

1-1/ تكلفة الاقتراض طويل الأجل:[1]

وتتمثل تكلفة الإقراض في المعدل الفعلي للفائدة والذي تدفعه المؤسسة للمستثمر وهو ما يعرف بالتكلفة الظاهرة ويمكن تقديره بالعلاقة التالية:

$$C0=Ct/(1+Ki)t$$

C0: مبلغ القرض؛

C: مبلغ التدفقات الخارجة للسنةt ويعادل (القرض + الفوائد)؛

Ki: سعر الفائدة الظاهري.

ومنه: $$C0/\ Ct = (1+Ki)t$$

وبالتالي فإن تكلفة الاقتراض هي المعدل الذي يحقق المساواة بين التدفقات الخارجة للقرض، أما التكلفة الحقيقة التي تتحملها المؤسسة فعليا بعد فصل الوفورات الضريبية وتعطى بالعلاقة التالية:

$$KP= Ki\ (1- t)$$

t: معدل الضريبة.

[1] : منير ابراهيم الهندي، الادارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص ص 565-567.

KP: معدل الفائدة الفعلي.

1-2/ تكلفة الأسهم العادية:[1]

تتمثل في الحد الأدنى للعائد على الاستثمارات الجديدة الممولة بإصدار أسهم جديدة، و هو المعدل الذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم بدون تغير و تتحدد تكلفة السهم العادي حسب نموذج جوردن كما يلي :

$$r\% = bi / (fi \cdot si) \times 100\% + t$$

حيث:

r : تكلفة السهم العادي؛

bi : الأرباح المتوقعة توزيعها سنويا عن ملكية السهم الواحد؛

fi : قيمة إصدار السهم للسهم العادي؛

si : مصاريف الإصدار السهم الواحد؛

t: معدل نمو الأرباح (تمثل الأرباح الإضافية التي تخص المساهمين العاديين).

1-3/تكلفة التمويل من الأسهم الممتازة :

يمكن الوصول إلى تكلفة التمويل من الأسهم الممتازة و تصاغ تكلفة الأسهم الممتازة بالعلاقة التالية:

$$r = bi / (fi \cdot si) \times 100\%$$

وكذلك يمكن حساب تكلفة السهم الممتاز كما يلي:

$$KP = D/I0$$

KP: تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة؛

[1] : منير ابراهيم الهندي، الادارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 578.

D: حصة الأسهم الممتازة من الأرباح؛

I0: القيمة الاسمية للسهم الممتاز ؛

1-4/تكلفة الأرباح المحتجزة :

يعتقد البعض أن الأرباح ليس لها تكلفة لكن هذا غير صحيح لأنها أصلا من حق أصحاب الأسهم العادية ولا يتم احتجازها إلا بعد موافقتهم، وبالتالي تكلفة الأرباح المحتجزة هي نفس تكلفة الأسهم العادية لكن ينبغي طرح الضريبة منها لأنها لا تخضع لها.

2/ تكلفة مصادر التمويل متوسطة الأجل:[1]

2-1/ تكلفة القروض المتوسطة الأجل:

تكلفة القروض المتوسطة الأجل تحسب بنفس طريقة القروض الطويلة الأجل والفرق الوحيد يكمن في المدى الزمني.

2-2/ تكلفة التمويل التأجيري:

و هو معدل العائد الأدنى الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة التمويل التأجيري, وهو المعدلr الذي تتساوى فيه القيمة الحالية التي تتحملها المؤسسة مع القيمة الحالية للدفعات (بعد خصم الضريبة) مضافا إليه ما تفقده المؤسسة من اقتصاد الضرائب على الاهتلاكات) خلال مدة عقد التمويل التأجيري مضافا إليه قيمة إعادة الشراء الأصل في نهاية عمره الاقتصادي، وتحسب تكلفة التمويل بالصيغة التالية:

$$V0= \quad Li(1-T) + AiT / (1+r)i + Rn / (1+r)i$$

حيث تمثل:

v0 : القيمة الحالية الصافية للاستثمار (قيمة التجهيزات و الآلات).

Li: الدفعة (الإيجار أو التأجير) التي سوف تدفع في السنة i.

[1] : منير ابراهيم الهندي، الادارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 579.

T: معدل الضريبة على أرباح المؤسسات.

Ai : الاهتلاكات السنوية للأصل فيما لو كانت المؤسسة مالكة له.

Rn: القيمة المتبقية من الأصل في نهاية العقد.

r:تكلفة الاستئجار (معدل العائد المساوي بين قيمة الأصل وقيمة التدفقات الحالية لعناصر الأصل المستأجر).

3/ تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل:[1]

3-1/ تكلفة التمويل في حالة الائتمان التجاري:

تتوقف قيمة تكلفة التمويل باستخدام الائتمان التجاري على الشروط الائتمانية التي يضعها المورد لمنح هذه التسهيلات الائتمانية، ففي ظل غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويلي بدون تكلفة تذكر .

غير انه قد ينقلب إلى مصدر تمويلي مرتفع التكلفة إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه وتلتزم بالشروط الائتمانية التي حددها المورد، فعندما تمر الفترة المقررة لإعادة سداد الائتمان التجاري دون قيام المؤسسة بالسداد، قد يترتب عليه تدهور سمعة المؤسسة في السوق وقد ينتهي بها الأمر إلى الخروج كلية من السوق.

وفي حالة ما إذا كان الائتمان التجاري الممنوح من المورد يتضمن شرطا يقضي بمنح خصم نقدي للعملاء في حالة السداد خلال فترة معينة، فإن البند الرئيسي في تكلفة الائتمان في هذه الحالة تتوقف قيمته على إمكانية حصول المؤسسة على هذا الخصم من عدمه، فإذا التزمت المؤسسة بالسداد خلال فترة الخصم النقدي وبالتالي تكلفة الائتمان التجاري في هذه الحالة تكاد منعدمة، فيما تزيد تكلفة الائتمان التجاري عندما تقوم المؤسسة بسداد مستحقاتها بعد انتهاء الفترة المقررة لمنح الخصم النقدي. وهذا ما تبينه العلاقة التالية:

تكلفة الائتمان التجاري = معدل الخصم النقدي x $\frac{360}{\quad}$.

[1] :منير ابراهيم الهندي، الادارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 570.

فترة الائتمان – فترة الخصم

2 – تكلفة الائتمان المصرفي:

تتمثل تكلفة الائتمان المصرفي في المعدل الفعلي للفائدة، والذي بدوره يؤدي إلى تخفيض كلفة القروض، وقد جاءت هذه الميزة الضريبية نظرا لاعتبار فوائد القروض ضمن الأعباء المالية التي يتحملها عند حساب الأرباح والخسائر، مما يحقق وفرات بسبب انخفاض مقدار الربح الخاضع للضريبة بمقدار الفائدة، وهذا يعني تحمل المنشأة لمقدار اقل من الضريبة، وتحسب تكلفة الاقتراض حسب المعادلة التالية:

كلفة الائتمان المصرفي = الفائدة السنوية (1 – معدل الضريبة)

المبلغ المقترض .

الفرع الثالث: التكلفة الكلية لمصادر تمويل المؤسسة.

عادة ما تلجأ المؤسسات إلى عدة أنواع من مصاد التمويل، ويكون لكل عنصر تكلفة معينة ونادرا ما تتساوى تكلفة العناصر كلها مع بعضها. ولذلك سنبحث الان عن كيفية حساب التكلفة الاجمالية للأموال. والتكلفة الاجمالية هي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة للأموال. والمقصود بكلمة المرجحة في هذا المجال، هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل من الهيكل الكلي للأموال. وبالتالي يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزن معين مقابل مصادر المويل الأخرى.[1]

وتحسب تكلفة رأس المال بالعلاقة التالية:[2]

$$CMP = t[VCP/(VD+VCP)] + i[VD/(VD+VCP)]$$

حيث أن:

CMP: التكلفة الوسطية المرجحة وهي عبارة عن تكلفة رأس المال.

VCP : قيمة للأموال الخاصة.

[1] : محمد يونس خان وهشام صالح غرايبة، مرجع سبق ذكره، ص 178.

[2] : دادن عبد الوهاب، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي : الاسهامات النظرية الأساسية**، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة، 2006، ص ص 107-108.

: VD قيمة الديون.

: t تكلفة الأموال الخاصة.

: i تكلفة الاستدانة بعد الاقتصاد في الضريبة.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي:

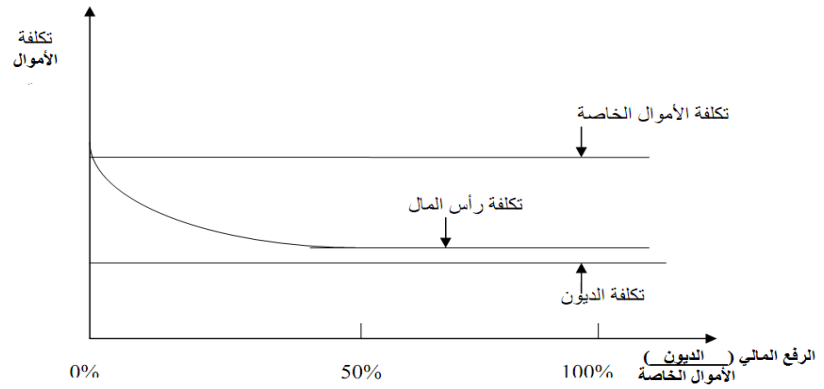
تعد مسألة اختيار تركيبة الهيكل المالي من بين النقاط التي تثير جدلا حادا بين المختصين في مالية المؤسسة منذ قرابة ستين عاما، و هذا ما يعد سببا لظهور العديد من النظريات التي تهتم بالهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية. وتسعى معظم مداخل الهيكل المالي إلى توضيح العلاقة التي تربط بين درجة الرفع المالي(الاستدانة)، القيمة السوقية للمؤسسة و تكلفة الأموال. للتفصيل في هذه العلاقة نحاول من خلال هذا المبحث التركيز على أهم النظريات التي عالجت الهيكل المالي.

المطلب الأول: المنظور التقليدي:

الفرع الأول: نظرية الربح الصافي:

يعتمد هذا المدخل على افتراض أساسي هو أن تكلفة كل من الأموال الخاصة والديون ثابتة لا تتغير وليس لها علاقة بهيكل رأس المال، وهذا يعني أن ارتفاع أو انخفاض نسبة الرفع المالي (نسبة الاقتراض) في هيكل رأس المال لا يترتب عليهما ارتفاع أو انخفاض في تكلفة الأموال الخاصة أو القروض، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة فإن الاعتماد على الاقتراض في التمويل بنسبة أكبر من الأموال الخاصة يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للأموال.[1] وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة.

الشكل رقم (2): العلاقة بين نسبة الديون وتكلفة الأموال حسب نظرية الربح الصافي.



[1] : الحناوي محمد صالح وأخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص341.

المصدر: الحناوي محمد صالح وأخرون، **أساسيات الإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001 ، ص341.

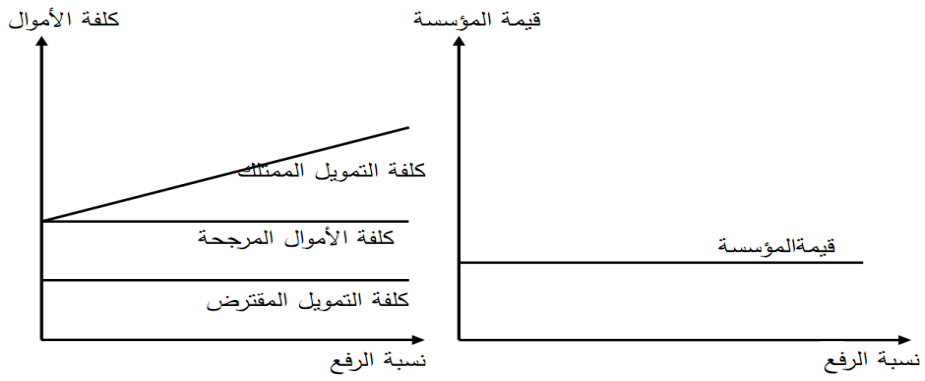
نلاحظ من خلال الشكل أن تكلفة رأس المال تنخفض كلما زادت نسبة الديون إلى الأموال الخاصة، وتستمر هذه التكلفة في الانخفاض إلى أن تصل إلى أدناها وتصبح مساوية إلى الديون وبالتالي فإن أفضل هيكل مالي للمؤسسة حسب هذه النظرية هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة من الديون.

الفرع الثاني: نظرية ربح الاستغلال.

على عكس المدخل السابق، يؤكد مؤيدي نظرية صافي الربح الاستغلال –التشغيلي– في صياغة الهيكل المالي إلى أن التغير في الرفع المالي لا يسبب أي تغير في تكلفة الأموال المرجحة ولا في القيمة السوقية للمؤسسة والتي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية. وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة سوف تكون مستقلة عن أي تغيرات في الهيكل المالي وهي أيضا مستقلة عن تأثيرات تكلفة الأموال المرجحة.[1]

إن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي أي زيادة حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك) وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لابد وان يطلبوا معدل العائد المطلوب يمثل تكلفة التمويل الممتلك لذلك فان تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي، حيث إن الارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك يعوضه الانخفاض في تكلفة التمويل المقترض الأمر الذي يجعل تكلفة الأموال المرجحة ثابتة لا تتغير والقيمة السوقية للمؤسسة ثابتة لا تتغير أيضا.[2] وهذا ما يبينه الشكل التالي:

الشكل رقم (3): العلاقة بين نسبة الديون وتكلفة الأموال حسب نظرية الربح الصافي.



[1] : عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قرياقص، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، دار الجامعية الاسكندرية، 2004 ، ص 194.

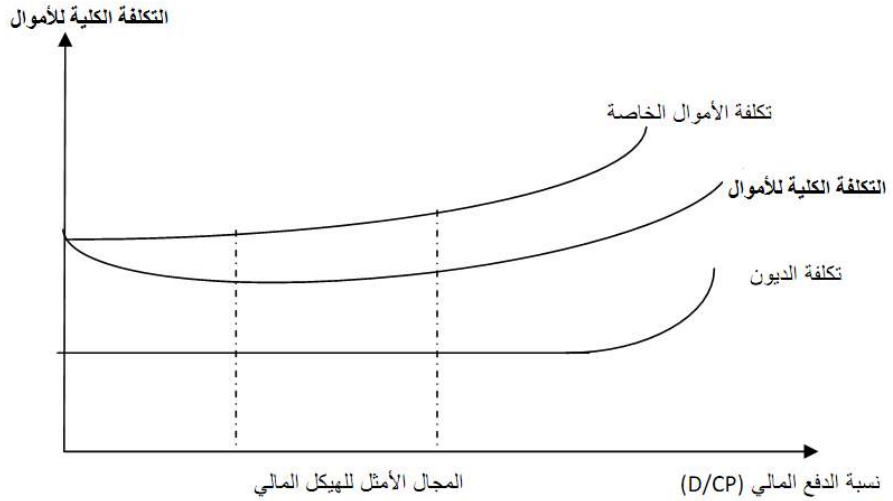
[2] : حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 769.

المصدر: منير إبراهيم هندي, الفكر الحديث في مجال التمويل, مؤسسة المعارف، الاسكندرية، 1998، ص185.

الفرع الثالث: النظرية التقليدية:

تؤكد هذه النظرية على وجود هيكل مالي أمثل ينشأ عن نقطة استدانة مثلى ويتكون من تشكيلة مميزة من الأموال الخاصة والديون، هذه التشكيلة تجعل من التكلفة الكلية للأموال في حدها الأدنى لتكون قيمة المؤسسة في حدها الأقصى. حيث أن تكلفة الديون تضل ثابتة لمستويات عالية من نسبة الاستدانة بالهيكل المالي للمؤسسة إلا أن هذه التكلفة تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من نسبة المديونية.[1] كما أن تكلفة الأموال الخاصة سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الاستدانة وذلك بسبب زيادة درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون،[2] ينتج عن ذلك مجال أمثل تكون فيه تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون ثابتتين ونسبة الأموال الخاصة أكبر من نسبة الديون وبالتالي ارتفاع نسبة الاستدانة سوف يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للأموال.[3] ويتضح ذلك جليا بالشكل التالي:

الشكل رقم (4): الهيكل التمويلي الأمثل حسب النظرية التقليدية.



المصدر :الزبيدي حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، دار الوراق ، الأردن، 2008 ، ص 550.

[1] : عبد الغفار حنفي وآخرون، **أساسيات التمويل والإدارة المالية** ، مرجع سبق ذكره، ص 195

[2] : محمود حمزة الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، مرجع سبق ذكره، ص 778

[3] : إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، **التسيير المالي : دروس وتطبيقات**_، الطبعة الأولى ، دار وائل، الأردن، 2002، ص ص 352-355.

المطلب الثاني: نموذج مودكلياني وميلر لانعدام هيكل التمويل الأمثل:

تقوم هذا النظرية على ما يسمى بنظرية أرباح الاستغلال التي تولد عنها أعمال كلا من مودكلياني وميلر، حيث نميز هنا بين مرحلتين في تصور هذا النموذج الذي يعتمد على نظرية السوق المالي البحث، لذلك تسمى نظريتهما أيضا بنظرية السوق المتوازنة.[1]

الفرع الأول. نموذج مودكلياني وميلر في حالة عدم وجود الضرائب (لسنة 1958).

إن المضمون النظري لنظرية مودكلياني وميلر (M&M) بشان صياغة الهيكل المالي وفي ظل عدم وجود الضريبة تتفق ونظرية أرباح الاستغلال السابقة التحديد، إذ أكد مودكلياني وميلر أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بصياغة الهيكل المالي أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية ولذلك هم أكدوا على عدم وجود هيكل مالي أمثل.

ويمكن شرح ما توصل إليه مودكلياني وميلر من خلال اقتراحهما الأول والثاني:

- **الاقتراح الأول:**

في ظل الاقت ا رح الأول الذي قدمه **مودكلياني وميلر** فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكل الأموال فيها، وأن القيمة السوقية للمؤسسة تتحدد من خلال نتيجة الاستغلال الذي تحققه المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة. ويؤكدان على أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاس لقرارات الاستثمار فيها وبفاعلية تلك القرارات وقوتها الاي ا ردية أي بفاعلية توزيعها بين الاستثمارات الثابتة والاستثمارات المتداولة وليس بكيفية تمويل تلك الاستثمارات أي أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن صياغة هيكل المالي. [2]

[1] : المرجع نفسه ، ص 359.

[2] : زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية : رسالة ماجيستر، تخصص مالية المؤسسة– قسم علوم التسيير – كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير – جامعة قاصدي مرباح، ورقلة ، 2009، ص 67.

ولكي يثبت **مودكلياني وميلر** صحة الاقت ا رح الأول، والذي يشير إلى أن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة إلا أنها تنتمي لنفس شريحة الخطر، إذ أكد على أنه لم يتحقق التساوي بين القيمتين، فسوف يظهر المراجحون لإتمام العلاقة التوازنية بين القيمتين، وقد أطلق **مودكلياني وميلر** على هذه العملية اسم عملية المراجحة.[1]

- **الاقتراح الثاني:**

يؤكد بأن تكلفة أموال الملكية في الهيكل المالي ترتفع بارتفاع نسبة الاستدانة بينما تتميز التكلفة الكلية للأموال بالثبات وتساوي في نفس الوقت معدل العائد على أموال الملاك في المؤسسة تنتمي لنفس شريحة الخطر ولا تعتمد على الاقت ا رض في هيكل أ رسمالها ، حيث أن تكلفة الأموال تظل ثابتة لا تتغير ولا تتأثر مكونات هيكل أ رس المال وعليه حياد تركيبة هيكل رأس المال في التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة.[2]

رغم سلامة تحليل مدخل M&M لسنة 1958 من الناحية النظرية، إلا أن ما يعاب عليه هو إغفاله للكثير العوامل الموجودة في الحياة العملية، و هذا أحد أهم الأسباب لظهور العديد من النظريات التي تعالج الهيكل المالي بعد سنة 1958 ، ومن بينها ما جاء به مودكلياني وميلر في . لسنة 1963.

الفرع الثاني: نموذج مودكلياني وميلر في حالة وجود الضرائب (لسنة 1963):

أدرك مودكلياني وميلر في دارستهما عام 1963 أن إسقاط فرضية عدم وجود ضريبة على دخل المؤسسات من شأنه ألا يحافظ على ما توصلا إليه قبل ذلك من ثبات تكلفة الأموال ومن ثم القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للاقتراض، وأن وجود ضريبة على دخل المؤسسات سوف يترتب عليه أن تنخفض تكلفة الأموال، وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة عن القيمة السوقية لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر غير أنها ممولة الكامل عن طريق الملاك، وسوف ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بمقدار الوفورات الضريبة الناتجة عن الاقتراض[3].

المطلب الثالث: نظرية التوازن:

---

[1] : المرجع نفسه، ص 69.

[2] : المرجع نفسه ، ص 72.

[3] : إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 369.

تنطلق هذه النظرية من أعمال Myres 1984 ، حيث تفترض وجود نسبة استدانة مثلى تنشأ نتيجة لمحصاة التوازن بين التأثير الإيجابي والسلبي للديون و قد عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها: المرحلة الأولى تأخذ بمحصلة التوازن بين الفورات الضريبية وتكلفة الافلاس أما في المرحلة الثانية فقد تم إدخال تكلفة الوكالة. . وكان الطرح كالتالي:

الفرع الأول: تكلفة الإفلاس.:

يدرك المقرضون جيدا أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس في حالة حدوثه، إذ قد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل، ولكي يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت فإنهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى المساهمين تحسبا لوقوع الإفلاس ويأخذ ذلك شكل ارتفاع معدل العائد الذي يطلبونه للاستثمار في سندات المؤسسة، أو ارتفاع معدل الفائدة على القروض التي يقدمونها وبالطبع تزداد هذه التكاليف مع زيادة احتمال حدوث الإفلاس وهذا يعني وجود علاقة طردية غير مباشرة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة وبين معدل العائد الذي يطلبه المساهمين على الاستثمار مصدرها تكلفة الإفلاس وتقوم هذه العلاقة على افتراض عدم وجود ضرائب، وفي وجود الضرائب تترك زيادة نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة أثرين متضادين على تكلفة الأموال، فزيادة نسبة الاقتراض يترتب عليها تخفيض تكلفة الأموال بسبب الزيادة في الوفورات الضريبية، كما يترتب عليها –بعد نقطة معينة – ظهور مخاطر الإفلاس وما يصاحبها من تكاليف مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال وبالتالي تتوقف تكلفة الأموال في النهاية على حجم كل من الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس.[1]

الفرع الثاني: تكلفة الوكالة.

نموذج تكلفة الوكالة Jensen Et Meckling سنة 1976 تنظر للمؤسسة على أنها مجموعة من العقود للتفاوض بين الوكلاء بحرية لتحقيق أهداف مختلفة في ظل عدم التماثل المعلومات يتم تصميم اختيار هيكل المالي كطريقة لتخفيف من تكاليف الوكالة بسبب النزاعات بين المساهمين والمدراء من جهة والمساهمين والمقرضين من جهة أخرى.

وتهدف نظرية الوكالة إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على أن كل عون اقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل العامة. حيث إن ظهور تكلفة الوكالة إلى

[1] : هندي منير إبراهيم، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005، ص ص 168-177.

جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المالية للاستدانة إلى الأموال الخاصة أي سوف يؤثر على مكونات هيكل التمويل المثالي، فاللجوء الأمثل للمديونية هو ذلك الذي يسمح بتدنيه تكاليف الوكالة الإجمالية بما فيها التكاليف المرتبطة بالمديونية وتلك المرتبطة باللجوء لمساهمين آخرين، ويكون هذا الطرح مقبولا في الحالة التي يكون فيها المدراء مساهمين وبالتالي لهم نفس انشغالات الملاك، ومستوى المديونية الأمثل هو ذلك الذي يدني مجموعة تكاليف الوكالة المرتبطة بالتمويل الخارجي كما أنه يمكن في الحالة التي لا يكون فيها مدراء المؤسسة مساهمين حيث يكونون حساسون أيضا للمكافآت والامتيازات الأخرى التي يحصلون عليها، في هذه الحالة الهيكل المالي لا يغير بشكل مباشر من ثروتهم غير أن اللجوء إلى الاستدانة يزيد من مخاطر الإفلاس في المؤسسات ويدفع المدراء إلى محاولة تحسين أدائهم من أجل تفادي هذا الوضع الذي قد يؤدي إلى فقدان مناصب عملهم، أي أن هناك اعتماد متبادل غير مباشر بين مصالح المدراء والهيكل المالي الأمثل للمؤسسة.

و عليه فإن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة، أي سوف يؤثر على مكونات هيكل التمويل الأمثل، و بالتالي ظهور تكلفة الوكالة سوف يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي.[1]

المطلب الرابع: النظرية الحديثة للمشروع:

تعتبر من النظريات الحديثة المفسرة للهياكل المالية التمويلية والتي ظهرت في منتصف السبعينات من القرن العشرين وهي تقوم على أساس نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل.

الفرع الأول: نظرية الإشارة.

تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة المتغيرات الحقيقية، فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مدراء المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من

[1] : الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 387.

المؤسسات الأقل أداءاً، وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة ومن بين هذه المؤشرات هيكل رأس المال، سياسة مكافآت رأس المال أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة.[1]

حيث تقترح هذه النظرية نموذج يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي حيث يعتبر نموذج Leland et Pyle1977 ونموذج Ross 1977 الأساس الذي بنيت عليه نظرية الإشارة.

- **نموذج Ross 1977:** نماذج ذات الاشارة غير المكلفة.

خلص Ross إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية بين قيمة المؤسسة ونسبة الاستدانة في الهيكل المالي حيث يستخدم المسيرون الديون من إرسال إشارة إلى السوق المالي تخص نوعية المؤسسة كإشارة لارتفاع أداء المؤسسة مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية، بينما مسيري المؤسسات الأقل أداء لن يستطيعوا تقليد المؤسسات الأكثر أداء بإصدار المزيد من الديون.[2]

- **نموذج Leland et Pyle1977:** نماذج ذات الاشارة المكلفة.

اقترح نموذج Leland et Pyle للإشارات يقوم على أن التغيرات في نسبة ملكية المديرين أو المسيرين والأسهم العادية للمؤسسة تعكس تغيرات القيمة السوقية لها، فالمسيرين يحتفظون بنسبة كبيرة من الأسهم إذا كانوا فقط يتوقعون تدفقات نقدية عالية بالنسبة للقيمة السوقية للمؤسسة حيث يعتبر المستثمر الرشيد ملكية المسيرين لأسهم المؤسسة كمؤشر على المردودية المستقبلية لها أي أن هناك علاقة ارتباط إيجابية بين مردودية المؤسسة ومستوى الديون بالهيكل المالي.[3]

الفرع الثاني: نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل:

[1] : قريشي يوسف، محددات سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية– كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير– جامعة الجزائر، 2005، ص166.

[2] : الياسين عايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، قسم العلوم الاقتصادية– كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير– جامعة منتوري، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسنطينة،2011، ص57.

[3] : الياسين عايب،مرجع سيق ذكره2011، ص ص 61–62.

تفترض النظرية وجود ترتيب تفضيلي طبيعي لنماذج تمويل المؤسسة فحسب هذه النظرية تفضل المؤسسات تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي اولا وتلجأ بعد ذلك إلى الاستدانة ولا تستعمل الرفع من رأس المال إلا بشكل استثنائي.[1]

- **نموذج Myers et Majluf1984 و Myers 1984.**

يفترض هذا النموذج أن المؤسسة تلجأ عند تمويل الاستثمارات الجديدة إلى المصادر الداخلية (التمويل الذاتي) ثم الديون الأقل مخاطرة وفي النهاية إصدار الأسهم العادية، وخلص إلى أسباب إتباع المؤسسة للالتقاط التدريجي لمصادر التمويل وهي:[2]

– إصدار أسهم عادية من قبل المؤسسات خاصة الكبيرة منها يتم تفسيره من قبل المستثمرين في السوق كأخبار سيئة لذا يصاحب ذلك انخفاض في أسعار الأسهم الحالية؛

– أي زيادة أو نقص في توزيعات الأرباح له محتوى إعلامي للسوق المالي ولذلك لا يمكن استخدام أموال التوزيعات في تمويل الاحتياجات المالية في حالة كفاية التمويل الذاتي؛

– عدم وجود مصاريف إصدار للتمويل الذاتي وانخفاض مصاريف إصدار السندات مقارنة بمصاريف إصدار الأسهم العادية؛

– إصدار أسهم عادية جديدة من شأنه زيادة العبء الضريبي الذي يتحمله حملة الأسهم العادية في حين أن إصدار سندات يؤدي إلى توفير ضريبي للمؤسسة؛

– إصدار أسهم جديدة يؤدي إلى فقدان المساهمين الحاليين للسيطرة على المؤسسة من خلال تغير شكل الملكية وحقوق التصويت.

- **نموذج Williamson 1988.**

يفترض Williamson أن أطراف التعاقد لهم رشادة محدودة وانتهازيون وأن الأصول تتميز بدرجة خصوصية، وتلعب خصوصية الأصول حسبه دورا كبيرا في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه، فعندما يتعلق الأمر بتمويل أصل ذو خصوصية فإن اللجوء إلى الرفع من رأس المال يبدو أكثر

[1] : بن ساسي إلياس و قريشي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 391.

[2] : زغود تبر، مرجع سبق ذكره، ص 106.

فعالية من الاستدانة، فمثلا إذا كان الأصل الخاص هو مشروع بحث وتطوير، يكون ذلك مقبولا أكثر من قبل المساهمين منه من قبل المقرضين لأن هذا الأصل قد لا يولد المردودية المنتظرة في المواعيد المحددة، أما إذا تعلق الأمر بتمويل أصل غير خاص تكون الاستدانة المصدر الأكثر ملائمة لأنه من المحتمل أن يولد إيرادات بشكل منتظم.[1]

- **نموذج Myers 1990:**

أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة على المدى البعيد ويتحقق هذا من خلال زيادة Myers افترض الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية، أي أن الزيادة في رأس المال يكون أفضل من الاستدانة إذا كان اللجوء إلى التمويل الخارجي ضروري، وفي حالة ما إذا ما كان التمويل الخارجي غير ضروري فان المؤسسة تفضل الاحتفاظ بالأرباح بدلا من اللجوء إلى سياسة زيادة رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس المال إضافية، وبالتالي يفضل التمويل الذاتي على رفع رأس المال، ومنه ترتب المؤسسة مصادر التمويل: التمويل الذاتي أولا ثم الرفع في رأس المال ثم الاستدانة أخيرا.[2]

المبحث الرابع: محددات الهيكل المالي:

لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة توجد عدة عوامل منها ما هو كمي وآخر كيفي، حيث تتعلق أساسا بعلاقة المفاضلة بين الخطر ومردود العائد لإدارة المؤسسة. إن هذه العوامل تحدد الطاقة الاستيعابية للدين أي نسبة الديون المثلى وتطور تكلفة رأس المال لمستويات الدين المختلفة، وفيما يلي استعراض لأهم هذه العوامل سواء كمية أو كيفية.

المطلب الأول: المحددات الكمية للهيكل المالي:[3]

أولا: الربحية:

الربحية هدف أساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة، وهي أيضا أداة هامة لقياس كفاءة الإدارة

[1] : بن ساسي إلياس، قريشي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 392-393.

[2] : قريشي يوسف مرجع سبق ذكره، ص ص 169-170.

[3] : بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، قسم علوم التسيير– كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير- جامعة الجزائر، رسالة ماجيستر غير منشورة، الجزائر،2012، ص ص104-114.

في استخدام الموارد الموجودة بحوزتها، لذا نجد أن جهدا كبي ا ر من الإدارة المالية في المؤسسة يوجه بالدرجة الأولى نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن هناك فرق بين مفهوم الربح والربحية، فالربح يعني صافي الدخل الذي تظهره قائمة الدخل الذي يمثل الفرق بين إيرادات المؤسسة وبين مصاريفها، أما بالنسبة للربحية فهي تشير إلى الربح منسوبا إلى بعض المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل، ونعني هنا بالدرجة الأولى المردودية التي تقيس الكفاءة التشغيلية للمؤسسة، والتي تمكن الأطراف التي لها مصلحة بارتفاع هذه الكفاءة من مراقبتها، والكفاءة التشغيلية تعني قدرة المؤسسة على تحقيق العوائد الكافية للمالكين، المقرضين و العاملين.

إن أثر المردودية على مستوى الاستدانة يعتبر موضوع جدال نظري بين مختلف النظريات المهتمة بالهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية. فمن منظور نظرية عدم تناظر المعلومات، فإن الشركات الأكثر مردودية هي التي تحرر أكثر نسبة من التمويل الذاتي، ومنه بروز علاقة سلبية بين المردودية والاستدانة

ثانيا :السيولة

تعبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل المتوقعة منها وغير المتوقعة عند استحقاقها من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية.

تسمح السيولة بتعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها، وتمكنها من الوفاء بتسديد التزاماته. و وجود السيولة في المؤسسة يعطي لها المرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مجابهة متطلبات النمو والتوسع ومواجهة الازمات الطارئة عند وقوعها...إلخ؛ ويمكن الحصول على السيولة عن طريق إما بيع السلع والخدمات الموجودة لدى المؤسسة نقدا، بيع أصل من الأصول نقدا، تحويل الأصول المتداولة إلى نقد، استعمال المصادر الخارجية للنقد كالاقتراض وكذلك زيادة رأس المال عن طريق الاحتفاظ بالأرباح.

ثالثا: الخطر

ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة من منظورين هما:

1- خطر التشغيل:

يرتبط بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها، ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على الاقتراض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها وقد يتعرض للإفلاس إذا ما كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها.

2- خطر التمويل:

ينتج عن زيادة الاعتماد على الاقت ا رض في تمويل عمليات المؤسسة، ويؤدي مثل هذا الاعتماد المت ا زيد إلى زيادة أعباء خدمة الدين وقد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها، وعندما تواجه المؤسسة الفشل تتهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم لأنهم آخر من يستوفي حقه عند تصفية المؤسسة.

إن الهيكل المالي للمؤسسة يؤثر بشكل مباشر في المخاطر التمويلية، أي عدم قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها المالية، وكلما كانت التكاليف التمويلية الثابتة عالية في الهيكل المالي للمؤسسة كلما كانت الرافعة المالية والمخاطرة عالية. إن المخاطر التمويلية تعتمد على قرار الهيكل المالي الذي يتم اتخاذه من قبل إدارة المؤسسة، وهذا القرار يتأثر بمخاطر الاعمال التي تواجهها هذه الأخيرة.

ومن هنا كانت قرار ارت اختيار مصادر التمويل المناسبة تحتاج إلى دراسة مقدار الخطر الذي يلحقه كل مصدر تمويلي مقترح بأملاك المؤسسة.

ثالثا :معدل النمو

تعتمد المؤسسات التي تتميز بسرعة نموها على التمويل باستخدام القروض بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة بتكاليف التمويل بالدين يشجع المؤسسات على زيادة الاعتماد على الاقت ا رض، بيد أنه في الوقت نفسه قد تواجه مؤسسات النمو السريع في اعتمادها المت ا زيد على الاقت ا رض مخاطر أكبر بشكل قد يقلل من رغبتها في اللجوء إلى الاقت ا رض.

يعتبر Titman& Wessels (1988) أن فرص نمو المؤسسة مثل الأصول المؤسسة للقيمة، ولكن لا يمكن استخدامها كضمانات لأنها ليست واضحة التحديد دائما.

ومن منظور نظرية الوكالة وحسب Myers (1977) ، فإن تكاليف الوكالة بين المساهمين والدائنين في حالة وجود فرص نمو كثيرة تكون عالية جدا وهذا ما يتسبب بعلاقة سلبية بين مستوى الاستدانة وفرص النمو، وتؤكد الأعمال الميدانية لكل من Gul (1999)، (2000) Graham، Heshmati (2001)،Booth et al (2001) ، سلبية هذه العلاقة.

ومن الجهة المقابلة يرى (Ozkan, 2001) أن العلاقة طردية، وذلك لأن الفرص الاستثمارية المستقبلية تعمل على استنفاذ الأرباح المحتجزة، مما يدعو المؤسسة للبحث عن مصادر التمويل الخارجي.

ربعا: الحجم

حجم المؤسسة يزيد من قدرتها على التوسع بالاقتراض، فالمؤسسات ذات المصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الواسع تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة.

إن المؤسسات صغيرة الحجم تتحمل تكلفة أكبر من المؤسسات الكبيرة في حالة اتجاهها للاقتراض طويل الأجل (Titman & Wessels, 1988) ، وتزداد هذه التكلفة في حالة اتجاه المؤسسات الصغيرة لإصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريعها، لذلك تتجه هذه المؤسسات للاقتراض القصير الأجل، وبالتالي تكون عرضة لارتفاع تكاليف الوكالة والتصفية عندما تتعرض للمشاكل المالية وارتفاع عنصر المخاطرة الزائد نسبيًا، وعليه فمن المتوقع أن يكون هناك علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ونسبة مديونيتها القصيرة الأجل.

وقد كشفت الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومخاطر الإفلاس (1470 Ang Et Al; warner 1977) فالمؤسسات الكبيرة التي عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنويع تتعرض لتلك المخاطرة بدرجة أقل، مما يؤدي لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال (Ozkan, 2001) ، في حين يرى البعض أن الوضع مختلف بالنسبة للمؤسسات الصغيرة التي تعتمد بدرجة كبيرة على القروض في تمويلها، وأضافت الدراسات إلى أن العلاقة موجبة بين الحجم ونسبة الرفع المالي.

المطلب الثاني: المحددات الكيفية للهيكل المالي:[1]

تشمل عنصرين هامين هما الملائمة والمرونة؛ بالإضافة إلى عوامل آخري كدرجة التحفظ، معايير المديونية الصناعية، وغيرها.

الفرع الأول: الملائمة والمرونة

أولا: الملائمة

يقصد بهذا العامل، هو مدى ملائمة مصادر الأموال المستخدمة مع طبيعة الأصول التي ستمول من هذه المصادر، ويحتاج هذا العامل إلى إيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من استخدام الأصول والتدفقات النقدية الخارجة لتسديد الالتزامات الناشئة عن امتلاك هذه الأصول.

القاعدة العامة في التمويل هي ان يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل، كأموال الملكية أو القروض الطويلة الأجل، أما المصادر القصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الاصول القصيرة الأجل.

وتعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول. ووفقا لمبدأ الملائمة فان الاستخدامات الدائمة والمتمثلة في الأصول الثابتة والحد الأدنى من الأصول المتداولة، يجب أن تمول من مصادر تمويل طويلة الأجل، وإن الاستخدامات المؤقتة والمتمثلة في الأصول المتداولة المؤقتة أو المتغيرة يجب أن يتم تمويلها من مصادر قصيرة الأجل.

ومن متطلبات تحقيق عامل الملائمة بين الحاجة للأموال ونوع استخدامها:

1 – تحديد طبيعة الحاجة للأموال وطبيعة الاستخدام والتوظيف للأموال المطلوبة؛

2 – تحديد حجم الأموال المطلوبة عن طريق تحديد حجم الالتزامات؛

3 – الربط بين الحاجة للأموال ونوع الأموال المتوفرة.

وتكمن شروط تحقيق عامل الملائمة بين الحاجة للأموال ونوع استخدامها في ما يلي:

[1] : بوربيعة غنية، مرجع سبق ذكره، 012، ص ص 115-119.

1 – تمويل الأصول الثابتة عن طريق أموال الملكية العادية والممتازة والاقت ا رض طويل الأجل؛

2 – تمويل الأصول المتداولة الدائمة عن طريق الاقت ا رض طويل ومتوسط الأجل؛

3 – تمويل الأصول المتداولة المؤقتة عن طريق الاقت ا رض قصير الأجل.

ثانياً : المرونة :

ويمثل هذا العامل إمكانية تعديل مقدار مبلغ التمويل بالزيادة أو النقصان تبعا للتغيرات الرئيسية في مقدار الحاجة إلى الأموال ، فعند الاقتراض مثلا لتمويل الأصول المتداولة فان الإدارة المالية تبحث عن مصدر تمويل قصير الأجل ،إلى جانب ذلك فهي تستخدم المصدر الذي يعطيها إمكانية زيادة مقدار التمويل عند الحاجة أو الحرية في تسديد جزء أكبر من المبلغ في حالة توفر السيولة غير مستخدمة لديها وذلك تبعا للتقلبات والظروف الموسمية.

لكن يمكن أن تفقد المؤسسة مرونتها في الحالات التالية:

- عند زيادة الالتزامات المترتبة عليها، ففي هذه الحالة لا تستطيع المؤسسة القيام بعملية الاقتراض رغم توفر الأموال الاقتراض في السوق وبفائدة اقل؛
- عدم القدرة على توفير ضمانات لقروض إضافية بنفس الضمانات التي منحت للقروض السابقة وهذا ما يقلل من قدرة المؤسسة على الاقتراض؛
- قد تؤدي بعض الشروط المنصوص عليها في العقود الماضية مع الدائنين إلى تقييد قدرة المؤسسة الحالية في الحصول على أموال إضافية.

الفرع الثاني: العوامل الأخرى:

1 المركز الضريبي:

من الأمور التي تشجع المؤسسة على الاقتراض هو ما تحققه من م ا زيا ضريبية أو ما يعرف " بالوفر الضريبي" الناتج عن ظهور فوائد في قائمة الدخل، حيث ان التكلفة الحقيقة للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبية مرتفعة وعليه، كلما زادت إمكانية المؤسسة في الحصول على وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على المديونية في التمويل، وبالمقابل في بعض الحالات قد لا تحقق المؤسسة أي

وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبية بسبب تمتعها بالإعفاء الضريبي أو بسبب تكبدها خسائر رأسمالية ادت إلى انخفاض ربحيتها، وبالتالي انخفاض الضريبة و ربما انعدامها، ففي حالة كهذه فإن المركز الضريبي لا يشجع المؤسسة على الاقت ا رض.

2 التوقيت:

ازدادت أهمية هذا العامل في الوقت الحاضر بسبب التقلب الحاد في أسواق الأسهم والسندات، حيث يمكن للمؤسسات القوية أن تصدر في بعض الأوقات سندات يمكن تسويقها بسهولة ويصعب ذلك على المؤسسات الضعيفة، بينما في أوقات أخرى يمكن للأخيرة ان تصدر السندات وتبيعها بتكلفة معقولة، لذلك يبحث المدير المالي عن التوقيت المناسب لإصدار كل نوع من انواع الأوراق المالية، هذا يعني أن النقطة الأساسية هي أن حالة أسواق رأس المال ذات تأثير جوهري في صنع البدائل التمويلية.

يقصد بالتوقيت، ذلك العامل الزمني الذي يحدد للمؤسسة بوقت الحصول على التمويل او المفاضلة بين المصادر التمويلية المتوفرة في الوقت المناسب من أجل الحصول على الاموال وقت حاجتها وبأقل تكلفة وأفضل الشروط، ويمثل أيضا قدرة المؤسسة على اقتناص الفرص المالية بالوقت الذي تنخفض فيه التكلفة إلى أقل درجة، عن طريق قدرة المؤسسة على قراءة الأسواق المالية ومتابعة التغيرات والأحداث المالية وتوافقها مع حاجاتها المالية.

واذن التوقيت مرتبط بعامل التكلفة والمرونة وقد تظهر في بعض الأوقات الحاجة إلى الأموال من الضروري تمويلها حتى ولو بتكلفة عالية مما يلغي عنصر التوقيت واجمالا فإن عامل التوقيت قد يتناسب مع أموال الاقت ا رض أكثر من أموال الملكية.

3 درجة التحفظ او المجازفة:

إن إدارة المؤسسة هي مجموعة من البشر الذين تحكمهم عوامل سلوكية، فمنهم من يتصف بالجرأة والإقدام لتحمل المخاطر، ومنهم من يتصف بالتردد والتحفظ والخوف من المخاطر، وكما هو معروف فإن التمويل المقترض يساهم في زيادة درجة المخاطر؛ واستنادا لذلك فإن تركيبة رأس المال قد تميل إلى استخدام مديونية أقل على الرغم من ملائمة العوامل الأخرى بسبب تحفظ الإدارة وخشيتها من المخاطرة.

4 الإدارة و السيطرة:

إن سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل التي لها دو ا ر مهما في تخطيط مصادر التمويل المناسبة، حيث نجد أن هؤلاء المالكين يفضلون التمويل عن طريق الاقت ا رض أو إصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية لأن الدائنين و أصحاب الأسهم الممتازة ليس لهما حق التدخل في الإدارة، هذا عندما يكون الهدف الرئيسي للملاك هو المحافظة على السيطرة.

لكن هذا الأمر لن يفلح في الحالات الخاصة، فعندما تتوسع المؤسسة في الاقت ا رض وترتفع مديونيتها إلى حد عجزها عن دفع الفائدة أو سداد الأصل، فإن الدائنين قد يضعون ايديهم على أصول المؤسسة للحصول على حقوقهم وفي هذه الحالة يفقد جميع الأطراف السيطرة على المؤسسة لأنه سيتم تصفيتها، لذا فقد يكون من الأفضل في مثل هذه الحالة التضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة أموال الملكية (الأسهم العادية) ودخول بعدد المساهمين الجدد

5 معايير المديونية للصناعة:

هناك مستويات متعارف عليها لنسبة إجمالي الديون إلى صافي حقوق المساهمين لمختلف أنواع الصناعات، و لهذا فيجب على المؤسسة أن تحافظ في حجم مديونيتها على حجم هذه النسب حتى لا تؤثر على سلامة موقفهم المالي.

6 الظروف الاقتصادية العامة:

في حالة الرواج الاقتصادي تتشجع المؤسسات على الاقتراض لتمويل عملياتها بدلا من الاعتماد على زيادة رأس المال و العكس في حالة الكساد.

7 طاقة الاقتراض (الاستدانة القصوى):

قد يكون استعمال القرض لتمويل المؤسسة مناسب من ناحية الضريبة لأن الفائدة تعد نفقة تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة، لكن قدرة المؤسسة على الاقت ا رض و تقديم الضمانات تحد من إمكانية الاستفادة من الاقت ا رض دون حدود.

8 نمط التدفق النقدي (القدرة على السداد):

و المقصود به الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته، فالفترة الطويلة لها آثار سلبية على السيولة و يمكن تفادي هذا الأثر باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها مع مواعيد دخول النقد، و أفضل مصادر التمويل من منظور السيولة رأس المال لأنه لا يعاد لأصحابه مثل الاقتراض كما يمكن تعديل الأرباح الموزعة حسب الظروف.

المطلب الثالث: الرفع، العائد والمخاطرة وعلاقتها باختيار الهيكل المالي المناسب:

يعبر الرفع المالي على أن زيادة الاعتماد على القروض تزيد الخسائر أو الأرباح بنسب مهمة حسب النتيجة المحققة في المؤسسة مما يعني أن المؤسسة يمكنها أن تعتمد على القروض أثر فأكثر طالما وضعيتها المالية جيدة وهنا تظهر الإشكالية إلى أي مدى يمكن الاعتماد على القروض الشيء الذي يتنافى مع عنصر الاستقلالية المالية.

الفرع الأول: علاقة الهيكل المالي بالمردودية:[1]

يمكن أن نفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، فالأولى هي نسبة النتيجة الصافية إلى مجموع الأموال الخاصة المستثمرة وهي تعبر معدل العائد على حق الملكية، أما الثانية فهي مقارنة نتيجة الاستغلال بمجموع الأموال المستثمرة وهي تعبر عن مجموع الأصول.

يمكن تجسيد العلاقة التي تربط بينهما من خلال المعادلة التالية:

$$Rf=Re+(Re-i)*D/fp$$

حيث : Rf: المردودية المالية، Re: المردودية الاقتصادية، i: سعر الفائدة، D: الديون، fp: الأموال الخاصة.

ومن خلال المعادلة يمكن أن نميز بين ثلاثة تتعرض لها المؤسسة:

[1] : مفيدة يحياوي، **تحيد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية**، مجلة العلوم الانسانية– جامعة خيضر بسكرة، العدد الثالث، بسكرة، 2002، ص ص 95-96.

1- حالة المردودية الاقتصادية أقل من سعر الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي في غير صالح المؤسسة، أي بزيادة الاعتماد على القروض تنخفض المردودية المالية.

2- حالة المردودية الاقتصادية يساوي سعر الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي بدون أثر على المردودية المالية.

3- حالة المردودية الاقتصادية أكبر من سعر الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي في صالح المؤسسة، فالمؤسسة تلجأ إلى الديون كمصدر تمويل رغم توفرها على بدائل أخرى نظرا للتأثير الإجابي للديون على مردودية الأموال الخاصة – المردودية المالية- لأن المردودية الاقتصادية تغطي أعباء الاقتراض.

الفرع الثاني: الرفع المالي وعنصر المخاطرة:[1]

يقصد بالمخاطرة مدى تعرض أموال الملاك لمخاطر الإفلاس أو الضياع نتيجة زيادة العبء المالي على المنشأة، وهي نوعان: مخاطرة مالية ناتجة عن استخدام القروض ومخاطرة تشغيلية ناتجة عن الظروف التي تنشط فيها المؤسسة. فكل مصدر من مصادر التمويل يرتبط بدرجة معينة من المخاطرة، لذا تختلف تكلفة كل نوع منها. فالمسير ينظر إلى طرق التمويل من جانب العائد من جهة وعنصر المخاطرة من جهة أخرى.

ويمكن قياس المخاطرة بعدة طرق، أهمها طريقة الانحراف المعياري، حيث يعتبر التباين أحد أفضل المقاييس المطلقة للمخاطرة. فكلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمتغير ما دل ذلك على عدم تجانسها وعلى تشتتها. والتباين وسيلة تسمح بحساب الانحراف المعياري الذي هو بدوره أحد مقاييس التشتت، فكلما زاد التشتت، زاد الانحراف المعياري ويتم حسابه بالعلاقة التالية:

$$\sigma=\sqrt{\sum_{i=1}^{n} P_i\left(x_i-E(x)\right)^2}$$

حيث: δ: الانحراف المعياري؛

Pi: احتمال حدوث العوائد؛

[1] : مفيدة يحياوي، مرجع سبق ذكره، ص ص 96-97.

xi: العوائد المحتملة للسهم؛

E(x): عائد السهم المتوقع ويحسب بـ : $\sum_{i=1}^{n} Pi.xi$؛

n: عدد فترات العوائد المحتملة.

ويمكن تحديد الخطر المرتبط بطريقة تمويل معينة من خلال معرفة التغير في عوائد السهم، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات كلما زادت المخاطرة، فطريقة التمويل ذات الانحراف المعياري الأعلى تكون أكثر مخاطرة. ونجد أنه كلما اعتمدت المؤسسة على القروض أكثر كلما زاد عائد السهم المتوقع وزاد الانحراف المعياري وبالتالي تزيد المخاطرة، فالمسير المالي يواجه مشكل المفاضلة بين العائد والخطر، وهي مشكلة معظم القرارات المالية وهنا تظهر أيضا شخصيته؛ قد يكون متحفظا فيبتعد عن القروض أو يحتمل المخاطرة وبالتالي يجازف بالاعتماد على هذا الأسلوب التمويلي.

خلاصة:

خلال هذا الفصل تطرقنا إلى أهم النقاط المتعلقة بماهية الهيكل المالي بداية بمفهوم الهيكل المالي الذي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ممتلكة أو مقترضة و أيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويل الأجل، و وضحنا الفرق بين الهيكل المالي و هيكل رأس المال، حيث أن الهيكل المالي يتكون من جميع مصادر التمويل طويلة و قصيرة في حين هيكل ر أس المال مصادر التمويل طويلة الأجل ، و كذلك تطرقنا إلى مكونات الهيكل المالي و دراسة مصادر التمويل الطويلة و القصيرة الأجل وتكلفة كل عنصر، حيث يمكن للمؤسسات توفير الأموال التي تحتاجها في نشاطها عن طريق مصادر متعددة .و قد تم استعراض مختلف النظريات المتعلقة بالهيكل من النظريات التقليدية إلى النظريات الحديثة. بعد التطرق إلى النظريات المفسرة للهيكل المالي، و بينا أسباب الاختلاف في مكونات الهيكل المالي بين المؤسسات، و المتمثلة في المحددات من محددات خارجية و محددات داخلية و هي مجموعة من العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد أنواع الأموال المستخدمة في تمويل المؤسسة.

ونطراً لاختلاف الهيكل المالي من مؤسسة لأخرى ارتئينا دراسة وتحليل الهيكل المالي لنوع معين من المؤسسات برز كثيرا في الوقت الحاضر، ألا وهو المؤسسة فرع، بغية ابراز محددات الهيكل المالي لمثل هذه المؤسسات، وهو ما سيتم التطرق إليه من خلال الفصل الموالي.

تمهيد:

يرتبط ظهور المؤسسات الفرعية بظهور مجمع الشركات من الناحية التاريخية وبتطور الشركات نتيجة للتوسع الاقتصادي وتوفر الإنتاجية في أسواق مختلفة، سواء كانت وطنية أم أجنبية، وهذا التوسع جعل مسرى الشركات أمام خيارين أساسيين : إما الحفاظ على الوحدة القانونية للشركة أو إنشاء شركات فرعية متخصصة، تتمتع بشخصية معنوية مستقلة غير أنها مراقبة من طرف المؤسسة الأم. من خلال الخيار الأخير، برزت ظاهرة الشركات الفرعية في شكل مجمعات، والتي أصبحت تتحكم في الاقتصاديات العالمية، وهذا ما جعلنا نسلط الضوء على هذا التنظيم من خلال دراسة طريقة تقييم الهيكل المالي لمؤسسة فرع، والتي تعتمد على أدوات التحليل المالي، وذلك من أجل إبراز سمات الهيكل المالي لمؤسسة فرع، وإجاد سبل معالجة الاختلالات إن وجدت.

لهذا ارتأينا أن نقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالآتي:

- ✓ المبحث الأول: خصائص المؤسسة الفرع، وتأثيرها على هيكلها المالي.
- ✓ المبحث الثاني: التحليل المالي كأداة لتقييم الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.
- ✓ المبحث الثالث: معالجة اختلالات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: خصائص المؤسسة الفرع، وتأثيرها على هيكلها المالي:

المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية، خصائصها وأنواعها:

الفرع الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية:

من الصعب إعطاء مفهوم شامل للمؤسسة الاقتصادية، نظرا للتطور السريع للمفاهيم الاقتصادية، الاجتماعية، العلمية و التطور المستمر التي شهدته المؤسسة الاقتصادية. وهنا نورد بعض التعاريف حسب وجهات نظر بعض المفكرين الاقتصاديين:

التعريف الأول: المؤسسة هي وحدة إنتاجية ومركز توجيه عوائد الإنتاج ، ولكن تعتبر كوحدة اجتماعية تتخذ مجموعة من القرارات من أجل اقتحام أكبر عدد من الأسواق وكذلك لتحقيق مجمل أهدافها.[1]

[1] : M.Darbelet , **économie d' entreprise**, édition foucher, paris, 1996, p04.

التعريف الثاني: المؤسسة هي جميع أشكال المنظمات الاقتصادية المستقلة ماليا ، هدفها توفير الإنتاج لغرض التسويق، وهي مجهزة ومنظمة بكيفية توزع فيها المهام والمسؤوليات.[1]

التعريف الثالث: المؤسسة هي كل تنظيم اقتصادي مستقل ماليا في إطار قانوني اجتماعي معين ،هدفه دمج عوامل الإنتاج أو تبادل السلع والخدمات بين أعوان اقتصاديين آخرين بغرض تحقيق نتيجة ملائمة، وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز الزماني والمكاني الذي توجد فيه وتبعا لحجم ونوع النشاط.[2]

ومن خلال التعاريف السابقة، تبين لنا وجود عدة زوايا تم من خلالها تحديد مفهوم المؤسسة الاقتصادية، فهناك من يركز على الجانب المادي باعتبارها دالة إنتاج تهدف إلى تحقيق الأرباح، وهناك من يركز على الجانب الاجتماعي لها باعتبارها منظمة بالدرجة الأولى، وهناك من يدمج بين العنصرين ويرى أنها عبارة عن نضام مفتوح ومتكامل بين العنصرين السابقين. ومنه نستنتج أن المؤسسة الاقتصادية عبارة عن مجموعة من الأنظمة الفرعية سواء كانت مادية، مالية أو بشرية تتداخل وتتفاعل فيما بينها لتحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية.

الفرع الثاني: خصائص المؤسسة الاقتصادية:

تتصف المؤسسة الاقتصادية بعدة خصائص من بينها:

* شخصية قانونية مستقلة من حيث امتلاكها لحقوق، واجبات وصلاحيات؛

* القدرة على الإنتاج وأداء الوظيفة التي وجدت من اجلها؛

* القدرة على التكيف مع الظروف المتغيرة للمحيط من أجل البقاء؛

* التحديد الواضح للأهداف، السياسات، البرامج وأساليب العمل فكل مؤسسة تضع الأهداف سواء كانت نوعية أو كمية على غرار رقم الأعمال والحصص السوقية؛

[1] : عرباجي إسماعيل ، اقتصاد المؤسسة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 1996 ، ص11.
[2] : ناصر دادي عدون ، اقتصاد المؤسسة ،دار المحمدية ، الطبعة الأولى ، الجزائر ، 1998 ، ص 11.

* خاصية الهيكلة الملائمة، وهذه الخاصية تعبر عن الكيفية التي يتم فيها تنظيم المسؤوليات واتخاذ القرارات وتفاعلها ، والعلاقة بين الوظائف والأقسام الملائمة والفعالة ، مما يساعد على تحقيق الأهداف والأداء الجيد والحسن للمؤسسة.

الفرع الثالث: تصنيف المؤسسات الاقتصادية:[1]

تأخذ المؤسسات الاقتصادية أشكالا مختلفة ومتعددة، وهذه الأشكال يصعب دراستها بصفة إجمالية لذا واختصارا نأخذ مجموعة من المعايير بحيث من خلالها يمكن تصنيف هذه المؤسسات، وهذه المعايير هي:

- المعيار القانوني؛
- المعيار الاقتصادي؛
- معيار الحجم.

1. تصنيف المؤسسات الاقتصادية حسب المعيار القانوني:

1-1 المؤسسات الخاصة : وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها للخواص وتتفرع إلى نوعين ،مؤسسات خاصة فردية ومؤسسات خاصة في شكل شركات.

1-1-1 المؤسسات الفردية:

وهي المؤسسات التي يمتلكها فرد واحد يعتبر صاحب رأس المال ، فيقوم بنفسه بإدارة المؤسسة ،تنظيمها ، تسييرها ،واتخاذ القرارات المناسبة فيها، هذا ما يجعله المسؤول الأول والأخير عن نتائج أعماله. ولهذا النوع من المؤسسات مزايا أهمها:

- السهولة في التنظيم والإنشاء؛
- سهولة إمكانية الحصول على قروض وزيادة القدرة المالية للمؤسسة وذلك بسبب تضامن الشركاء.

أما المساوئ فتتمثل فيما يلي:

- تعرض حياة المؤسسة للخطر بسبب انسحاب أو وفاة أحد الشركاء؛

[1] : عمر صخري، "اقتصاد المؤسسة"، جامعة الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، 1993، ص 26-31.

– مسؤولية الشركاء غير محدودة.

2-1-1 : الشركات:

تعرف المؤسسة بأنها عبارة عن مؤسسة التي تعود ملكيتها إلى شخصين أو أكثر ، يلتزم كل منهم بتقديم حصة من المال أو من عمل لاقتسام ما قد ينتج عن هذه الشركات من أرباح أو خسائر، ويكفي معرفة نوع المؤسسة حتى يستطيع كل من يتعامل معها أن يعرف الأحكام السارية عليها ومدى مسؤولية الشركاء فيها دون الحاجة للاطلاع على عقد تأسيسها،[1] كما يجب توفير بعض الشروط عند إنشائها طبقا للقانون التجاري مثل توفير الرضا بين الشركاء ، الأهلية ، المحل والسبب.

حيث تقسم الشركات بشكل عام وحسب القانون التجاري الجزائري إلى قسمين رئيسين هما :

أ- شركات الأشخاص :

يمكن اعتبارها كإعادة اندماج لعدد معين من المؤسسات الفردية ، حيث تجمع رؤوس أموال أكبر وبالتالي احتلال أكبر مجال للنشاط الاقتصادي وتنقسم هذه الشركات حسب القانون التجاري الجزائري إلى:

- شركات التضامن؛
- شركات التوصية البسيطة؛
- شركات المحاصة.

ب- شركات الأموال :

وهي الشركات التي لا تقوم على الاعتبار الشخصي كشركات الأشخاص، بل تقوم على الاعتبار المالي بحيث يستطيع كل شخص المساهمة في رأس مالها ،بمعنى إن اهتمام المؤسسة يوجه إلى جمع رأس المال اللازم لها دون بحث في شخصية الشريك،[2] وهي شركة تتكون من مجموعة من الأشخاص يقدمون حصصا في رأس مالها على شكل أسهم، وتكون قيمة هذه الأخيرة متساوية وقابلة للتداول ويكتسبها المساهم عند التأسيس أو بواسطة الاكتتاب العام ، والمساهم أو الشريك لا يتحمل الخسارة إلى بمقدار قيمة الأسهم التي يشارك بها ، ويتقاضون مقابل أسهمهم أرباح موزعة.

[1] : مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار الفكر الجامعي، إسكندرية، 2007 ،ص 70.
[2] : عزيز العكيلي ،الشركات التجارية، مكتبة الثقافة للنشر و التوزيع، أردن، 1990 .ص 213.

وتنقسم هذه الشركات إلى ما يلي:

- الشركات ذات المسؤولية المحدودة: SARI
- شركات المساهمة أو ذات أسهم: SPA
- شركات التوصية بالأسهم: SCA
- المؤسسة ذات الشخص الوحيد:EURL

: **المؤسسات العمومية** : هي المؤسسات التي يكون رأس مالها تابع للدولة بكامله،ولا يحق للمسؤولين بيعها أو التصرف فيها إلا بموافقة الدولة ، حيث أن رأس مالها 100 % ملك للدولة أو الجماعات المحلية 1

وعليه تقسم هذه المؤسسات إلى:

1-2-1 : مؤسسات عمومية فرعية للوزارة : تسمى بالمؤسسات الوطنية تكون أحجامها عموما كبيرة ، تسير مركزيا من طرف الوزارة التي انشاتها اعتمادا على مسؤول تعينه للقيام بذلك ،على أن يقدم تقارير دورية للجهة الوصية عن نشاطها .

1-2-2 : مؤسسات عمومية فرعية للجماعات المحلية : تنشا من طرف البلدية أو الولاية أو تكون مشتركة فيما بينهما ، تخضع في إدارتها للجهة التي انشاتها وغالبا ما تكون متوسطة وصغيرة الحجم.

1-3 : المؤسسات المختلطة : تنشأ بين طرفين هما الدولة والقطاع الخاص ، ويتم إنشاؤها إما بالاتفاق بين الطرفين على القيام بمشروع اقتصادي معين ، يساهم الطرفين في تكوين رأس ماله وغالبا ما تكون نسبة مساهمة الدولة هي الأكبر (51 %) كحد أدنى وهذا حتى تكون لها الأغلبية دوما والأحقية في اتخاذ القرارات المتعلقة بنشاط المؤسسة ،وذلك حفاظا وضمانا للصالح الاقتصادي والاجتماعي وحتى السياسي العام الذي قد يتأثر في حالة ما إذا كانت نسبة مساهمة الشريك الخاص هي الأكبر .

2- المعيار الاقتصادي :

تصنف المؤسسات حسب هدا المعيار إلى ثلاثة أنواع :[1]

[1] : احمد طرطار ، تقنيات المحاسبة العامة في المؤسسة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 1999 ،ص 16

2-1 : المؤسسات الفلاحية : تعتبر مؤسسة فلاحية كل المؤسسات الاقتصادية التي يرتبط نشاطها مباشرة بالأرض ،أي بالموارد الطبيعية القابلة للاستهلاك في صورتها الأولية أو القريبة منه ، وعليه فان كل المؤسسات التعلق نشاطها الإنتاجي بالزراعة والصيد البحري وتربية المواشي تعتبر مؤسسات اقتصادية فلاحية .

2-**2 : المؤسسات الصناعية :** تعبر عن تلك المؤسسات التي ينحصر نشاطها الإنتاجي في تحويل الموارد بغرض جعلها صالحة للاستهلاك أو أقدر على تحقيق الإشباع، وتنقسم المؤسسات الصناعية عموما إلى مؤسسات الصناعات الخفيفة التي ينصب نشاطها عموما في الإنتاج الاستهلاكي ومؤسسات الصناعات المصنعة أو الثقيلة التي ينصب نشاطها في إنتاج وسائل الإنتاج

2-3 : المؤسسات الخدماتية: وهي المؤسسات التي تنشط في مجال التجارة ،التعليم، النقل، الصحة وأنشطة مختلف المؤسسات النقدية و المالية، وان كانت هذه المؤسسات مختلفة عن سابقاتها الفلاحية و الصناعية من حيث طبيعتها وخاصة منتجاتها ،فإنها تعتبر مؤسسات ذات أهمية بالغة ،كما يعتبر وجودها ومدى تطورها من حيث نوعية وجودة منتجاتها، عاملا أساسيا لقيام المؤسسات السابقة الذكر.

3- معيار الحجم :

توجد عدة مؤشرات تستخدم لتصنيف المؤسسات حسب معيار الحجم ، من بينها حجم الأرض أو المحل ،رأس المال ، ومؤشر عدد العمال في المؤسسة والذي يعد المؤشر الأكثر اعتمادا عليه في تصنيف المؤسسات حسب معيار الحجم ، فهو الذي يصنف على أساسه المؤسسة الاقتصادية إلى مؤسسات صغيرة ومتوسطة ومؤسسات كبيرة.

المطلب الثاني: مفهوم المؤسسة الفرع والمؤسسة الأم:

تطلق تسمية مجمع الشركات على المجموعة المتكونة من عدة شركات التي كل واحدة منها تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة بها، ولكنها تجمع فيما بينها روابط مختلفة حتى تجعل واحدة منها تدعى "شركة الأم"، التي تمتلك الشركات الأخرى – شركات فرعية – تحت سيطرتها وتمارس عليها رقابة محدثة بذلك مركزية في اتخاذ القرار.

من خلال هذا التعريف يتضح أن مجمع الشركات مكون من الأطراف التالية :[1]

الفرع الأول: المؤسسة الأم:

تعتبر شركة الأم كقمة هرم المجمع والتي ترتكز عليها وتمارس رقابة على شركات أخرى تسمى شركاتها فرعية. فتعرف شركة الأم على أنها : "البنية القانونية التي تجمع القدرة الاستراتيجية، فهي تبعث النشاط وتضمن المراقبة داخل المجمع"

تلعب المؤسسة الأم دورا معتبرا من خلال تحكمها في إصدار القرارات الاقتصادية، سواء تعلق الأمر بالعلاقات التجارية أو بمستقبل النشاط المختلفة للمجمع، إذ أنه بإمكانها أن تؤدي دورا صناعيا أو ماليا، حيث تقوم بتجميع النشاطات الاقتصادية المتماثلة والمتقاربة وهذا بممارستها لنشاط صناعي وفي نفس الوقت تقوم بالاحتفاظ بالأصول الصناعية، وفي بعض الحالات تقوم بالاحتفاظ بهذه الأصول دون أن تتحمل تسييرها بنفسها وإنما تنيط ذلك لشركة أخرى تفوضها نيابة عنها تدعى شركة عهدة.

الفرع الثاني : المؤسسة القابضة:

في حالة اقتصار المؤسسة الأم على الدور المالي فقط، تسمى المؤسسة الأم "المؤسسة القابضة" هذه الأخيرة لا تمارس أي نشاط صناعي أو تجاري ويقتصر نشاطها على تسيير المساهمات المالية المتعددة التي تملكها في مختلف الشركات، وعليه تعرف الشركات القابضة على أنها : "شركات لا تملك في أصولها إلا أسهم شركات أخرى، أو يتكوّن الجزء الأكبر من أصولها من أسهم شركات أخرى، حيث تعمل هذه الشركات على إتمام العمليات المالية التي تعدّ مهمة بالنسبة للشركات التي تراقبها وفي نفس الوقت تقوم بتوجيه ومراقبة نشاطاتها الصناعية والتجارية"

وحسب تعريف الاقتصادي عبد المجيد بوزيدي للشركة القابضة : "هي عبارة عن شركة مالية تمتلك حصة هامة من رأسمال شركات تنشط في نفس القطاع أو قطاعات متشابهة، ولهذا فهي تمارس رقابة، تنسيق وتوجيه النشاطات، وبالمقابل المؤسسة القابضة تشارك في تمويل شركاتها الفرعية بزيادة رأسمالها أو بإقراضها بديون طويلة الأجل. فالمؤسسة القابضة لها عدة أدوار من بينها :

– التنسيق بين المؤسسات الفرعية؛

[1] : مقدمي أحمد، النظام المحاسبي والجبائي لمجمع الشركات : دراسة حالة مجمع صيدال، رسالة ماجيستير غير منشوورة، قسم العوم الاقتصادية- كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير- جامعة الجزائر، 2006، ص ص 8-11.

- تحديد الاستراتيجية العامة للمجمع؛
- تطوير سياسة تقنية، تجارية ومالية موحدة لتحقيق الأهداف المسطرة بأقل تكلفة؛
- إدارة الممتلكات والمساهمات ومراقبة الشركات المقيمة والأجنبية.

غير أنه حاليا لم يعد نشاط الشركات القابضة مقتصرا على تسيير المساهمات المالية، بل امتد ليشمل عمليات الإدارة والتسيير وكذا توجيه النشاطات ومراقبتها.

الفرع الثالث : المؤسسة الفرعية.

من خلال تعاريف المجمع السالفة الذكر، يمكننا استخلاص تعريف للشركة الفرعية، والتي هي المؤسسة التي يسيطر عليها من قبل شركة أخرى (المؤسسة الأم أو القابضة)، على أن يكون رأسمالها على الأقل مكتسب بنسبة على الأقل 50 %، وهو ما يمكن لها من التحكم في التسيير والإدارة وممارسة الرقابة، وهذا لا يمنع من امتياز المؤسسة الفرعية بشخصية معنوية خاصة بها.

المطلب الثالث: خصائص المؤسسة الفرع وأهمية التجمع:

الفرع الأول : مفهوم المساهمة:[1]

تعني إنشاء روابط دائمة، وممارسة على المؤسسة التي يتحصل فيها على سندات المساهمة تأثير بهدف تحقيق مصالح فيظهر مفهوم المساهمة باكتساب شركة لرأسمال شركة أخرى، فحسب القانون التجاري الجزائري تم التطرق إلى هذه الحالة في المادة 729 من الأمر رقم 96-27 المؤرخ في 09 ديسمبر 1996 من القانون المعدل والمكمل لسنة 1975 "... تعتبر شركة مساهمة في شركة أخرى إذا كان جزء الرأسمال الذي تملكه في هذه الأخيرة يقل عن 50 % أو يساويها". ومنه فإن القانون الجزائري يعتبر مساهمة كل امتلاك في رأسمال شركة أخرى يقل عن نسبة 50% أو يساويها.

لكن هذا التعريف لا يعبر بصفة دقيقة عن حوق الملكية، التي تحدد حصة المؤسسة الأم من أرباح المؤسسة الفرعية إذا كانت تملك أقل من 50% من رأسمال المؤسسة الفرعية. لذا يمكن توسيع هذا التعريف ليعبر عن حصة الرأسمال المملوكة من قبل المؤسسة الأم بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في

[1] : مقدمي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 17-20 .

رأسمال شركة فرعية ، فهو مفهوم مالي يمكن من حساب حصة المؤسسة الأم في الرأسمال والنتيجة. كما يمكن تسميته بمعدل الفائدة.

يمكن أن تأخذ المساهمة الأشكال التالية:

- **المساهمة المباشرة:** يظهر هذا الشكل من المساهمة عند امتلاك شركة قسط من رأسمال شركة أخرى؛
- **مساهمات غير مباشرة:** يحدث هذا الشكل من المساهمات عندما تمتلك شركة ما قسط من رأسمال شركة وهي بدورها تمتلك جزء من رأسمال شركة أخرى؛
- **المساهمات المركبة:** يظهر هذا النوع من المساهمات عندما تمتلك المؤسسة أقساطا من رأسمال في عدة شركات بطريقة مباشرة وغير مباشرة؛
- **المساهمات المتبادلة:** يحدث هذا الشكل من المساهمات عندما كل شركة تساهم في رأسمال شركة أخرى وتكون هذه الأخيرة هي بدورها مساهمة في رأسمال المؤسسة الأولى؛
- **المساهمة الدائرية:** تمثل مساهمة متتابعة في شكل دورة مجموعة شركات تتكون من أكثر من شركتين.

ثانيا: تعريف معدل الرقابة:[1]

يمتاز مجمع الشركات بممارسة رقابة من قبل شركة الأم على شركاتها الفرعية. حيث يمثل معدل الرقابة المباشرة أو غير المباشرة بين المؤسسة الأم والشركات الأخرى، يحدد عن طريق معدل حقوق التصويت المملوكة من قبل المؤسسة الأم، فإذا كان معدل الرقابة يفوق 50% فالمؤسسة الأم تملك الرقابة المطلقة لحقوق التصويت في المؤسسة المعنية.

يعرف المجمع على أنه عبارة عن وحدة اقتصادية متكونة من شركة أم وشركات فرعية، التي تمارس عليها رقابة، فإما أن تكون رقابة مطلقة أو مشتركة أو ذات تأثير بارزا.

أ – الرقابة المطلقة:

[1] : مقدمي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 21-22.

تتجلى الرقابة المطلقة في حالة ما إذا كانت المؤسسة الأم تتحكم وتمارس سلطة فرض القرار على مستوى الإدارة والسياسات المالية والعملية في شركة ما. وهذا النوع من الرقابة ينقسم إلى ثلاثة أنواع :

– **الرقابة القانونية:** تتحصل المؤسسة الأم على هذا النوع من الرقابة من خلال امتلاكها بطريقة مباشرة أو غير مباشرة لأكثر من 50 % من حقوق التصويت في شركة أخرى، مّما تعطى لها حق اتخاذ القرار.

– **الرقابة التعاقدية:** في هذه الحالة تفرض المؤسسة الأم رقابتها على شركة أخرى بموجب عقد أو بند من القانون التأسيسي، يقضي بذلك، وهذا إن كان ممكنا في بلد تواجد هاته الأخيرة، وهذه القاعدة تخالف القاعدة الأساسية التي هي امتلاك أغلبية حقوق التصويت.

– **الرقابة الممارسة بالفعل:** في هذه الحالة تمارس شركة الأم رقابة على المؤسسة الفرعية بالرغم من عدم امتلاكها لأغلبية حقوق التصويت، و لا يوجد عقد مبرم بين الطرفين ويتجَلى ذلك لما :

- يتم تعيين ولمدة سنتين متتابعتين لأغلبية الهيئات المسيرة للإدارة،
- ولا يتم هذا إلا بحيازتها على الأقل 40 % من حقوق التصويت بشرط أن لا يمتلكها مساهم واحد.

ثالثا: مقارنة بين معدل المساهمة –الفائدة– ومعدل الرقابة.[1]

لحساب معدل الفائدة في كل سلسلة متتابعة، نقوم بضرب المعدلات المملوكة (رأس المال المملوك) لكل شركة فرعية للسلسلة وتجمع المعدلات المحصل عليها من كل سلسلة.

ولتحديد معدل الرقابة، يجب جمع معدل الرقابة المملوكة من طرف المؤسسة الأم ومعدل الرقابة المملوكة من قبل الشركات التي تراقبها المؤسسة الأم، وبذلك يتم جمع معدل الرقابة التي تملكه المؤسسة الأم ومعدل الرقابة الذي تمتلكه المؤسسة الفرعية في الشركات الأخرى.

- **في المساهمة المباشرة :**

– معدل الرقابة يساوي معدل حقوق التصويت الخاصة بالمؤسسة الأم داخل شركاتها الفرعية؛

– معدل الفائدة يساوي الحصة من رأسمال الخاص بالمؤسسة الأم داخل شركتها الفرعية.

[1] : مقدمي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 22-23.(بتصرف)

- **في المساهمة غير المباشرة :**

– معدل الرقابة يحدد درجة بدرجة وينقطع في حالة وجود رقابة مزدوجة أو تأثير بارز؛

– معدل الفائدة يتحدد بضرب معدلات الامتلاك لكل شركة مكونة للسلسلة.

ثالثا: أهمية نظام المجمع بالنسبة لمؤسسة فرع وتأثيره على هيكلها المالي:

1- ضمانات المؤسسة الأم أمام المتعاملين الآخرين:[1]

– عادة ما تقبل شركات التعامل مع شركات أخرى بمجرد أنها تنتمي إلى مجمع شركات كبير ومعروف، غير أن هذا الانتماء لا يمكن أن يضمن العقود المبرمة بين الشركتين، فهو لا يعطي ضمان قانوني، لذا فالمسيرين الحذرين يطلبون ضمان كتابي مبرم من قبل المؤسسة الأم.

– بعض التعهدات يسجل فيها بشرف المؤسسة الأم،

– وفيها من تتعهد بضمان جانب الوسائل فقط،

– وفي أخرى تتعهد المؤسسة الأم أن النتيجة التي ستحققها شركتها الفرعية هي المسؤولة عنها، ومنه فهي تتعهد بدفع الديون عنها، وهذا ما يعتبر كتعهد ضمان أمام الآخرين.

2- مزايا أخرى:

- إلغاء التكاليف المتكررة: بتخصص كل شركة فرعية لنفس المجمع بنشاط معين بحيث تتكامل هذه الأنشطة فيما بينها، هذا من شأنه أن يخفض من التكاليف المتكررة في حالة عدم التخصص في الأنشطة ، وكمثل على ذلك المجمع الشرقي لدواجن.
- تشكيل سوق داخلي: عادة ما نجد أن المؤسسة المندرجة تحت مجمع واحد لها نفس طابع النشاط، بحيث تجد المنتوج الذي تنتجه إحدى المؤسسات الفرعية يكون مادة أولية بالنسبة لمؤسسة أخرى، هذا ما يسهل عمليات التفاوض ويضمن حسن العلاقة مع الزبائن والموردين، وتخفيض الأسعار والتكاليف وضمان التموين اللازم.

[1] : مقدمي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 6.

- الدعم المالي: إضافة إلى أن المجمع يعتبر كضمانة للمؤسسة الفرعية في التوسع في الاستدانة، إلا أنه يمكن لها أن تحصل على الدعم المالي في حالة وقعها في عجز مالي أو في حالة التوسع في الاستثمارات.
- الدعم البشري: المجمع يتيح للشركات الفرعية المؤسسة حديثا، من اكتساب أيدي عاملة كفأة بمجرد بداية نشاطها، وهذا من خلال إمكانية تحويل الإطارات العاملة من شركة لأخرى، وكذلك فإن التأطير الذي يحققه المجمع، يسمح بتبني أفضل المشاريع، ويمكن من تغطية العيوب بمجرد ظهورها.

المبحث الثاني: التحليل المالي كأداة لتقييم الهيكل المالي للمؤسسة:

إن الاختلاف في مصادر تمويل المؤسسة سيؤدي إلى العديد من النتائج على أداء المؤسسة والتي من أهمها الوضع المالي للمؤسسة، وبالتالي فإن اختيار الهيكل المالي وحده غير كاف وانما يجب تقييمه من أجل الحكم عليه، ويتم ذلك من خلال أدوات التحليل المالي وأهمها مؤشرات التوازن و نسب الهيكلة المالية.

المطلب الأول: مفهوم التحليل المالي:

الفرع الأول: تعريف التحليل المالي:

التحليل المالي هو تقنية لها قواعد، معايير وأسس، تهتم بتجميع البيانات والمعلومات الخاصة بالقوائم المالية للمؤسسة الاقتصادية، وإجراء التصنيف اللازم لها ثم إخضاعها إلى دراسة تفصيلية دقيقة وإيجاد الربط والعلاقة فيما بينها. فمثلا العلاقة بين الأصول المتداولة التي تمثل السيولة في المؤسسة وبين الخصوم المتداولة التي تشكل التزامات قصيرة الأجل على المؤسسة، والعلاقة بين أموال الملكية و الالتزامات طويلة الأجل بالإضافة إلى العلاقة بين الإيرادات والمصروفات، ثم تفسير النتائج التي تم التوصل إليها والبحث عن أسبابها وذلك لاكتشاف نقاط الضعف والقوة في الخطط والسياسات المالية بالإضافة إلى تقييم أنظمة الرقابة ووضع الحلول والتوصيات اللازمة لذلك في الوقت المناسب.[1]

والدراسة تكون بعدة طرق ووسائل، فقد تكون بتفسير قيمة أو كتلة من الميزانية في تاريخ معين أو مقارنة بين تاريخين محددين، أو بين مؤسستين، كما تكون باستعمال وخلق علاقات بين كتل الميزانية

[1] : فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي ، SME financial ، الطبعة الأولى، فليسطين، 2008، ص 2.

وذلك مثلا بمقارنة عناصر التمويل التي تحضى بها المؤسسة ومختلف استخداماتها، فيتقدم لنا ما يسمى بالتوازنات المالية؛ أو باستعمال مقارنة عن طريق النسب بين مختلف القيم والكتل، سواء في الميزانية المحاسبية أو في جدول حسابات النتائج.

الفرع الثاني: أهمية و أهداف التحليل المالي:

أولا: أهمية التحليل المالي:

تتمثل أهميته عموما في النقاط التالية:

– يساعد التحليل المالي إدارة المؤسسة في رسم أهدافها؛ و بالتالي إعداد الخطط السنوية اللازمة لمزاولة نشاطها الاقتصادي؛

– تمكين الإدارة من تصحيح الانحرافات حال حدوثها، و ذلك باتخاذ القرارات اللازمة؛

– يوفر التحليل المالي المؤشرات المختلفة التي تساعد في رسم الأهداف المالية و الاقتصادية و الاجتماعية على مستوى المؤسسة؛

– يعتبر التحليل المالي أداة فعالة لزيادة فعالية عملية التدقيق؛

– معرفة الوضع المالي، أي تشخيص الحالة المالية للمؤسسة؛

– تحديد قدرة المؤسسة على الاقتراض و الوفاء بديونها.

2 – أهداف التحليل المالي

تختلف الأهداف المرجوة من التحليل المالي باختلاف الأطراف التي تستخدمه. فالطرف الخارجي و المتمثل في المؤسسات المصرفية، المستثمرون، مصلحة الضرائب...الخ، يتمثل هدفهم الرئيسي من التحليل المالي في مقارنة الوضعية العامة للمؤسسة مع مثيلاتها من القطاع نفسه. أما الطرف الداخلي و المتمثل في المسيرين، المساهمين والعمال ... الخ، والذين يتمثل هدفهم من التحليل المالي بشكل عام في ما يلي:

أ- الاطلاع على مدى صلاحية السياسات المالية و الإنتاجية و التمويلية و التوزيعية للفترة تحت التحليل؛

ب- التحقق من المركز المالي للمؤسسة، والتعرف على الأخطار المالية التي قد تتعرض لها المؤسسة؛

ج- وضع المعلومات المتوصل إليها للاستفادة منها في المراقبة العامة لنشاط المؤسسة.

باعتبار التحليل المالي مرجع يعود إليه متخذ القرار، ويستفيد من خلاله في تشخيص الجانب المالي باعتباره الصورة الحقيقية للنشاط الكلي للمؤسسة، فنتائج التحليلات، تقدم نتائج وأرقام تفسر ماليا، وهذه التفسيرات تعد قاعدة لاتخاذ الإجراءات والقرارات من طرف المسئولين المعنيين. و عليه، فإن الأهداف المرجوة من التحليل المالي كثيرة و متنوعة، و من أهمها الأهداف الآتية:[1]

- التعرف على الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة، و ذلك من خلال الانتقال إلى الميزانية المالية، و التي تعبر عن الصورة الحالية الحقيقية للمؤسسة؛
- تقييم الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، و معرفة مدى استطاعتها على خدمة ديونها و قدرتها على الاقتراض في المستقبل؛
- محاولة تقدير الأخطار المالية التي قد تتعرض لها المؤسسة الاقتصادية نتيجة لجوئها للاستدانة، وذلك من خلال التحقق من مركزها المالي؛
- تقييم السياسات المالية و التشغيلية المتبعة؛
- الحكم على كفاءة الإدارة؛
- تقييم جدوى الاستثمار في المؤسسة؛
- الاستفادة من المعلومات المتاحة لاتخاذ القرارات الخاصة بالرقابة و التقويم.

إن الأهداف المرجوة من التحليل قد تختلف حسب اختلاف المحلل، و لكن في كل الحالات ينتظر من هذا الأخير أن يجيب على السؤال الجوهري الآتي: هل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدروسة متوازن ؟

[1] : . 1 عبد الحليم كراجة وآخرون، **الإدارة والتحليل المالي**، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000 ، ص. 143

ويتشعب عن هذا السؤال شقين أساسيين: فالأول مرتبط بمعرفة المؤسسة لالتزاماتها قريبة الأجل، وهو ما يستدعي دراسة وضعية الخزينة، أي دراسة السيولة المتاحة لديها. و أما الثاني فهو مرتبط بمشكل تمويل المؤسسة وهو ما يستدعى دراسة الخصوم لتحديد نسب كل من أموال الملكية و أموال الاستدانة.[1]

المطلب الثاني: التقييم باستعمال مؤشرات التوازن المالي:

الفرع الأول: رأس المال العامل:

هو ذلك المؤشر للتوازن وهو عبارة عن نقطة عبور من مشاكل التوازن المالي على مدى الطويل إلى المدى القصير. وهو هامش الأمان الناتج عن فائض الأموال الدائمة على الأصول الثابتة أي أنه التمويل الدائم الموجه لدورة الاستغلال ويحسب بإحدى الطريقتين:[2]

- **من أعلى الميزانية:**

رأس المال العامل = الأموال الدائمة – الأصول الثابتة

- **من أسفل الميزانية:**

رأس المال العامل = الأصول المتداولة – الديون القصيرة الأجل

وهناك ثلاثة حالات لرأس المال:[3]

- رأس المال العامل أكبر من الصفر، هذا يعني زيادة في السيولة في السيولة قصيرة الأجل على الالتزامات القصيرة الأجل, قدرة المؤسسة على التسديد، وهذا ما يحقق توازن في الهيكل المالي للمؤسسة.
- رأس المال العامل يساوي الصفر، هذا يعني تغطي الأموال الدائمة الأصول الثابتة فقط، قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها في ميعاد استحقاقها.
- رأس المال العامل أقل من الصفر، هذا يعني الصعوبة في قدرة التسديد، وهذا ما يدل على عدم توازن الهيكل المالي للمؤسسة.

[1] : باديس بن عيشة، **تحليل الاختلال المالي للمؤسسة من منظور ديناميكي نحو نمو متوازن**، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،1996، ص7.

[2] : Josette Peyrard, « Analyse Financière », 8e Edition, Librairie Vuibert, Paris, 1999, pp128-129.

[3] : Elie Cohen, Analyse Financiere , 4e Edition, Editions Economica, 1997, p 275.

إن الانتقادات الموجهة ل رأس المال العامل كمؤشر على قدرة الوفاء تعود لاستحالة وجود علاقة واضحة بين مستوى رأس المال العامل وخطر الإفلاس، حيث انه وجدت عدة مؤسسات قادرة على الوفاء مع رأسمال عامل سالب، والعكس بالعكس بالنسبة لمؤسسات اخرى.

ويمكن إبراز أهم أسباب التغيرات في رأس المال العامل فيما يلي:

1. عمليات تنقص من رأس المال العامل:

- **الرفع الأصول الثابتة:** الاستثمارات المادية، الاستثمارات المعنوية، الاستثمارات المالية.
- **التخفيض في الأموال الدائمة:**

* **تخفيض الأموال الخاصة:** تخفيض رأس المال، توزيع جزء من الاحتياطات، الخسائر الاستغلال المتحققة.

* **تسديد الأموال المقترضة:** الديون طويلة ومتوسطة الأجل، الديون الحالية للشركاء، السندات.

2. عمليات ترفع من رأس المال العامل:

2-1 الرفع الأموال الدائمة:

- **زيادة الأموال الخاصة:** رفع أ رس المال، تكوين الاحتياطات، إعانات الاستثمار؛
- **زيادة القروض:** اصدار سندات، الحصول على ديون طويلة الأجل.

2-2 تخفيض الأصول الثابتة: تنازل عن الاستثمارات

بالإضافة لمفهوم رأس المال العامل الدائم، ظهرت مفاهيم أخرى لرأس المال العامل وتتمثل فيما يلي:

*** رأس المال العامل الخاص:**

وهو مقدار الفرق بين أموال الملكية و الأصول الثابتة ويحسب بالعلاقة الآتية:

رأس المال العامل الخاص = أموال الملكية – الأصول ثابتة

من خلال حساب رأس المال العامل الخاص نستطيع الحصول على صورة أكثر دقة من التي يمنحها لنا راس المال العامل الدائم، وهذا لأن رأس المال العامل الخاص يعتبر أداة للحكم على مدى الاستقلالية المالية للمؤسسة، أي أن وجوده بقيم موجبة يدل على أن كامل الأصول الثابتة و جزء من الأصول المتداولة ممولة عن طريق أموال الملكية كما أنه يساعد على قياس مرونة المؤسسة فيما يخص المديونية.

*** رأس المال العامل الإجمالي:**

ويضم مجموع عناصر الأصول التي تدخل ضمن الدورة الاستغلالية للمؤسسة، وتتمثل في مجموع الأصول التي تدوم لمدة سنة واحدة أو أقل من سنة، ويحسب بالعلاقة التالية:

رأس المال العامل الإجمالي = مجموع الأصول المتداولة

*** رأس مال العامل الخارجي أو الأجنبي:**

يمثل إجمالي أموال الاستدانة التي تسخر لتمويل أصول المؤسسة الاقتصادية، ويحسب كما يلي:

رأس مال العامل الخارجي = ديون طويلة ومتوسطة الأجل +ديون قصيرة الأجل

من أجل تقدير ملاءة وسيولة المؤسسة على المدى القصير، فإن رأس المال العامل وحده غير كافي لاستصدار حكم حول تحقق التوازن المالي بين استخدامات وموارد المؤسسة. لذا يتوجب علينا حساب مؤشر آخر للتوازن المالي والمتمثل في احتياجات رأس لمال العامل.

الفرع الثاني: احتياجات رأس مال العامل:

تعرف احتياجات رأس المال العامل بأنها رأس المال العامل الذي تحتاج إليه المؤسسة فعلا لمواجهة بصفة حقيقية احتياجات السيولة عند مواعيد استحقاق الديون قصيرة الأجل، وتتضمن تسيير دورة الاستغلال بصورة عادية[1]. فدورة الاستغلال يترتب عنها احتياجات دورية متجددة يجب تغطيتها بمصادر تمويل دورية أيضا؛ فإذا كانت احتياجات التمويل للدورة أكبر من الموارد المتولدة من نفس الدورة، نقول في هذه الحالة أن المؤسسة بحاجة إلى رأس مال عامل؛ وتحسب احتياجات رأس المال العامل بالعلاقة التالية:

[1] : الطاهر لطرش :تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر 2001 ، ص148 .

احتياجات رأس مال العامل = احتياجات التمويل الدورية – مصادر التمويل الدورية

حيث أن احتياجات التمويل الدورية ترتبط بسرعة دوران عناصر الأصول المتداولة، أما موارد التمويل فتتمثل في الديون قصيرة الأجل، أو ما يعرف بخصوم الخزينة التي لم يصل بعد تاريخ استحقاقها، ويمكن تحديد احتياجات رأس المال العامل بالعلاقة التالية:

احتياجات رأس مال العامل= (قيم الاستغلال+ قيم غير جاهزة)– (الديون قصيرة الأجل– سلفات مصرفية)

= (الأصول المتداولة– القيم الجاهزة)–(الديون قصيرة الأجل– سلفات مصرفية)

الفرع الثالث: الخزينة:[1]

تعبر الخزينة عن القيم المالية التي يمكن أن تتصرف فيها المؤسسة لدورة معينة، أي هي مجموع الأموال الجاهزة التي في حوزة المؤسسة لمدة دورة استغلالية، وهي تشمل صافي القيم الجاهزة أي ما تستطيع المؤسسة التصرف فيه فعلا من مبالغ سائلة. ويتم حسابها بالعلاقة التالية:

الخزينة = رأس المال العامل الدائم – احتياجات رأس المال العامل

إن عملية مقابلة رأس المال العامل مع احتياجات رأس المال العامل يظهر الوضعيات الثلاثة المختلفة للخزينة :

الحالة الأولى: الخزينة الصفرية:

تمثل الخزينة الصفرية في المؤسسة الاقتصادية الحالة التي قد تحقق فيها هذه الأخيرة توازنها المالي، وذلك بتطابق كل من رأس المال العامل واحتياجات رأس المال العامل، لكن لابد من توخي الحذر في مثل هذه الحالة لمواجهة أي احتياجات مالية غير متوقعة.

الحالة الثانية: الخزينة موجبة:

[1] : إسماعيل عرجاجي، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2001 ، ص148 .

في هذه الحالة تنتج المؤسسة هامش دائم من النقود (فائض)، أي أن الموارد الدائمة تفوق الأصول الثابتة، وبالتالي هناك فائض في رأس المال العامل مقارنة بالاحتياجات، ويجد هذا الفائض مكانه في شكل سيولة وهو ما يشكل خزينة إيجابية بإمكانها تمويل جزء من الأصول المتداولة التي قد تفوق الخصوم المتداولة، لكن لا يجب أن نحتفظ بقيمة كبيرة للخزينة، لأن هذا ينتج عنه تجميد لأموال مكلفة دون عوائد مرجوة.

الحالة الثالثة: الخزينة سالبة:

وهي الوضعية التي تكون فيها المؤسسة بحاجة إلى موارد مالية لتغطية احتياجاتها المالية المتزايدة من أجل استمرار النشاط، و تعتبر من اخطر الوضعيات التي يمكن أن تكون عليها الخزينة، و هذا لأنها من الممكن أن تكون سبب في إفلاس المؤسسة لقاء عدم قدرتها نهائيا على الدفع اتجاه دائنيها.

المطلب الثالث: التحليل المـــالي بواسطة النسب:

الفرع الأول .مفهوم النسب المالية:[1]

تعتبر النسب المالية من أقدم أدوات التحليل المالي وأهمها ويعود تاريخ استخدامها إلى منتصف القرن التاسع عشر، وتنصب النسب المالية على دراسة قيم العناصر الظاهرة في القوائم المالية والتقارير المحاسبية بهدف إضفاء دلالة ذات مغزى وأهمية على البيانات الوردة هذه القوائم.

وتعرف النسب المالية على أنها علاقات بين القيم المحاسبية الواردة في الكشوفات المالية، مرتبطة ومنظمة، لتكون دالة على تقييم أداء نشاط معين عند نقطة زمنية معينة.

يتضح من تعريف النسب المالية، أن مفهوم النسبة هو الأساس في دراسة قيم التغيرات الواردة في القوائم المالية بهدف إضفاء المعنى والدلالة لها لتعكس أداء المؤسسة. وتجدر الإشارة إلى أنه من الممكن وضع العديد من النسب المالية لكن المهم هو وضع نسب مالية ذات دلالة والتي تقدم معلومات تساعد على تقييم وضع المؤسسة واتخاذ القرارات الإدارية المناسبة لعملية التقويم.

إن الأساس المعتمد في تركيبة القيم النسبية هو الخلط بين القيم المطلقة في الميزانية وجدول حسابات النتائج، إلا أن الوقوف عند هذه العلاقة لا يخدم المحلل المالي بشيء، إذ لابد من اعتماد معايير مرجعية

[1] : عدنان نابه النعيمي، راشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008 ، ص 83.

يتم على أساسها تقييم نتائج النسب المالية للمؤسسة، حيث أن المعايير المرجعية يمكن أن تأخذ شكل المعايير التاريخية والمطلقة ومعايير متوسط الصناعة والمعيار المستهدف، فالمحلل المالي لابد عليه الاعتماد على الأقل على معيار مرجعي واحد لمقارنة النسب المالية المتحصل عليها.

وتساعد النسب المالية إدارة المؤسسة على دارسة الهيكل المالي لها وذلك من خلال تسليط الضوء على النقطتين التاليتين:

- التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية؛
- كفاءة استثمار الأموال الموضوعة تحت تصرف المؤسسة بشكل سليم.

الفرع الثاني: النسب المالية المستخدمة في تقييم الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية:

تتميز النسب المالية بكثرتها و تنوعها، و سنحاول الاقتصار على أهم النسب المالية ذات العلاقة بموضوع الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، حيث يتفق اغلب المختصين على أن النسب المالية تنقسم إلى أربع مجموعات رئيسية وكل مجموعة تنقسم بدورها إلى مجموعة من النسب أو المعدلات المالية وهذه المجموعات الأربع هي الآتي:

1- نسب السيولة؛

2- نسب الرفع المالي؛

3- نسب النشاط أو نسب الدوران؛

4- نسب الربحية.

<u>المجموعة الأولى: نسب السيولة:</u>

نسب السيولة هي النسب التي تقيس العناصر السائلة والعناصر الأقرب إلى السيولة من اجل معرفة أن المشروع لا يعاني من عسر مالي في مجال سداد التزاماته واهم هذه النسب هي الآتي [1]:

1-نسبة التداول [2]:

[1] . مفلح عقل. **<u>مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي</u>**،مصدر سابق ذكره، ص312.
[2]. عدنان تايه النعيمي وآخرين. **<u>الإدارة المالية</u>**، دار المسيرة، ط 1، عمان، 2007 ، ص103.

وهذه النسبة تسمى أيضا بنسبة السيولة العادية. ويستفاد منها في معرفة مدى قدرة المشروع على الإيفاء أو سداد التزاماته.

السيولة العادية = (الأصول المتداولة ÷ الالتزامات قصيرة الأجل"المطلوبات المتداولة") = مرة

وهناك من يعطون قيمة معيارية لهذه النسبة وينبغي أن لا تهبط عن هذه القيمة، حيث أن النسبة المقبولة هي (1:2) أي أن الأصول المتداولة تكون ضعف المطلوبات المتداولة. لكن هذه النسبة أو هذا النوع من نسب السيولة يتعرض إلى انتقادات منها أن نسبة التداول لا تعط نسبة السيولة الصحيحة باعتبار أن الموجودات المتداولة (وهي بسط النسبة) تتكون من فقرات متعددة منها ما هو قريب من السيولة النقدية ومنها ما هو بعيد عن السيولة، بل يصعب أحيانا تحويله إلى سيولة في فترة قصيرة من الزمن كالمخزون السلعي، لذا اقتضت الضرورة إلى استخدام نسب أخرى من السيولة والتي تستبعد مثل هذه الفقرات البعيدة عن السيولة.

2-نسبة السيولة السريعة: [1]

السيولة السريعة = [(الأصول المتداولة – المخزون السلعي) ÷ الالتزامات قصيرة الأجل]= مرة

وهناك بعض المختصين من يطرح أوراق الدفع إضافة إلى المخزون السلعي فتكون المعادلة كالآتي:

السيولة السريعة = [الأصول المتداولة – (المخزون السلعي+ أوراق الدفع)] ÷ الالتزامات قصيرة الأجل = مرة

والنسبة المقبولة هنا هي (1:1) أما سبب إبعاد المخزون السلعي باعتبار أن عملية تحويل المخزون إلى سيولة يحتاج إلى وقت وربما لا يمكن تحويله بمدة قصيرة سيما إذا كان السوق يمر بحالة كساد.

3-نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى متوسط الخصوم المتداولة: [2]

وهذه النسبة من النسب المتشددة حيث أنها تستبعد كل البنود الغير نقدية وتبقي فقط على البنود النقدية وما بحكمها ويكون شكل النسبة كالآتي:

[1] :عدنان تايه النعيمي وآخرين. **الإدارة المالية**، دار المسيرة، ط 1، عمان، 2007 ، ص103.
[2] . عقل مفلح محمد ، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، مكتبة المجتمع العربي ، ط1،عمان، 2006، ص316.

نسبة التدفقات النقدية = صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية / متوسط الخصوم المتداولة = مرة

حيث أن: **متوسط الخصوم المتداولة = (الخصوم المتداولة أول المدة + الخصوم المتداولة آخر المدة) / 2 .**

في حين أن البعض يطلق على هذه النسبة بنسبة السيولة الفورية أو القطعية.

السيولة الفورية "القطعية" = (النقدية ÷ الالتزامات قصيرة الأجل) = مرة

إلا أن هذه النسبة حسب وجهة نظر الباحث المتواضعة غير معقولة وهي تجافي الواقع العملي حيث أن اغلب المختصين في الإدارة المالية والاقتصاديين [1] يعتبرون أن بقاء مبالغ كبيرة في النقدية يعتبر تعطيل لموارد المشروع لان بقاء النقود معطلة لها كلفة لا يستهان بها تسمى كلفة الفرصة البديلة لرأس المال. وبالتالي فان بقاء هذه النقود معطلة دون استثمار يمثل خسارة للمشروع وكان بالإمكان استثمارها وفي أسوأ الحالات يمكن اخذ فائدة عليها إذا ما وضعت في البنوك.

لذا ينبغي أن تكون هناك عملية موازنة بين السيولة والمخاطرة ويقصد بالمخاطرة هنا العسر المالي الذي يواجهه المشروع أثناء تأدية التزاماته المستحقة. من جهة أخرى لا توجد أو لم يعط المختصون المقدار المقبول لهذه النسبة أي نسبة السيولة الفورية.

تجدر الإشارة إلى أن نسب السيولة تدعى بنسب تحليل المركز المالي القصير الأجل. أما المركز المالي الطويل الأجل فتستخدم العلاقة بين الأصول الثابتة والالتزامات الطويلة الأجل. ومن جهة أخرى فان نسب السيولة مفيدة للإدارة من ناحية معرفة موقفها المالي لأبعاد أي مخاطر تهدد المنظمة من ناحية مرور المشروع بضائقة مالية ومن ثم قد تكون هناك مضاعفات خطيرة على المشروع تؤدي بالمستقبل إلى إعلان إفلاسه. إذا هذه النسب تمثل دور رقابي جيد بيد الإدارة.

المجموعة الثانية: نسب الرفع المالي والمقدرة على الوفاء بعبء الديون أو نسب المديونية [2]:

وهذه النسب من النسب المهمة بالنسبة للمقرضين والمستثمرين بالإضافة طبعا للإدارة، حيث أن هذه النسب تُظهر مدى مساهمة الديون – سواء ممثلة في الالتزامات القصيرة الأجل أو الطويلة الأجل – في

[1] . عبد الستار مصطفى الصياح، **الإدارة المالية**، دار وائل، ط1، عمان، الأردن، 2006، ص131.
[2] . عقل، مفلح محمد ، مرجع سابق ذكره، ص332.

تمويل أصول المؤسسة مقارنة بمساهمة الملاّك، فعن طريق نسب الرفع المالي نستطيع معرفة نسبة حقوق المساهمين وكذلك نسبة القروض أو الديون الخارجية . ومن هذه النسب الآتي:

1- نسبة الديون إلى إجمالي الأصول (معدل نسبة المديونية أو الاقتراض) [1]:

تقيس هذه النسبة نسبة الديون التي ساهم فيها الغير بالنسبة إلى إجمالي أصول المؤسسة، طبعا كلما تدنّت هذه النسبة كلما دلّ على أن المؤسسة تعتمد في تمويل أصولها على الإمكانيات الذاتية والعكس صحيح. إن كبر هذه النسبة غير مرغوب باعتبار أن المؤسسة ستتحمل فوائد وأقساط كبيرة على القروض التي حصلت عليها، بالإضافة إلى أن كبر نسبة الديون ستؤدي إلى ارتهان قرار الإدارة للجهات المقرضة. لكن هناك استثناءات ، فمن هذه الاستثناءات هي عندما يكون هناك تضخم فيُحبذ أن يكون التمويل عن طريق الاقتراض بدلا من أن يكون التمويل من الأسهم، والسبب في ذلك يعود إلى أن الضريبة التي ستُدفع ستكون اقل وذلك لان فوائد القروض ستُقتطع من الضريبة، كذلك فان الأموال التي ستُقترض ستكون قيمتها أعلى في بداية الاقتراض وستكون اقل قيمتها عند التسديد، لذا فعلى المحلل المالي أن ينتبه إلى هذا الجانب وينبغي أن يحسب هذه الأمور وهل أن الإدارة أخذت هذه المسالة بنظر الاعتبار أم لا، لذا فعلى المحلل أن يعرف الظروف العامة التي تعمل فيها المؤسسة من اجل أن يكون تحليله دقيقا، وبالتالي سيكون تحليله أيضا ذو قيمة من الناحية الفنية. وهذه الأدوات من أدوات الرقابة على الأداء والتي لا تستطيع الأنواع الأخرى من الرقابة كشفها.

نسبة الديون إلى إجمالي الأصول = [(المطلوبات المتداولة + المطلوبات طويلة الأجل) / إجمالي الأصول] *100 = %

يذكر انه كلما زادت النسبة كلما قلّت قدرة المؤسسة على الاقتراض الخارجي بالمستقبل.

2- نسبة الديون إلى حقوق الملكية [2]:

تقيس هذه النسبة نسبة الديون إلى حقوق الملاك ودرجة اعتماد المؤسسة على التمويل من مصادرها الذاتية. تحاول كثير من الشركات ضبط هذه النسبة حتى تتمكن من التحكم بالدين الخارجي.

[1] . عدنان تايه النعيمي وآخرين ، مرجع سبق ذكره، ص103.
[2] . عدنان تايه النعيمي وآخرين ، مرجع سبق ذكره، ، ص104.

نسبة الديون إلى حقوق الملكية = [الديون (خصوم متداولة وطويلة الأجل) *100] / حقوق الملكية (راس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة) = %

3-معدل تغطية الفوائد [1]:

هذا المعدل يوضح مدى قدرة المؤسسة على خدمة ديونها وتحمل أعباء الفائدة، وكلما كان هذا المعدل كبيرا كلما دلً على أن المؤسسة قادرة على الإيفاء بالتزاماتها وهذا المعدل يؤكد عليه المقرضون والدائنون من اجل الاطمئنان قبل إعطاء أي قرض.

معدل تغطية الفوائد = صافي الربح قبل الفوائد والضريبة / الفوائد المدفوعة = مرة

4-نسبة التغطية الشاملة [2]:

هذه النسبة الغاية منها لمعرفة مدى قدرة المشروع على الإيفاء بمديونيتها (فوائد وأقساط) من الربح التشغيلي، وهذه النسبة تشبه النسبة السابقة إلا أنها تحتسب بالإضافة إلى الفوائد قيمة أقساط الديون.

نسبة التغطية الشاملة = صافي الربح قبل الفوائد والضرائب *100 / الفوائد المدفوعة + (أقساط القروض المدفوعة) = %

المجموعة الثالثة: نسب النشاط أو معدلات الدوران[3]:

نستفيد من هذه النسب والمعدلات في معرفة مدى كفاءة المؤسسة في إدارة أصولها واستغلالها لهذه الأصول في توليد المبيعات. تعتبر معدلات الدوران من المؤشرات المهمة التي يتم عن طريقها معرفة كفاءة استخدام أصول المشروع في توليد إيرادات التشغيل، حيث أننا نستطيع الحكم على إدارة مشروع معين من حيث مدى كفاءة تلك الإدارة في تشغيل الأموال في الأنشطة المختلفة أو معرفة مدى كفاءة الإدارة في تحويل عناصر الموجودات إلى مبيعات ومن ثم إلى سيولة حيث أن من مهام الإدارة هو الموازنة بين السيولة والربحية والمخاطرة وهذه في الحقيقة معادلة صعبة من الناحية الواقعية، لذا في اغلب الأحيان تُنسب الربحية إلى جهود الإدارة نتيجة ما تتحمله من مسؤولية في اتخاذ القرارات سيما القرارات المصيرية كقرارات الاستثمار على سبيل المثال لا الحصر ومن معدلات الدوران الآتي:

[1] . المرجع نفسه ، ص104.
[2] . عدنان تايه النعيمي وآخرين ، مرجع سبق ذكره، ، ص104.
[3] . المرجع نفسه، ص105.

1-معدل دوران رأس المال العامل [1]:

هناك نوعان من رأس المال هما إجمالي رأس المال والذي هو مقدار الموجودات المتداولة والنوع الثاني هو صافي رأس المال والذي هو الفرق بين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة. ولمعرفة مدى كفاءة رأس المال العامل يتم تحديد عدد مرات دورانه أي المرات التي يدورها خلال السنة المالية وكلما دار رأس المال العامل أكثر كلما زاد هامش الربح حيث أن الدورة المالية تعني تحول النقد إلى سلعة عن طريق الشراء ومن ثم تباع السلعة ويستلم قيمتها على شكل نقد، فهذه العملية عملية تحوّل النقد إلى سلعة والسلعة إلى نقد تمثل الدورة المالية ولاشك أن المؤسسة تشتري وتبيع من اجل تحقيق الربح، فان المؤسسة تشتري بثمن وتبيع بأعلى من ثمن الشراء في اغلب الأحيان ، وهذا الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع هو إجمالي الربح بصورة مبسطة وكل هذا يعني أن عملية الدوران تحقق أرباحا، لذا كلما زادت عملية الدوران زادت الأرباح لهذا نقيس معدل الدوران من اجل معرفة مدى ربحية المشروع.

وبطبيعة الحال يمكن استخدام معدلات الدوران كأحد أساليب وطرق الرقابة التي تساعد الإدارة في الكشف عن مدى حركة ونشاط كل قسم أو كل إدارة فرعية من إدارات المشروع، وبالتالي نستطيع تحديد أي الفروع أو الأقسام كان جيدا أم لا، فإذا ما كان هناك تلكؤ في احد الأقسام يمكن دراسة الأسباب ومن ثم معالجة هذا التلكؤ أو الانحراف.

معدل دوران رأس المال العامل = (صافي المبيعات ÷ متوسط رأس المال العامل) = مرة

حيث أن:

متوسط رأس المال العامل = (الأصول المتداولة في أول المدة + الأصول المتداولة في آخر المدة) ÷ 2

ويمكن احتساب معدل الدوران باليوم = (360 ÷ معدل دوران رأس المال العامل) = يوم

2-معدل دوران المدينين: [2]

[1] . محمد عثمان وأخرون ، **التحليل المالي**، دار حنين، ط1، 1996 عمان،،ص159.
[2] . محمد عثمان وأخرون ، **التحليل المالي**، دار حنين، ط1، 1996 عمان،،ص159. ، ص105.

وهذا المعدل يقيس دوران المدينين وعادة ما تنشأ الذمم المدينة نتيجة تعامل المؤسسة مع الغير أي عندما تبيع منتجاتها إلى الزبائن على الحساب وغالبا ما تضع هذه المؤسسة شروط لتسديد الديون التي بذمة الزبائن لذلك ينبغي إن تكون هناك إدارة مالية وتمويل كفؤة في إدارة هذا العنصر المهم من عناصر الموجودات المتداولة باعتبار أن عدم تسديد المدينين لديونهم سيؤدي إلى تحمل المؤسسة كلفة باهظة لعدم التسديد أو تأخر التسديد أو عدم التسديد نهائيا لان ذلك سيضع المؤسسة في عسر مالي. لذا فان قياس معدل دوران المدينين سيبرِّز دور إدارة التمويل وإدارة المبيعات في مدى نجاحها في وضع الشروط الجيدة في عدم ازدياد الديون المعدومة أو تأخر التسديد عن طريق دراسة وضع المدينين قبل إعطائهم بضاعة على الحساب.

معدل دوران المدينين = (صافي المبيعات الآجلة ÷ متوسط رصيد المدينين) = مرة

حيث أن:

متوسط رصيد المدينين = (المدينين أول المدة + المدينين آخر المدة) ÷ 2

وهناك نسبة أخرى والتي تستخدم لأغراض تقييم نوعية ديون المشروع هي :

متوسط فترة التحصيل = (360 ÷ معدل دوران المدينين) = مرة

3-معدل دوران المخزون السلعي [1]:

وهذا المؤشر هو الآخر من المؤشرات المهمة والتي يمكن من خلالها معرفة كفاءة إدارة المبيعات في تسويق منتجاتها فكلما دار المخزون أكثر كلما حقق المشروع مبيعات اكبر ومن ثم سيحقق هامش ربح اكبر.

معدل دوران المخزون = (تكلفة المبيعات ÷ متوسط رصيد المخزون) = مرة

حيث أن : **متوسط رصيد المخزون = (رصيد أول مدة + رصيد آخر مدة) ÷ 2**

معدل دوران المخزون باليوم = (360 ÷ معدل دوران المخزون) = يوم

4-معدل دوران الدائنين (الذمم الدائنة) [2]:

[1] محمد عثمان وأخرون ، مرجع سبق ذكره، ص160.
[2] . المرجع نفسه، ص161.

وهذا المؤشر يستفاد منه لبيان مدى كفاءة المؤسسة في تسديد التزاماتها. حيث كلما كان المعدل مرتفعا كلما كان أداء المؤسسة لالتزاماتها أفضل، وهذا من المؤشرات التي يؤكد عليها الدائنون والمقرضون.

معدل دوران الدائنين (الذمم الدائنة) = [المشتريات الصافية ÷ (الدائنين + أ.د) = مرة

معدل دوران الذمم الدائنة باليوم = (360 ÷ معدل دوران الذمم الدائنة) = يوم

5-معدل دوران الأصول [1]:

معدل دوران الأصول المتداولة = (صافي المبيعات ÷ الأصول المتداولة) = مرة

معدل دوران الأصول الثابتة = (صافي المبيعات ÷ الأصول الثابتة) = مرة

معدل دوران مجموع الأصول = (صافي المبيعات ÷ إجمالي الأصول) = مرة

نستفيد من هذه المؤشرات في معرفة كفاءة الإدارة في استثمار مصادر التمويل في الاستخدامات، وكما هو واضح من المعدلات أعلاه نستطيع استخراج معدل دوران الأصول المتداولة والثابتة وإجمالي الأصول من اجل تحديد الدوران لكل فقرة من فقرات الأصول وبالتالي نستطيع تشخيص أي فقرة يكون دورانها اقل وأي فقرة هي أفضل من اجل تحديد الخلل إذا ما كان هناك خلل ومن ثم تصحيح هذا الخلل.

المجموعة الرابعة: نسب الربحية [2]:

تتناول هذه النسب ربحية المؤسسة وهذه النسب يستخدمها المستثمرون سواء الحاليون أو المتوقعون من اجل تحديد مسار استثماراتهم ويتم مقارنة عناصر الدخل بالنسبة للمبيعات كنسبة مئوية ويسمى هذا الأسلوب بالتحليل الراسي وإذا ما استخدمت هذه الطريقة في التحليل لأكثر من سنة يكون أكثر فائدة باعتبار أن ذلك سوف يحدد اتجاهات هوامش الربح ونسب المصروفات وهذا يؤدي إلى معرفة أداء المشروع وربحيته وهل يسير صعودا، أي هل أن المشروع يطوَر من أداءه أم لا. ومن هذه النسب الآتي:

[1] . عدنان تايه النعيمي وآخرين ، مرجع سبق ذكره، ص106.
[2] . المرجع نفسه، ص106.

1- العائد على المبيعات:

هذه النسبة تقيس مدى الربحية التي تحققت على مبيعات المؤسسة.

العائد على المبيعات = (صافي الربح بعد الضريبة *100) / صافي المبيعات = %

حيث كلما كانت هذه النسبة مرتفعة بالنسبة لمتوسط الصناعة أو عن السنوات السابقة لنفس المؤسسة كلما كان معبرا عن أداء جيد للمنشاة، وإلا إذا كانت النسبة منخفضة فان ذلك يعبر عن وجود تكاليف زائدة سواء الإدارية أو تكاليف البيع والتوزيع أو التكاليف العرضية أو أن أسعار البيع كانت غير مرتفعة بالنسبة إلى تكاليفها ومن ثم ينبغي دراسة أو إجراء تحليل عن الأسباب الكامنة وراء ذلك.

2- العائد على إجمالي الأصول:

يقيس هذا المعدل أو النسبة مدى ربحية الأصول أو الإنتاجية النهائية للأصول وكلما كان هذا المعدل مرتفعا سواء بالنسبة إلى متوسط الصناعة أو إلى سنوات سابقة لنفس المؤسسة، كلما كان أداء المؤسسة أفضل وأنها تحقق أرباحا جيدة.

العائد على إجمالي الأصول = (صافي الربح بعد الضريبة *100 / متوسط إجمالي الأصول = %

3- العائد على حقوق الملكية:

نستفيد من هذه النسبة لقياس العائد المتحقق على أموال الملاك المستثمرة في الأسهم العادية بالمؤسسة وإذا ما كانت هناك أسهم ممتازة فإنها تطرح، حيث أن هذه النسبة تحتسب فقط حقوق الملكية والمتمثل براس مال الأسهم العادية والاحتياطيات والأرباح المبقاة، وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة مقارنة بالنسبة لمتوسط الصناعة أو لسنوات سابقة لنفس المؤسسة، دلً ذلك على حالة ايجابية وجيدة لأداء المؤسسة والعكس صحيح أيضا، وبالتالي على إدارة المؤسسة مراجعة سياساتها وخططها في هذا الجانب ومن ثم تصحيحها.

العائد على حقوق الملكية = [(صافي الربح بعد الضريبة – توزيعات الأسهم الممتازة) *100] / متوسط حقوق الملكية للأسهم العادية = %

متوسط حقوق الملكية = (حقوق الملكية من راس مال أسهم عادية واحتياطيات وأرباح مبقاة أول المدة + حقوق الملكية من راس مال أسهم عادية واحتياطيات وأرباح مبقاة آخر المدة) / 2

4- نسبة مجمل ربح العمليات:

وهذه النسبة تستخدم لمعرفة كفاءة الإدارة في مجال تعاملها مع عناصر تكلفة المبيعات ومدى قدرتها على التحكم والسيطرة على هذه التكاليف وتكون هذه النسبة بالشكل التالي:

نسبة مجمل ربح العمليات = (مجمل ربح العمليات ÷ صافي المبيعات) × 100

ويمكن صياغة هذه النسبة كالتالي:

نسبة مجمل ربح العمليات = [(صافي المبيعات- تكلفة المبيعات) ÷ صافي المبيعات] × 100

5- هامش ربح التشغيل(قبل الفوائد والضرائب):

هامش ربح التشغيل = (صافي ربح العمليات قبل الفوائد والضرائب ÷ صافي المبيعات) ×100

وتستخدم هذه النسبة كمقياس عام لكفاءة التشغيل لان الإدارة لا تستطيع السيطرة على الفوائد أو الضريبة أو الإيرادات والمصروفات الأخرى، وبالتالي ينبغي إجراء عملية فحص لجميع عناصر المصروفات من اجل معرفة اتجاهات المصروفات ومن ثم تحديد الخلل ومعالجته ويعد هذا الإجراء ضروري كأحد اجراءت الرقابة وتقويم الأداء.

6- هامش الربح قبل وبعد الضرائب:

وهذه النسبة تكشف مقدار الأرباح من كل دينار واحد من المبيعات الصافية.

هامش الربح قبل الضرائب = (الأرباح قبل الضرائب ÷ صافي المبيعات) × 100

هامش الربح بعد الضرائب = (الأرباح بعد الضرائب ÷ صافي المبيعات) × 100

ويمكن إضافة مؤشرين آخرين هما:

ربحية السهم الواحد = (الأرباح بعد الضرائب ÷ عدد الأسهم العادية)

توزيعات الأرباح للسهم الواحد = (توزيعات الأرباح المدفوعة ÷ عدد الأسهم العادية).

الفرع الثاني: التناسق في الهيكل التمويلي [1]:

لأجل تقديم أوسع للهيكل التمويلي للمشروع يجب استخراج العناصر المكونة للهيكل التمويلي، لبيان حصة كل عنصر من هذه العناصر في مكونات الهيكل التمويلي، لإعطاء صورة أكثر وضوح عن مصادر التمويل، حيث سننسب كل مجموعة رئيسية من مصادر التمويل إلى مجموع مصادر التمويل كالتالي:

1. **الوزن النسبي لحقوق الملكية في الهيكل التمويلي = (حقوق الملكية ÷ الخصوم) × 100**
2. **الوزن النسبي للالتزامات في الهيكل التمويلي = (الالتزامات ÷ الخصوم) × 100**
3. **حقوق الملكية مقارنة بالالتزامات = (حقوق الملكية ÷ الالتزامات) = مرة**
4. **الالتزامات مقارنة بحقوق الملكية = (الالتزامات ÷ حقوق الملكية) = مرة**
5. **الوزن النسبي لرأس المال = (رأس المال ÷ الخصوم) × 100**
6. **الوزن النسبي للاحتياطيات = (الاحتياطيات ÷ الخصوم) × 100**
7. **الوزن النسبي للأرباح المحتجزة = (الأرباح المحتجزة ÷ الخصوم) × 100**
8. **الوزن النسبي للالتزامات قصيرة الأجل = (الالتزامات قصيرة الأجل ÷ الخصوم) × 100**
9. **الوزن النسبي للالتزامات طويلة الأجل = (الالتزامات طويلة الأجل ÷ الخصوم) × 100**

ولتأكد من فعالية استخدام مصادر التمويل يمكن اشتقاق نسبة أخرى تبين مقدار الأداء الأولي لاستثمار التمويل بواسطة المعادلة التالية:

[1] . محمد عثمان وأخرون ، مرجع سبق ذكره، ص130.

10. **معدل الأداء الأولي = [(الاحتياطيات + الأرباح المحتجزة) ÷ رأس المال] × 100**

النسب السابقة يسترشد بها للأغراض التالية:

- مقدار التناسق في الهيكل التمويلي كلما كان الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية أكبر من الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية يعتبر دليلا أوليا على القدرة المالية للمشروع في تمويل استثماراته من مصادره الذاتية.

- للتحقق من أن التناسق في الهيكل التمويلي, جيد يتم اشتقاق معادلة تسمى بمعادلة الأداء الأولي للتدليل على أن استخدام الأموال تم بكفاءة.

المبحث الثالث: معالجة اختلالات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية:

المطلب الأول: أسباب وجود هيكل مالي غير مناسب:

إن الهدف الأساسي من عملية تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية هو معرفة وتحديد مواقع الخلل فيه إن وجدت، حيث أنه بعد التطرق إلى عملية تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، نخلص إلى نتيجة مفادها الحكم على حالته، ويتلخص هذا الحكم في ثلاث حالات رئيسية ممكنة هي:

1. هيكل مالي يتميز بنسبة استدانة أقل من النسبة المثلى؛
2. هيكل مالي يتميز بنسبة استدانة مثلى؛
3. هيكل مالي يتميز بنسبة استدانة أعلى من النسبة المثلى.

على ضوء نتيجة عملية التقييم، نتساءل عن الخطى الواجب القيام بها، خاصة إذا صدر الحكم أن الهيكل التمويلي غير مناسب.

هل نقوم بعملية تقويم وتصحيح على تركيبة الهيكل المالي الحالية، أم ترك الوضع على ما هو عليه؟

تعتبر أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية من بين أسمى أهداف الإدارة المالية لأي مؤسسة. لذا نجد معظم المؤسسات تسعى جاهدة من أجل تقويم تركيبة هيكلها المالي لتحقق أو تقترب من تركيبته

المثلى والتي تعتبر مؤشرا قويا على سلامتها المالية، إلا أنه في بعض الحالات نجد مؤسسات اقتصادية تمتلك معدلات استدانة غير مثلى وتفضل المحافظة عليها، دون سعيها نحو تحقيق الهيكل المالي الأمثل. وهذا نتيجة لعدة أسباب، نحاول من خلال هذا المطلب توضيح أهمها، وذلك بالتطرق إلى أسباب الاحتفاظ بمعدلات استدانة أقل من المعدلات المثالية وكذلك أسباب احتفاظ المؤسسة بمعدلات استدانة أعلى من المعدلات المثالية.

الفرع الأول: أسباب احتفاظ المؤسسة بمعدلات استدانة أقل من المعدلات المثالية.

توجد العديد من العوامل التي يمكن أن تكون من بين أسباب عدم اتخاذ المؤسسة الاقتصادية للإجراءات اللازمة للوصول إلى رفع مستوى استدانتها من أجل تحقيق الهيكل المالي الأمثل، ومن بين أهم هذه الأسباب نجد:

1- إن لجوء المؤسسة إلى الاقتراض يكون مرفقا دائما بشروط ومحددات يفرضها المقترض على المؤسسة المقترضة ؛ ما ينقص من مرونة القرارات المستقبلية للمؤسسة خاصة إذا كانت هذه الأخيرة تعتمد في نشاطها على التغيير المفاجئ والدائم لسياستها من أجل المحافظة على مكانتها في السوق، هذا ما يجعلها لا تستخدم كل طاقتها الاقتراضية؛ أي دائما تفضل استخدام معدل استدانة أقل من المعدل المثالي؛

2- توجد بعض المؤسسات الاقتصادية التي تفضل استخدام معدل استدانة أقل من المعدل المثالي حفاظا على طاقتها الاقتراضية لاستخدامها في المستقبل من أجل تغطية احتياجاتها المالية الطارئة، وهذا من أجل الحفاظ على مرونتها وتوازنها المالي على المدى البعيد؛

3- إن المؤسسات غير المسعرة في البورصة أو تلك التي يمتلكها عدد صغير من المساهمين عادة ما تنحى نحو استخدام معدل استدانة أقل من المعدل المثالي وهذا من أجل تخفيض احتمال الوقوع في الإفلاس، لأن في مثل هذه المؤسسات يكون أثر الإفلاس جد قوي على مساهميها لكبر حجم حصصهم فيها، على عكس المؤسسات المسعرة في البورصة حيث تكون أسهمها موزعة بشكل أوسع بين المساهمين. وعليه، فإن أثر الإفلاس في المؤسسات المسعرة في البورصة يكون أقل على مساهميها لصغر حصصهم فيها، لذا تفضل المؤسسات غير المسعرة في البورصة عادة الحفاظ على معدلات استدانة أقل من المعدلات المثالية؛

4- تسعى بعض المؤسسات للاحتفاظ بوضعية مالية مميزة وذلك من خلال الحصول على نقاط مرتفعة لأوراقها المالية، والتي تحددها بعض الوكالات المالية المختصة، وهذا يأتي من خلال الاحتفاظ بمعدلات استدانة جد منخفضة.

الفرع الثاني: أسباب احتفاظ المؤسسة بمعدلات استدانة أعلى من المعدلات المثالية.

توجد هناك العديد من المؤسسات الاقتصادية التي تعاني من معدلات استدانة تفوق المعدل المثالي الواجب استخدامه، وهذا ما يخلق العديد من المشاكل لهذه المؤسسات، و من بين أهم هذه المشاكل هي عدم تمكن المؤسسة من الوفاء بدفع مستحقات دائنيها، ما يجرها إلى الإفلاس الذي يعتبر أكبر خطر يمكن للمؤسسة الاقتصادية الوقوع فيه.

رغم الخطر الكبير الذي يسببه استخدام معدلات استدانة مرتفعة مقارنة بمعدل الاستدانة المثالي إلا أننا نجد بعض المؤسسات الاقتصادية التي تفضل الحفاظ على معدلات استدانة مرتفعة مقارنة بمعدل الاستدانة المثالي. وأهم سبب وراء ذلك، هو أن مثل هذه المؤسسات تتمتع بضمانات من طرف الدولة بحمايتها من الإفلاس في حالة عدم قدرتها على تسديد ما عليها اتجاه الدائنين.

المطلب الثاني: كيفية تصحيح الهيكل المالي غير المناسب:

تتمكن المؤسسة الاقتصادية من خلال عملية تقييم هيكلها المالي من استصدار حكم حول تركيبته، هل هي تمتلك هيكل تمويلي أمثل أم لا، وينبثق عن هذا الحكم العديد من القرارات، فإذا كان الحكم يقضي بأمثليه الهيكل المالي فإن المؤسسة تسعى إلى المحافظة عليه وذلك بالحرص والحفاظ على مختلف نسب مصادر التمويل المُشكلة له، أما إذا كانت عملية التقييم تقضي بعدم أمثلية الهيكل المالي، ولم تكن هناك أسباب حقيقية تعيق عملية الإصلاح، توجب على المؤسسة الاقتصادية تقويم هيكلها التمويلي من اجل السير به نحو الأمثلية.

الفرع الأول. أساليب إصلاح خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية:

إن عملية تقويم – تصحيح – الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية يمكن إجمالها في أربع طرق أساسية هي:

الطريقة الأولى. إعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي

تتمحور في استخدام أموال ملكية جديدة من أجل تخفيض نسبة الاستدانة، وهذا في حالة ارتفاعها أو اللجوء إلى أموال الاستدانة من أجل تخفيض نسبة أموال الملكية في حالة كون نسبة أموال الاستدانة منخفضة؛

تعتبر إعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي من بين أسهل الطرق التقويمية لخلل الهيكل المالي، فالمؤسسة التي تمتلك معدل استدانة أقل من المعدل المثالي تقوم وفقا لهذه الطريقة بما يلي:

1- الاستدانة من أجل إعادة شراء أسهمها وهذه تعتبر طريقة لإضعاف حضور أموال الملكية في الهيكل المالي وبالمقابل زيادة حصة الديون.

2- استخدام عملية التبادل بين أموال الملكية وأموال الاستدانة، يتم وفق هذه العملية تبديل أموال الاستدانة مقابل الأموال الخاصة على أساس تقييم في السوق المالي. وعليه، نتيجة لهذه العملية يتم الخفض من نسبة الاستدانة.

رغم سهولة هذه العمليات من الناحية النظرية إلا أن عملية تجسيدها على أرض الواقع تعترضها التشريعات التجارية؛ مثل " التنظيم الداخلي للأسواق المالية" التي غالبا ما تضع قيود وضوابط لمثل هذه العمليات، وهذا من أجل استقرار الأسواق المالية، لذلك على المؤسسة التي ترغب في تغيير نسبة استدانتها من خلال هذه العمليات أن تراعي تنظيمات السوق المالية.

الطريقة الثانية: التنازل عن الاستثمارات:

من الممكن أن تقوم المؤسسة الاقتصادية بإحداث تغيير على مستوى هيكلها المالي وذلك عن طريق التنازل عن بعض الاستثمارات غير المستعملة، أو غير الأساسية في النشاط، ويتم استخدام السيولة المتحصل عليها من عملية التنازل في تعديل الهيكل المالي وذلك وفقا الحالتين:

1- المؤسسة التي تتميز بمعدل استدانة ضعيف تسعى إلى رفع معدل استدانتها وذلك من أجل بلوغ نسبة الاستدانة المثالية، ومن الممكن أن يتسنى لها هذا، من خلال اللجوء إلى التنازل عن بعض الاستثمارات غير المستعملة، واستخدام حصيلة هذا التنازل في إعادة شراء أسهمها المطروحة للبيع في السوق المالي أو توزيع حصيلة التنازل على المساهمين، من أجل تخفيض القدرة على التمويل الذاتي.

وبهذا تكون قد أضعفت من وزن أموال الملكية في هيكلها المالي وبالمقابل ترتفع نسبة الاستدانة بالمقدار المرغوب فيه.

2- المؤسسة التي تتميز بمعدل استدانة مرتفع وتسعى إلى تقويم هيكلها التمويلي يمكن لها أن تنتهج طريقة التنازل عن الاستثمارات كحل لذلك؛ حيث تستخدم هذه المؤسسة حصيلة التنازل عن الاستثمارات في رد بعض الديون وعليه تخفيض نسبة الاستدانة.

تبدو طريقة التنازل عن الاستثمارات ودورها في تصحيح خلل الهيكل المالي بسيطة إلا أن صعوبتها تكمن في نقطتين أساسيتين هما:

أ. إمكانية وجود مشترين راغبين في شراء الأصول المراد التنازل عنها من طرف المؤسسة بأسعار عادلة؛

ب. تحديد سعر التنازل العادل الذي يتحدد عن طريق تحيين التدفقات النقدية المنتظرة من الأصل المرادالتنازل عنه.

الطريقة الثالثة: تمويل الاستثمارات الجديدة:

انتقاء مصادر التمويل بالنسبة للاستثمارات الجديدة وذلك بمراعاة تحقيق نسبة الاستدانة المثلى، حيث إن عملية تجديد استثمارات المؤسسة الاقتصادية من الممكن أن تكون حلا لتصحيح وتقويم خلل الهيكل المالي، فإذا كانت المؤسسة تعاني من هيكل مالي مثقل بالديون فإنها تلجأ إلى تمويل الاستثمارات الجديدة بالاعتماد أكثر على أموال الملكية، أما إذا كانت تملك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استدانة منخفض، فإنها تلجأ إلى تمويل هذه الاستثمارات عن طريق اللجوء أكثر إلى الاستدانة، وهذا من أجل الوصول دائما إلى الهيكل التمويلي الأمثل.

الطريقة الرابعة. تغيير نسب توزيعات الأرباح على المساهمين:

تمتلك المؤسسة الاقتصادية طريقة أخرى لتصحيح هيكلها التمويلي، وذلك عن طريق المس بتوزيعات الأرباح على المساهمين، فالمؤسسة التي تتميز بنسبة استدانة ضعيفة يمكنها تصحيح هذا الخلل من خلال الموافقة على توزيع أكبر نسبة من الأرباح على المساهمين، و بهذا تضعف قدرتها على التمويل الذاتي، وتلجأ عند الحاجة إلى الاستدانة.

أما المؤسسة التي تعاني من نسبة استدانة عالية، وتود تخفيضها فيمكنها أن تنتهج سياسة التقليل من توزيعات الأرباح على المساهمين، من أجل رفع قدرتها على التمويل الذاتي ما يُغنيها عن اللجوء إلى أموال الاستدانة عند الحاجة إلى التمويل، وهذا ما يعيد نسبة الاستدانة إلى مستوياتها المثلى.

ومن بين أهم نقائص هذه الطريقة نذكر ما يلي:

1- صعوبة إقناع المساهمين بإدخال تغييرات على سياسة التوزيعات، خاصة في حالة التقليل من نسبها بهدف الرفع من قدرة التمويل الذاتي، ما يخلق حالة استياء لدى المساهمين، عادة ما تتميز بلجوئهم إلى التنازل عن مساهمتهم في هذه المؤسسة وهذا ما يؤثر على قيمة المؤسسة وإصداراتها الجديدة سلبا؛

2-إن فعالية طريقة تغيير التوزيعات في التأثير على الهيكل المالي تعتبر ضعيفة نوعا ما وهذا لتطلبها وقت طويل للوصول إلى التأثير المطلوب خاصة إذا كانت الأرباح المحقق ضعيفة.

من الممكن في بعض الأحيان أيضا، أن يرجع سبب اختلال الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية إلى اختلال على مستوى دورتها الاستغلالية، وذلك لارتفاع احتياجات رأس المال العامل، ما يضطر المؤسسة إلى اللجوء إلى أموال الاستدانة قصيرة الأجل أو إلى الأموال الدائمة (أموال ملكية ،ديون طويلة الأجل)، من اجل سد هذه الاحتياجات. وعليه، يتوجب على المؤسسة الاقتصادية اتخاذ إجراءات للحد من احتياجات المالية الدورية، وتبقى هذه الإجراءات صحيحة، سواء تميز معدل استدانة المؤسسة بقيم تفوق أو تقل عن معدل الاستدانة المثلى، و من بين أهم الإجراءات الواجب القيام بها للحد من احتياجات رأس المال العامل نجد:

- **التخفيض من كمية المخزونات**. والحل الأمثل هو محاولة التسريع من دوراتها، من أجل تحويلها لسيولة في اقصر وقت ممكن، وبالتالي التحجيم من الاحتياجات المالية الدورية.
- **التخفيض من الحقوق**. تعاني العديد من المؤسسات من عدم الفعالية في تحصيل حقوقها، نتيجة التأخر الكبير في الدفع من قبل الزبائن، وبالتالي على المؤسسة إعادة النظر في سياسة تحصيل حقوقها في آجالها.
- **الرفع من مدة استحقاق ديون الموردين**. لابد على المؤسسة السعي من أجل تحصيل موارد أكبر ولفترة أطول، فذلك سيوفر لها الوقت من أجل استرداد حقوقها وتحويل مخزوناتها إلى سيولة.

الفرع الثاني: المفاضلة بين أساليب إصلاح خلل الهيكل المالي

تتعدد طرق التأثير على الهيكل التمويلي للمؤسسة من إعادة هيكلة تركيبته، التنازل عن الاستثمارات، تمويل الاستثمارات الجديدة تغيير سياسة توزيع العوائد على المساهمين وكذلك الحد من احتياجات رأس المال العامل، ولكن على أي أساس يمكن أن تتبنى المؤسسة الاقتصادية لطريقة دون الأخرى من أجل إصلاح خلل هيكلها المالي؟

من أجل إيجاد جواب لهذا السؤال يجب التطرق إلى أهم العوامل المحددة، لأساليب تقويم خلل الهيكل المالي، والتي نلخصها في **العوامل** الآتية:

العامل الأول: مدى ضرورة تصحيح الهيكل التمويلي في أقصر وقت لتفادي مشكلة مالية معينة مثل الإفلاس، فكلما كانت ضرورة عملية الإصلاح عالية، كلما كان على الإدارة المالية التعجيل باتخاذ الإجراءات اللازمة لإتمام عملية التصحيح، وكذلك انتقاء الأسلوب أو الأساليب الملائمة للحالة المراد إصلاحها، مثلا مؤسسة تعاني من عدم أمثلية هيكلها المالي ويقدر مديرها المالي ضرورة عملية الإصلاح بالعالية جدا ؛ في مثل هذه الحالة لا يجدر بنا إتباع طريقة التنازل عن الاستثمارات، أو التغيير في توزيعات الأرباح على المساهمين، كأساليب لتقويم الهيكل المالي لهذه المؤسسة، لأن عامل الزمن ضروري جدا، وهذين الطريقتين تتطلبان وقت طويل نوعا ما للوصول إلى نتيجة، فإن الطريقة الوحيدة الواجبة الإتباع في هذه الحالة هي إعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي؛

العامل الثاني: يتعلق بأسلوب الاستثمارات الجديدة في تصحيح خلل الهيكل المالي وعلاقته بالعوائد المنتظرة، حيث أننا نتفق على أن الاستثمار الجديد هو ذلك الاستثمار الذي يحقق قيمة حالية صافية موجبة أو يحقق عائد يساوي أو يفوق العائد المطلوب من قبل المساهمين. فالمؤسسات التي تمتلك مشاريع استثمارية ذات نوعية جيدة يمكنها أن تستفيد من استخدام أسلوب الاستثمارات الجديدة لإصلاح خلل الهيكل التمويلي بشكل كبير، بحيث تستطيع أن تمول استثماراتها الجديدة عن طريق الاستدانة إذا كان معدلها الحالي للاستدانة منخفض عن المعدل المثالي، أو نقوم بتمويلها عن طريق أموال الملكية في حالة كون معدلها الحالي للاستدانة مرتفع مقارنة بالمعدل المثالي.

أما في الحالة التي تكون فيها الاستثمارات الجديدة ذات عوائد متوقعة ضعيفة ودرجة التأكد من عدم تحققها عالية، تعد عملية استخدامها كطريقة لتصحيح الهيكل المالي غير مجدية ؛ خاصة إذا كانت نسبة

استدانة المؤسسة منخفضة ويراد رفعها من خلال الحيازة على استثمارات جديدة عن طريق اللجوء إلى الاستدانة، هذا ما قد يؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس في حالة عدم تحقق العوائد المنتظرة من هذه الاستثمارات الجديدة؛

العامل الثالث: يأخذ في الاعتبار عنصرين أساسيين يتعلقان بعملية التنازل عن الاستثمارات وهما على التوالي:

أ – القابلية البيعية للاستثمار المُراد التنازل عنه في السوق، هل عملية التنازل عن الاستثمار تمكن المؤسسة من استرجاع قيمته الاستعمالية الحالية أم لا ؟ فكلما كان سعر التنازل الذي يعطيه السوق أعلى كلما كانت رغبة المؤسسة في التنازل أكبر؛

ب – مدى مساهمة الاستثمار المُراد التنازل عليه في تحقيق نتيجة المؤسسة فكلما كانت مساهمته ضعيفة كلما كان أولى بأن يُتنازل عنه.

إن استخدام أسلوب التنازل عن الاستثمارات لتقويم خلل الهيكل المالي مرتبط طرديا بالقيمة السوقية للاستثمار المراد التنازل عنه و عكسيا بمساهمته في خلق التدفقات النقدية الايجابية.

العامل الرابع: يتعلق باحتياجات رأس المال العامل، حيث تعتبر عملية الحد من الاحتياجات المالية الدورية، وسيلة فعالة جدا لمعالجة خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، و هذا عندما تتميز قيمة هذه الاحتياجات بالضخامة، علما أن عملية تقليص من احتياجات رأس المال العامل من الممكن أن تتماشى مع كافة سبل تصحيح خلل الهيكل التمويلي السابقة الذكر.

خلاصة الفصل:

انصبت الدراسة في هذا الفصل في شقها الأول على التدرج في تعريف المؤسسة الفرع بدءا بتعريف المؤسسة بصفة عامة ثم تعريف كل من مجمع الشركات والمؤسسة الأم وصولا إلى تعريف المؤسسة الفرع وهي المؤسسة التي يسيطر عليها من قبل شركة أخرى (المؤسسة الأم أو القابضة)، مع ابراز خصائص المؤسسة الفرع وما تتمتع به من ضمانات مقبل المؤسسة الأم ومحاولة ابراز تأثيرها على هيكلها المالي. ثم عرجنا إلى تحليل و تقييم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، ومحاولة تقويمها في حالة وجود خلل على مستوى تركيبته، اعتمدا على ما تم ابرازه في الفصل الأول من أهم العناصر المحددة

لتركيبته بهدف تحديد مدى مرونة القرارات التمويلية للمؤسسة الاقتصادية، عن طريق تقنيات التحليل المالي، وذلك من خلال التطرق إلى مؤشرات التوازن المالي و التي نلخصها في ثلاثة عناصر أساسية؛ رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل و الخزينة، وكذلك بالاعتماد على النسب المالية مثل نسب التمويل و نسب النشاط ...، التي تساعدنا على تفصيل التركيبة المالية للمؤسسة و كذلك استخدامات هذه الأموال بهدف التحقق من توازن تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة. إن الهدف الجوهري من هذه العملية التقييمية هو استصدار حكم حول تركيبة الهيكل التمويلي يتميز بأكثر شمولية حول الوضعية العامة للمؤسسة و محيطها، حيث يمكِننا هذا الحكم من الإقدام أو الإحجام عن عملية إصلاح وتقويم لتركيبة الهيكل التمويلي. وأما الشطر الأخير من هذا الفصل فقد خصص لعرض أهم أساليب و تقنيات تقويم خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية. كل عرضناه من خلال هذا الفصل يدعونا التفكير في إسقاط كل هذه الجوانب النظرية على أرض الواقع ، وهذا ما قمنا به بالتوجه لمركب الدواجن سكيكدة من أجل تجسيد الدراسة التطبيقية، وهو ما سيتم إجماله في الفصل الموالي.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

تمهيد:

بهدف محاولة الإجابة على التساؤل الرئيسي، وكذا مجموعة الأسئلة الفرعية المطروحة في بداية هذا البحث وتدعيما لجانبه النظري، نتناول خلال هذا الفصل دراسة تطبيقية تتعلق بدراسة وتحليل تركيبة الهيكل التمويلي لإحدى المؤسسات الجزائرية التي تمارس نشاط تربية وتسويق الدجاج البيوض ، و المتمثلة في مركب الدواجن سكيكدة للفترة الممتدة من سنة 2010 الى غاية سنة 2013 نتناول هذا الفصل بتقسيمه إلى ثلاثة مباحث رئيسية، حيث يخصص المبحث الأول إلى تقديم مركب الدواجن سكيكدة وذلك بالتعريف به وبمؤسسته الأم وعرض تاريخ نشأته و تطوره و كذلك التطرق إلى هيكله التنظيمي، و بعدها نقوم بعرض أهم القوائم المالية للمركب خلال الفترة المدروسة والمتمثلة في الميزانيات المحاسبية، و جداول حسابات النتائج، أما المبحث الثاني من هذا الفصل فيخصص إلى دراسة أهم مصادر التمويل المستخدمة من طرف المركب للفترة المدروسة. أما المبحث الأخير من هذا الفصل فنحاول من خلاله تقييم و تحليل الهيكل التمويلي للمركب، و ذلك عن طريق التعرض لأهم محدداته و دراسة مؤشرات التوازن المالي، بالإضافة إلى التطرق لدراسة بعض النسب المالية ذات العلاقة بتركيبة الهيكل التمويلي. بعدها نحاول تفسير النتائج بالاعتماد على خصائص المؤسسة المدروسة.

المبحث الأول: تقديم عام لمركب الدواجن سكيكدة:

من خلال هذا المبحث سنقوم بتقديم عام لمؤسسة مركب الدواجن سكيكدة ، بالتعرض اولا إلى نشأة وتطور المؤسسة الأم – المجمع الشرفي للدواجن –، ثم تعريف مؤسسة محل الدارسة – مركب الدواجن سكيكدة – من حيث نشأتها وتطورها ونشاطاتها، وفي الأخير عرض الهيكل التنظيمي للمؤسسة.

المطلب الأول: التعريف بمركب الدواجن سكيكدة:

الفرع الأول: التعريف بالمؤسسة الأم (المجمع الشرفي للدواجن GAE):

أنشئ المجمع الشرفي للدواجن (GAE) في 1981/01/01، يقع مقره الاجتماعي بمدينة أم البواقي، طريق قسنطينة. يشغل أكثر من 1000 عامل ، برأس مال اجتماعي قدره: 31385500000.00 دج الصيغة القانونية له مؤسسة ذات أسهم (SPA) ، فرع مجمع ONAB مؤسسة تسيير المساهمات (Sga proda) ، ويرمز له بالرمز U201 يقوم المجمع بإنتاج مختلف أغذية الأنعام من خلال تسيير فروعها الانتاجية وتربية الدواجن بطريقة حديثة، كما يقدم المساعدات لصغار المربين في تربية الدواجن بكل الامكانات المادية من خلال توفير المواد الأولية وأغذية الدواجن، وهو تابع للمؤسسة العمومية الاقتصادية (ONAB) والتي تساهم فيه بنسبة 66% والنسبة المتبقية 34% تمثل مساهمة الدوان الجهوي لتربية الدواجن Oravie.

فروع المجمع الشرقي للدواجن:

ينكون المجمع الشرقي من سبعة (7) وحدات انتاجية تنتج وتسوق مختلف أغذية الأنعام، وسبعة (7) مؤسسات فرعية في شكل ستة (6) مركبات مساهمة للدواجن ومؤسسة مذابح للشرق، ويمكن توضيح مختلف وحدات وفروع المجمع من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (5): تمثيل المجمع الشرقي للدواجن.



المصدر: من إعداد الطالب.

يقوم المجمع بتسيير مباشر لنشاط الأغذية المركبة (الأعلاف) من خلال وحداته الانتاجية (UAB) ، والتي تقوم بإنتاج مختلف أغذية الأنعام وخاصة أصناف الدواجن المنتجة للحوم البيضاء والمنتجة للبيض، الأغنام المنتجة للحوم الحمراء، الأبقار المنتجة للحوم الحمراء والألبان وبعض الأصناف الأخرى. ويمكن توضيح هذه الوحدات من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (1): وحدات انتاج أغذية الأنعام للمجمع الشرقي.

الوحدات	الرمز
وحدة إنتاج أغذية الأنعام عنابة	**U203**
وحدة إنتاج أغذية الأنعام حروش	**U204**
وحدة إنتاج أغذية الأنعام واد حملة (عين مليلة)	**U205**
وحدة إنتاج أغذية الأنعام العلمة	**U206**
وحدة إنتاج أغذية الأنعام بسكرة	**U207**
وحدة إنتاج أغذية الأنعام تبسة	**U208**

وحدة إنتاج أغذية الأنعام قالمة	U209

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد المعلومات المقدمة من طرف المركب.

بالنسبة لمركبات المساهمة، فهي خاصة بتربية الدواجن وهي عبارة عن فكرة تتمثل في إدماج الوحدات ذات النشاط المتكامل في نفس المنطقة، وتتمثل هذه الوحدات في وحدة الفروخات المنطلقة (U.P.D) وحدة إنتاج بيض الاستهلاك (U.O.C) ، وحدة إنتاج لحم الدجاج (U.P.C) وحدة إنتاج بيض التفريخ (U.R.C) ، وتتمثل هذه المركبات في:

- مركب الدواجن باتنة؛
- مركب الدواجن ميلة؛
- مركب الدواجن برج بوعريريج؛
- مركب الدواجن سطيف؛
- مركب الدواجن سكيكدة؛
- مركب الدواجن سوق أهراس.

بالإضافة لهذه المركبات نجد أيضا مؤسسة مذابح الشرق (SAE) التي تتواجد بشلغوم العيد طريق فرجيوة، ويمثل المجمع الشرقي للدواجن (GAE) المؤسسة الأم لهذه المركبات ومؤسسة المذابح.

الفرع الثاني: التعريف بمركب الدواجن سكيكدة:

يعتبر مركب الدواجن سكيكدة -كما سبق- أحد فروع المجمع الشرقي للدواجن، ومنذ إنشاءه في إطار إعادة هيكلة الديوان الجهوي لتربية الدواجن في 01 جانفي سنة 1998 كان شكله القانوني شركة ذات الشخص الوحيد(EURL). ومنذ 28 فيفري 2002 أصبح مؤسسة ذات أسهم برأس مال اجتماعي قدره: 310000000.00 دج ، ومقرها بعزابة ولاية سكيكدة.

يتكون مركب الدواجن سكيكدة من مديرية عامة وأربعة وحدات إنتاجية :

- وحدة عزابة (ولاية سكيكدة)؛
- وحدة عين نشمة (ولاية سكيكدة)؛
- وحدة واد الزناتي (ولاية قالمة)؛
- قاوس (ولاية جيجل).

ينشط مركب الدواجن سكيكدة في مجال تربية الدواجن وبالضبط :

- تربية الدجاج المعد للبيض في الأقفاص.

- بيعه ابتداء من الأسبوع الثامن عشرة.

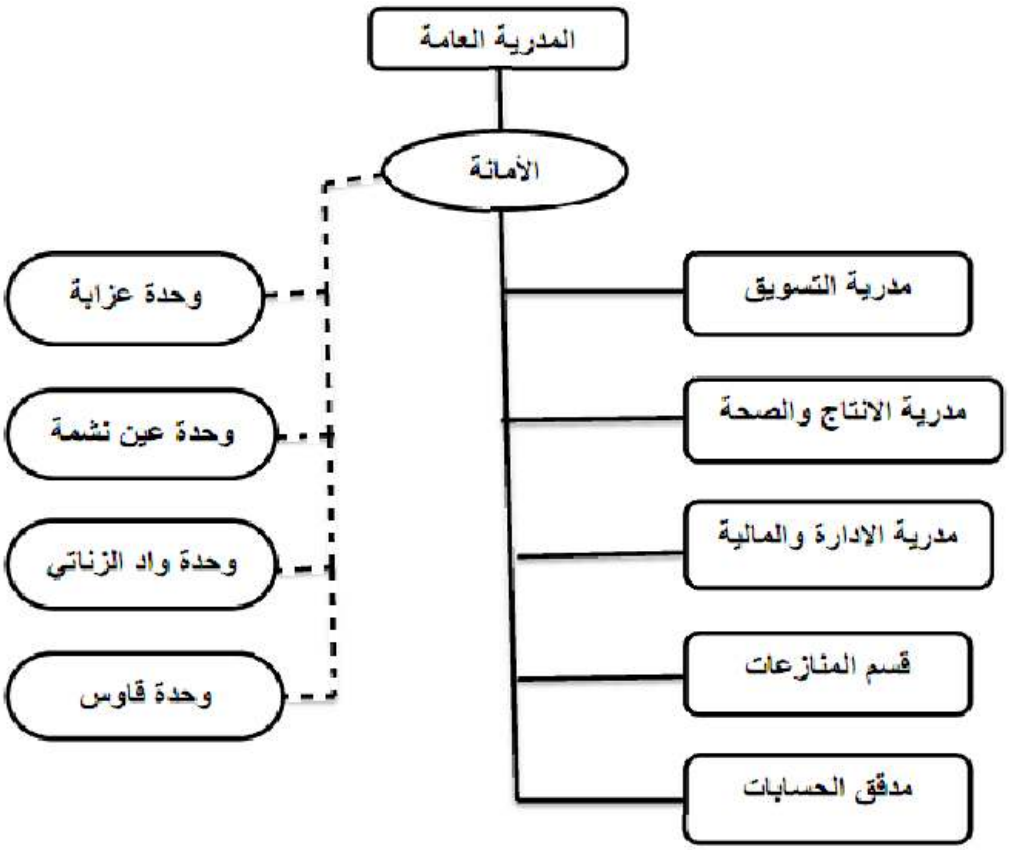
ويهدف المركب إلى تحقيق إلى تحقيق إنتاج وإنتاجية قصوى، وتقديم منتوج ذو جودة وبأفضل سعر. ويشغل المركب أكثر من 120 عامل.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمركب الدواجن سكيكدة:

كما أسلفنا الذكر يتكون مركب الدواجن سكيكدة من مدرية عامة، والتي تتكون بدورها من: الأمانة ومدرية التسويق، مدرية الانتاج والصحة، مدرية الادارة والمالية، قسم المنازعات ومدقق الحسابات. وتشرف الادارة العامة على تسيير أربعة وحدات انتاجية: وحدة عزابة (ولاية سكيكدة)، وحدة عين نشمة (ولاية سكيكدة)، وحدة واد الزناتي (ولاية قالمة)و قاوس (ولاية جيجل) وتوجد بكل وحدة مصلح منتدبة من طرف المديريات الفرعية للمدرية العامة تسهر على حسن سير الوحدة.

يعتمد الهيكل التنظيمي على التسلسل في الوظائف وهو ينظم العلاقات والاتصالات التي تربط أعمال الأفراد داخل المركب ويحدد المسؤوليات حسب التدرج في المستويات. ويظهر الهيكل التنظيمي لمركب الدواجن سكيكدة كالتالي:

الشكل رقم (6): الهيكل التنظيمي لمركب الدواجن سكيكدة.



المصدر: من إعداد الطالب، بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

المبحث الثاني: تقديم الهيكل المالي لمركب الدواجن سكيكدة:

المطلب الأول: عرض القوائم المالية لمركب الدواجن سكيكدة:

تعتبر القوائم المالية المرآة العاكسة لصورة أي مؤسسة اقتصادية و من خلالها يتمكن كل من المساهمين والمقرضين وباقي الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة الاقتصادية من تقييم أدائها. ومركب الدواجن سكيكدة الذي يعتبر من المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة يعمل جاهدا على تقديم قوائم مالية أكثر شفافية ووضوح من اجل الوفاء بكل ما يطمح إلى معرفته كل من المساهمين و المقرضين حول أدائه ؛ ومن خلال هذا المطلب نحاول عرض أهم القوائم المالية لمركب الدواجن سكيكدة، والمتمثلة في الميزانية المحاسبية و جدول حسابات النتائج.

الفرع الأول: عرض **الميزانيات المحاسبية للفترة** (2011-2013):

تتكون الميزانية المحاسبية من جانبين أساسيين هما؛ الأصول والخصوم، فالأصول تمثل استخدامات الموارد المالية التي تحصل عليها المؤسسة، أما الخصوم فتمثل مجمل الموارد المالية التي هي تحت تصرف المؤسسة. وعليه، نقوم من خلال هذا الفرع بعرض و دراسة الميزانية المحاسبية مركب الدواجن سكيكدة، خلال الفترة (2011-2013)، بالتطرق لكل من جانبي الأصول و الخصوم على حدى.

أولا: عرض الميزانيات – جانب الأصول – للسنوات 2013/2012/2011

نحاول التطرق لتركيبة أصول مركب الدواجن سكيكدة، خلال الفترة (2011-2013) ، وذلك من خلال الجدول الآتي :

الجدول رقم (2): الميزانية المحاسبية مركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013.

الوحدة: 1 دج

الأصول	صافي 2011	صافي 2012	صافي 2013
أصول غير جارية			
فارق الاقتناء (goodwill)			
تثبيتات معنوية			754 845,00
تثبيتات عينية			
الأراضي	221 840 548,00	221 840 548,00	214 607 020,00
المباني	18 088 921,80	16 662 241,22	11 675 997,67
تثبيتات عينية أخرى	12 455 585,34	11 196 673,36	17 810 674,25
تثبيتات ممنوح انجازها			
تثبيتات يجري انجازها			
تثبيتات مالية			
سندات موضوعة موضوع معادلة			
مساهمات أخرى وحسابات دائنة ملحقة			
سندات أخرى مثبتة			
إقراض وأصول مالية أخرى غير جارية	109 531 000,00	131 000,00	71 000,00
ضرائب مؤجلة على الأصل	4 015 074,26	4 278 754,32	5 416 788,08
مجموع الأصول غير الجارية	365 931 129,40	254 109 216,90	250 336 325,00
أصول جارية			
المخزونات والمنتجات قيد الصنع	71 177 115,64	51 505 074,37	71 425 373,05
حسابات دائنة واستخدمات مماثلة			
الزبائن	11 720 072,20		6 122 296,32
مدينون أخرون	24 118 641,17	23 312 382,16	26 178 747,96
الضرائب وما شابهها	10 129 008,59	6 299 442,29	11 912 826,39
حسابات دائنة أخرى واستخدمات مماثلة			
الموجودات وما شابهها			
الأموال الموظفة وأصول مالية جارية أخرى	60 000 000,00	140 000 000,00	100 000 000,00
الخزينة	47 042 807,50	73 166 234,11	111 705 529,73
مجموع الأصول الجارية	224 187 645,10	294 283 132,93	327 344 773,45
المجموع العام للأصول	590 118 774,50	548 392 349,83	577 681 098,45

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية للمركب،(الملحق رقم 01 و الملحق رقم 02 والملحق رقم 03)

ثانيا: عرض الميزانيات – جانب الخصوم – للسنوات 2013/2012/2011

الجدول رقم (3): الميزانية المحاسبية مركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013.

الوحدة: 1 دج

الخصوم	الصافي2011	الصافي 2012	الصافي 2013
رؤس الأموال الخاصة			
رأس المال الصادر	310 000 000,00	310 000 000,00	310 000 000,00
رأس المال غير المطلوب			
العلاوات والاحتياطات (الاحتياطات المدمجة) (1)	95 655 687,53	103 441 999,81	113 730 087,77
فارق إعادة التقييم	3 563 348,24	2 398 809,11	1 234 270,06
فارق المعادلة (1)			
النتيجة الصافية (النتيجة الصافية حصة المجمع) (1	31 811 218,76	43 928 087,96	30 738 190,57
رؤس أموال خاصة أخرى- الترحيل من جديد	- 11 739 906,48		
حصة الشركة المدمجة (1)			
حصة ذوي الأقلية (1)			
المجموع (1)	**429 290 348,05**	**459 768 896,88**	**455 702 548,40**
الخصوم غير الجارية			
القروض والديون المالية	6 737 357,25	6 288 200,10	5 839 042,95
الضرائب (المؤجلة والمرصود لها)	- 180 060,81	66 500,00	116 353,01
ديون أخر غير جارية			
مؤونات ومنتجات مدرجة في الحسابات سلفا	16 292 568,68	31 345 770,00	38 122 656,49
مجموع الخصوم غير الجارية (2)	**22 849 865,12**	**37 700 470,10**	**44 078 052,45**
الخصوم الجارية			
الموردون والحسابات الملحقة	3 654 487,22	3 951 326,76	2 814 069,35
الضرائب	11 870 215,59	24 771 395,01	14 117 348,86
ديون أخرى	13 053 858,52	22 200 261,08	60 969 079,39
خزينة الخصوم			
مجموع الخصوم الجارية (3)	28 578 561,33	50 922 982,85	77 900 497,60
المجموع العام للخصوم (1+2+3)	**480 718 774,50**	**548 392 349,83**	**577 681 098,45**

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية للمركب،(الملحق رقم 04 و الملحق رقم 05 والملحق رقم 06).

الفرع الثاني: جدول حسابات النتائج(2011-2013):

يعتبر جدول حسابات النتائج الوسيلة التي يتم بموجبها تحديد إيرادات وتكاليف الدورة المالية، فمن خلاله يمكن معرفة سير نشاط أي مؤسسة في دورة مالية ما.

يمكن تقديم أهم عناصر جدول حسابات النتائج لمركب الدواجن سكيكدة خلال الفترة (2011-2013)، بالاعتماد على الجدول التالي:

الجدول رقم (4): الميزانية جدول حسابات النتائج لمركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013.

الوحدة: 1 دج

	2 011	2 012	2 013
المبيعات والحسابات الملحقة	444 021 644,43	490 194 817,96	491 830 933,91
تغيرات المخزونات والمنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع	32 750 828,35	17 223 954,47	6 139 434,66
الانتاج المثبت		2 344 387,74	
إعانات الاستغلال			
1- إنتاج السنة المالية	416 329 767,60	475 315 251,23	497 970 368,57
المشتريات المستهلكة	- 294 414 360,56	- 314 202 909,20	- 351 964 337,80
خدمات خارجية والاستهلاكات الأخرى	- 10 073 534,38	- 11 427 929,79	- 14 504 939,57
2- استهلاك السنة المالية	- 304 487 894,94	- 325 630 838,99	- 366 469 277,37
3- القيمة المضافة للاستغلال(1-2)	111 841 872,66	149 684 412,24	131 501 091,20
أعباء المستخدمين	- 56 351 749,67	- 70 636 894,35	- 74 710 355,74
ضرائب ورسوم والمدفوعات المماثلة	- 8 483 524,82	- 8 970 134,90	- 9 129 408,05
4- إجمالي فائض للاستغلال	47 006 598,17	70 077 382,99	47 661 327,41
منتجات العملياتيةآخرى	166 837 498,71	173 487 532,82	162 761 293,27
أعباء العملياتية آخرى	- 11 355 922,27	- 18 408 388,84	- 18 317 641,93
المخصصات للاهتلاكات والمؤنات وخسارة القيمة	- 159 194 834,41	- 171 666 140,74	- 160 502 795,14
استرجاع على خسائر القيمة والمؤنات.	1 547 746,07	3 273 175,55	7 665 306,76
5 - النتيجة العملياتية	44 841 086,27	56 763 561,78	39 267 490,37
المنتجات المالية	475 821,92	1 678 287,66	1 270 536,53
الأعباء المالية	- 431 190,86	- 404 241,43	- 377 292,00
6 - النتيجة المالية	44 631,06	1 274 046,23	893 244,53
7- النتيجة العادية قبل الضرائب (6+5)	44 885 717,33	58 037 608,01	40 160 734,90
الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية	- 7 461 891,00	- 12 013 022,00	- 9 126 244,00
الضرائب المؤجلة (تغيرات) عن النتائج العادية.	- 544 656,05	- 2 096 498,05	- 296 300,33
مجموع منتجات الأنشطة العادية	580 122 882,78	653 754 247,26	669 667 505,13
مجموع أعباء الأنشطة العادية	- 548 311 664,02	- 609 826 159,30	- 638 929 314,56
8- النتيجة الصافية للأنشطة العادية	31 811 218,76	43 928 087,96	30 738 190,57
عناصر غير عادية (منتجات)			
عناصر غير عادية (أعباء)			
9- النتيجة غير العدية			
10- صافي نتيجة السنة المالية (1)	31 811 218,76	43 928 087,96	30 738 190,57
حصة الشركة الموضوعة موضع المعادلة في النتيجة الصافية (1)			
11- صافي نتيجة المجموع المدمج (1)	31 811 218,76	43 928 087,96	30 738 190,57
ومنها حصة ذوي الأقلية (1)			
حصة المجمع (1)			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية للمركب،(الملحق رقم 04 و الملحق رقم 05 والملحق رقم 06).

المطلب الثاني: الميزانية المالية لمركب الدواجن – سكيكدة – خلال الفترة (2011-2013).

إن الميزانية المحاسبية وفقا للنظام المحاسبي الجديد لا تحمل الكثير من التعقيد، أو إجراء تغييرات كثيرة على الميزانية المحاسبية للحصول على الميزانية المالية، ذلك لأنه ابتداء من سنة 2011 تعتمد المؤسسات على النظام المحاسبي الجديد و الذي يرتب عناصر الميزانية بالاعتماد على معايير الاستحقاقية و السيولة، و بالتالي فإن كل عناصر الميزانية المحاسبية تحافظ على ترتيبها في الميزانية المالية، و عليه فالأصول غير الجارية في الميزانية المحاسبية تعبر عن الأصول الثابتة في الميزانية المالية، و الأصول الجارية تمثل الأصول المتداولة في الميزانية المالية، نفس الشيء في جانب الخصوم فرؤوس الأموال الخاصة تقابلها الأموال الخاصة، و الخصوم غير الجارية تقابلها الديون متوسطة و طويلة الأجل، أما الخصوم الجارية فتقابلها الديون قصيرة الأجل. بناء على كل ذلك، فإننا نستطيع إعداد الميزانية المالية المختصرة للمؤسسة خلال الفترة المدروسة، مع استعمال النسب المئوية لكل عنصر حتي يتسنى لنا المقارنة بين عناصر الميزانية لكل سنة والسنوات الأخرى على النحو التالي:

جدول رقم: (5) : الميزانية المالية المختصرة لمركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013 . **الوحدة: 1 دج**

	سنة 2011		سنة 2012		سنة 2013	
	المبالغ	النسبة	المبالغ	النسبة	المبالغ	النسبة
الأصول الثابتة	**365 931 129,40**	**62,01%**	**254 109 216,90**	**46,34%**	**250 336 325,00**	**43,33%**
التثبيتات المعنوية	-	0,00%	-	0,00%	754 845,00	0,13%
التثبيتات المادية	252 385 055,14	42,77%	249 699 462,58	45,53%	244 093 691,92	42,25%
التثبيتات المالية	113 546 074,26	19,24%	4 409 754,32	0,80%	5 487 788,08	0,95%
الأصول المتداولة	**224 187 645,10**	**37,99%**	**294 283 132,93**	**53,66%**	**327 344 773,45**	**56,67%**
قيم الإستغلال	71 177 115,64	12,06%	51 505 074,37	9,39%	71 425 373,05	12,36%
قيم قابلة للتحقق	45 967 721,96	7,79%	29 611 824,45	5,40%	44 213 870,67	7,65%
القيم الجاهزة	107 042 807,50	18,14%	213 166 234,11	38,87%	211 705 529,73	36,65%
مجموع الأصول	**590 118 774,50**	**100,00%**	**548 392 349,83**	**100,00%**	**577 681 098,45**	**100,00%**

المصدر .من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير المؤسسة.

جدول رقم: (6) : الميزانية المالية المختصرة لمركب الدواجن سكيكدة جانب الخصوم للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013 .

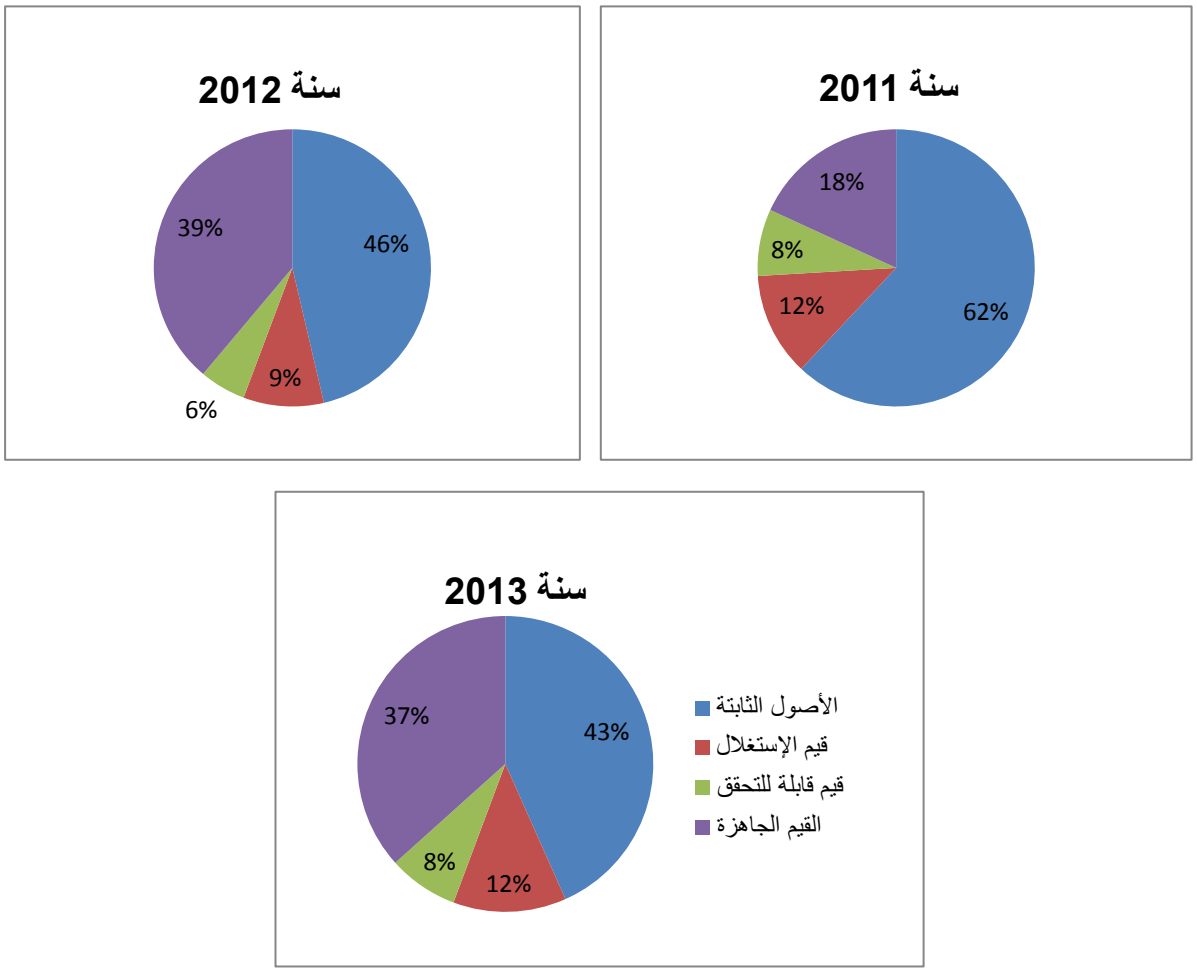
الوحدة: 1 دج

	سنة 2011		سنة 2012		سنة 2013	
	المبالغ	النسبة	المبالغ	النسبة	المبالغ	النسبة
الأموال الدائمة	**452 140 213,17**	**94,06%**	**497 469 366,98**	**90,71%**	**499 780 600,85**	**86,51%**
الأموال الخاصة	429 290 348,05	89,30%	459 768 896,88	83,84%	455 702 548,40	78,88%
ديون ط.م الأجل	22 849 865,12	4,75%	37 700 470,10	6,87%	44 078 052,45	7,63%
ديون قصيرة الأجل	**28 578 561,33**	**5,94%**	**50 922 982,85**	**9,29%**	**77 900 497,60**	**13,49%**
مجموع الخصوم	**480 718 774,50**	**100,00%**	**548 392 349,83**	**100,00%**	**577 681 098,45**	**100,00%**

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية المؤسسة.

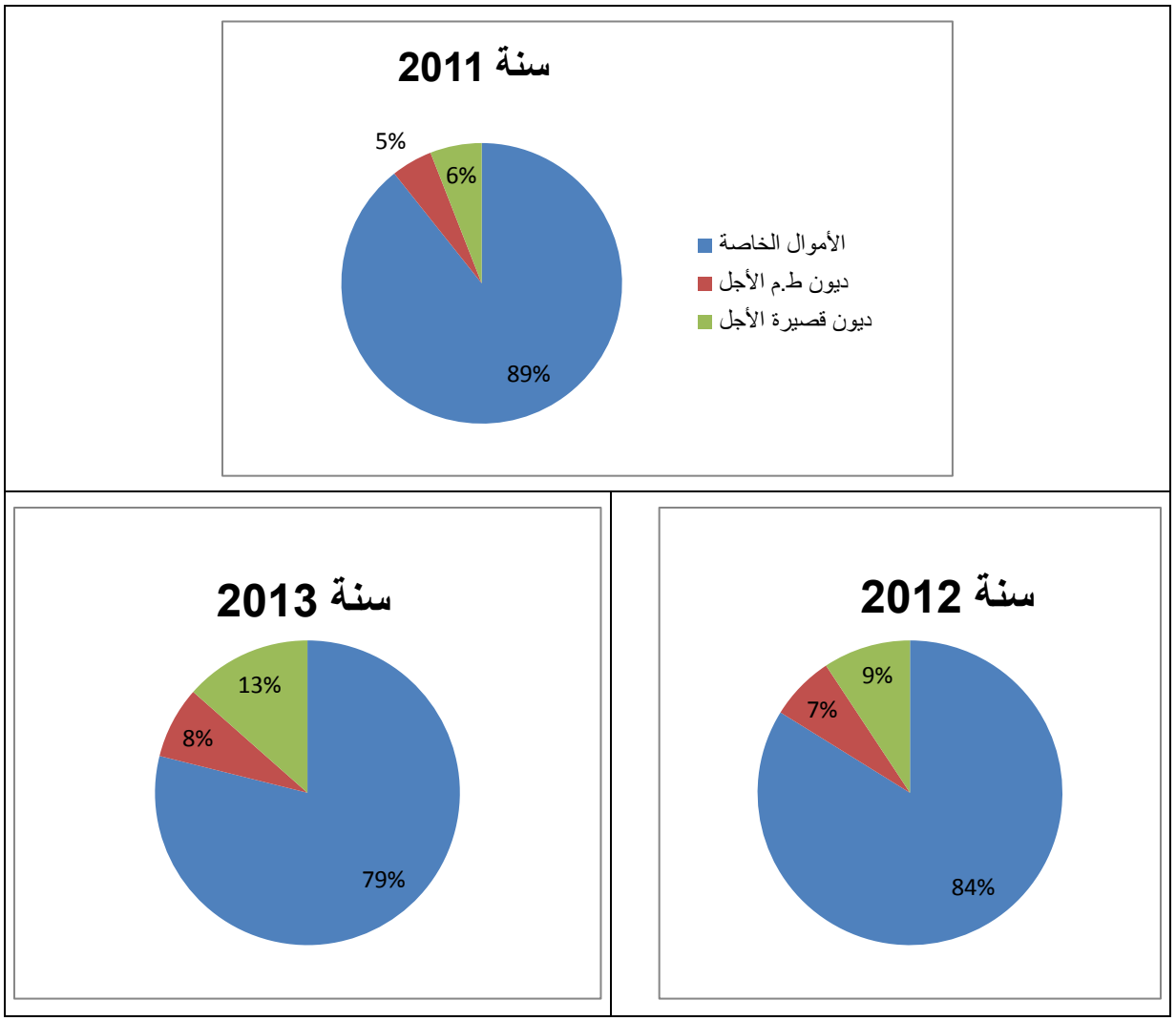
ومن اجل جعل قراءة معطيات الميزانية المالية المختصرة لمركب الدواجن سكيكدة أكثر وضوح وسهولة، نقوم بتمثيلها بيانيا بالاعتماد على طريقة الدوائر النسبية وذلك على النحو الآتي:

الشكل رقم (7): التمثيل البياني للميزانية المالية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الأصول للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013 .



المصدر: من إعداد الطالب

الشكل رقم (8): التمثيل البياني للميزانية المالية لمركب الدواجن سكيكدة جانب الخصوم للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013 .



المصدر: من إعداد الطالب

من خلال الميزانية المالية المختصرة لمركب الدواجن سكيكدة للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013، والتمثيل البياني لكل من تركيبة أصولها و خصومها، نلاحظ وبشكل عام أن المؤسسة تعرف بعض التغيرات النسبية على مستوى تركيبة أصوله وخصومه خلال الفترة المدروسة، وهذا ما توضحه بشكل أدق الرسوم البيانية لكل من أصول و خصوم المؤسسة خلال الفترة المدروسة حيث نلاحظ تغيرات كل عنصر من عناصر الميزانية عبر سنوات الدراسة. وبفضل الميزانية المالية المبينة أعلاه سوف نتمكن من تحليل الوضعية المالية المؤسسة بأكثر دقة باستخدام المؤشرات المالية والنسب المالية.

رأس المال.

المطلب الثالث: مصادر تمويل مركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013):

تصنف مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية إلى صنفين أساسيين، وهما التمويل عن طريق أموال الملكية والتمويل عن طريق أموال الاستدانة، وفيما يأتي سيتم تبين مختلف مكونات الهيكل المالي لمؤسسة للمركب من موارد الخاصة، طاقة التمويل الذاتي وموارد الاستدانة خلال الفترة المدروسة.

الجدول رقم (7): الموارد الخاصة لمركب الدواجن سكيكدة للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013.

الوحدة: 1 دج

البيان/السنة	2 011	2 012	2 013
رأس المال الاجتماعي	310 000 000,00	310 000 000,00	310 000 000,00
الاحتياطات	95 655 687,53	103 441 999,81	113 730 087,77
فارق إعادة التقييم	3 563 348,24	2 398 809,11	1 234 270,06
مجموع الموارد لخاصة	**409 219 035,77**	**415 840 808,92**	**424 964 357,83**

المصدر: من إعداد الطالب.

الجدول رقم (8): التمويل الذاتي لمركب الدواجن سكيكدة للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013.

الوحدة: 1 دج

البيان/السنة	2 011	2 012	2 013
الأرباح المحتجزة	27 039 535,95	37 338 874,77	26 127 461,98
مخصصات الإهتلاكات و المؤونات	159 194 834,41	171 666 140,74	160 502 795,14
التمويل الذاتي	186 234 370,36	209 005 015,51	186 630 257,12

المصدر: من إعداد الطالب.

الجدول رقم (9): موارد الاستدانة لمركب الدواجن سكيكدة للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013.

الوحدة: 1 دج

البيان/السنة	2 011	2 012	2 013
ديون ط.م الأجل	22 849 865,12	37 700 470,10	44 078 052,45
ديون قصيرة الأجل	28 578 561,33	50 922 982,85	77 900 497,60
موارد الاستدانة	51 428 426,45	88 623 452,95	121 978 550,05

المصدر: من إعداد الطالب.

الجدول رقم (10): الهيكل المالي لمركب الدواجن سكيكدة للفترة الممتدة من 2011 إلى 2013.

الوحدة: 1 دج

البيان	سنة 2011	النسبة	سنة 2012	النسبة	سنة 2013	النسبة
موارد خاصة	409 219 035,77	63%	415 840 808,92	58%	424 964 357,83	58%
قدرة التمويل الذاتي	186 234 370,36	29%	209 005 015,51	29%	186 630 257,12	25%
موارد الاستدانة	51 428 426,45	8%	88 623 452,95	12%	121 978 550,05	17%
مجموع الموارد	646 881 832,58	100%	713 469 277,38	100%	733 573 165,00	100%

المصدر: من إعداد الطالب.

من خلال الجداول أعلاه يتضح لنا أن الهيكل التمويلي المتبع من طرف المؤسسة تمثل فيه المديونية لا تتعدى 17 % من مصادر تمويل المؤسسة وهو عامل إيجابي لانخفاض المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة، هذا من جهة. ومن جهة آخرى فالمؤسسة تتمتع باستقلاليتها المالية اتجاه الغير حيث ان الموارد الخاصة تمثل في المتوسط 60% من مصادر تمويل المؤسسة. وبالدقيق في الموارد الخاصة نجد أن رأس المال الاجتماعي للمؤسسة يتميز بالثبات، وتعتمد على الرفع من الاحتياطات أكثر من احتجاز الأرباح أو الرفع من

المبحث الثالث: تقييم وتقويم الهيكل المالي لمركب الدواجن سكيكدة خلال الفترة (2011-2013) :

تقاس الصحة المالية لأي مؤسسة بمدى قدرتها على مواجهة التزاماتها بتواريخ استحقاقها من جهة، وبمدى إمكانيتها على خلق عوائد مالية تساعدها في تطوير نشاطها وتوسيعه من جهة أخرى، بما يضمن لها البقاء في عالم الأعمال. ولاختبار وتقيم تركيبة الهيكل التمويلي لمركب الدواجن سكيكدة وكذلك قياس مدى استعداده في مواجهة التزاماته عند حلول آجال استحقاقها، وقدرته على تحقيق مردودية مناسبة تساعده على القيام بنشاطه وتوسيعه، نقوم بتحليل وضعيته المالية وذلك بالاعتماد على أهم المؤشرات والنسب المالية، إضافة إلى استخدام المعلومات المحاسبية والمالية المتاحة خلال الفترة (2011-2013).

المطلب الأول: التحليل المالي للهيكل المالي لمركب الدواجن سكيكدة خلال الفترة (2011-2013):

الفرع الأول: مؤشرات التوازن المالي:

نعتمد في تحليلنا للتوازن المالي لمركب الدواجن سكيكدة على أهم مؤشرات التوازن المالي وهي رأس المال العامل احتياجات رأس المال العامل و رصيد الخزينة.

أولا: رأس المال العامل

يعتبر رأس المال العامل مؤشرا أساسي للتحليل و تقييم التوازنات داخل المؤسسة، و كما سبقت الإشارة إليه هناك أربعة أنواع لرأس المال العامل وهي:

1- رأس المال العامل الدائم :

و هو ذالك المقدار الفائض من الموارد المالية الدائمة بعد تمويل الاحتياجات المالية الدائمة.

2- رأس المال العامل الخاص :

يتمثل في ذلك المقدار الإضافي من رأس المال العامل الخاص بعد تمويل الأصول الثابتة، حيث يقيس قدرة المؤسسة على تمويل استثماراتها.

3- رأس المال العامل الإجمالي :

يقصد بهذا المفهوم مجموع عناصر الأصول المستخدمة في نشاط استغلال المؤسسة، وهي مجموع الأصول الأقل من سنة و هي تتمثل في الأصول المتداولة.

4- رأس المال العامل الأجنبي :

و هو ذلك الجزء من الموارد المالية الأجنبية في المؤسسة و المتمثلة في إجمالي الديون. وسوف يتم توضيح مختلف قيم رؤوس الأموال العاملة في الجدول الموالي.

الجدول رقم(11): قيم أنواع رأس المال العامل لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2009-2012).

الوحدة: 1 دج

البيان / السنوات	2011	2012	2013
الأموال الدائمة	452 140 213,17	497 469 366,98	499 780 600,85
الأصول الثابتة	365 931 129,40	254 109 216,90	250 336 325,00
رأس المال العامل الدائم	86 209 083,77	243 360 150,08	249 444 275,85
الأموال الخاصة	429 290 348,05	459 768 896,88	455 702 548,40
الأصول الثابتة	365 931 129,40	254 109 216,90	250 336 325,00
رأس المال العامل الخاص	63 359 218,65	205 659 679,98	205 366 223,40
الأصول المتداولة	224 187 645,10	294 283 132,93	327 344 773,45
رأس المال العامل الاجمالي	224 187 645,10	294 283 132,93	327 344 773,45
ديون طويلة ومتوسطة الأجل	22 849 865,12	37 700 470,10	44 078 052,45
ديون قصيرة الأجل	28 578 561,33	50 922 982,85	77 900 497,60
رأس المال العامل الأجنبي	51 428 426,45	88 623 452,95	121 978 550,05

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة.

من خلال النتائج المتحصل عليها في الجدول أعلاه يمكن تسجيل عدة ملاحظات و هي:

*** بالنسبة لرأس المال العامل الدائم:**

من خلال الجدول نلاحظ أن رأس المال العامل الدائم قد ارتفع في السنتين الأخيرتين محل الدراسة وموجب خلال الفترة المدروسة و أن قيمة رأس المال العامل الدائم جد معتبرة و هو ما يؤكد أن المؤسسة تمتلك هامش أمان، وهو ما يفسر قدرتها على تغطية أصولها الثابتة انطلاقا من أموالها الدائمة، قدرتها على تسديد جزء من ديونها القصيرة الأجل في حالة عدم تحول الأصول المتداولة إلى سيولة مع أجال استحقاق الديون القصيرة الأجل.

*** بالنسبة لرأس المال العامل الخاص:**

نلاحظ قيمة رأس العامل الخاص موجبة خلال فترة الدراسة، مع ارتفاعه في السنتين الأخيرتين بقيمة جد معتبرة ، هذا ما يعني أن المؤسسة قادرة على تمويل أصولها الثابتة من مواردها الخاصة دون الاعتماد على موارد خارجية، و بالتالي فإن الموارد المالية المخصصة لتمويل الاستثمارات الرأسمالية هي مصادر داخلية و هو مؤشر ايجابي للمؤسسة على عدم التبعية للأطراف الخارجية.

*** رأس المال العامل الإجمالي:**

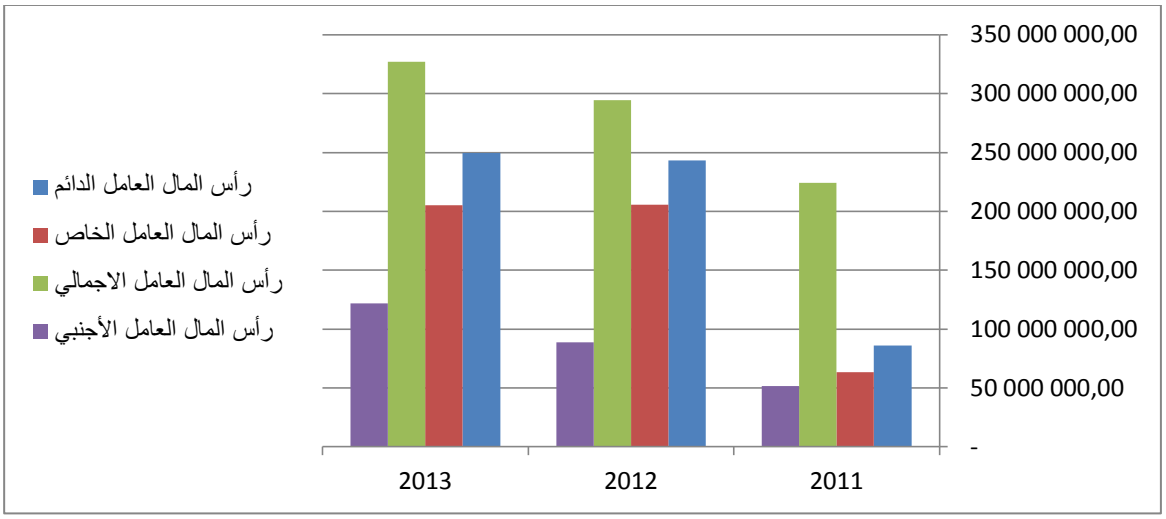
إن القيمة الموجبة والمعتبرة لرأس المال العامل الإجمالي للمؤسسة خلال فترة الدراسة مقارنة برأس المال العامل الأجنبي يدل على امتلاك المؤسسة لسيولة معتبرة.

*** رأس المال العامل الأجنبي:**

إن القيمة المنخفضة لرأس المال العامل الأجنبي مقارنة بالأموال الخاصة يعني أن المؤسسة مستقلة ماليا أي عدم تدخل الأطراف الخارجية في سياستها، و كذلك القيمة المنخفضة لرأس المال العامل الأجنبي يعني أن المؤسسة بإمكانها الحصول على قروض إضافية وبسهولة.

و الشكل الموالي يوضح كل هذه الملاحظات:

الشكل رقم (10) : تمثيل بياني لمختلف رؤوس الأموال العاملة لمركب الدواجن سكيكدة خلال الفترة 2011-2013 .



المصدر: من إعداد الطالب.

ثانيا: احتياجات رأس المال العامل

يجب على المؤسسة خلال دورة الاستغلال أن تغطي مخزوناتها ومدينوها (احتياجات الدورة) بالديون القصيرة الأجل (موارد الدورة)، فإذا كان الفرق موجب بين الطرفين فذلك يعبر عن حاجة المؤسسة إلى موارد أخرى تزيد مدتها عن دورة واحدة، وهو ما يسمى احتياجات رأس المال العامل.

وبالاعتماد على المعطيات المستخلصة من الميزانية المالية لمركب الدواجن سكيكدة، نستطيع تحديد احتياجاته من رأس المال العامل، وذلك من خلال الجدول التالي:

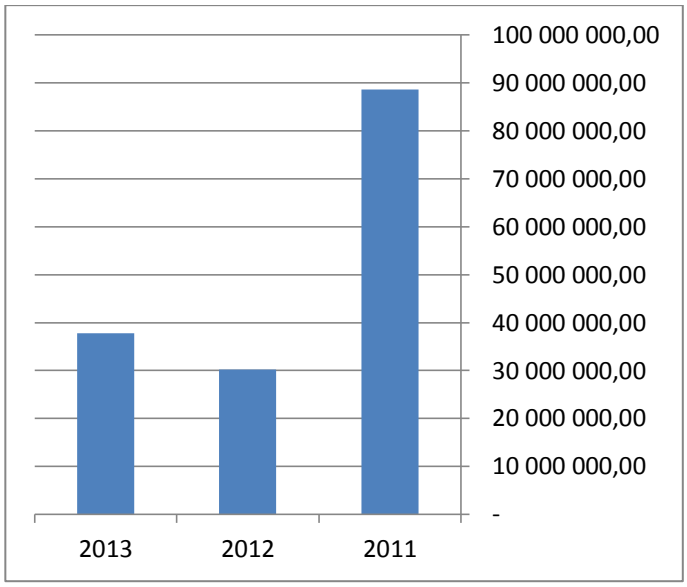
الجدول رقم(12): قيم ونسب النمو في احتياجات رأس المال العامل لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).

الوحدة: 1 دج

البيان / السنوات	2011	2012	2013
الأصول المتداولة - القيم الجاهزة	117 144 837,60	81 116 898,82	115 639 243,72
الديون القصيرة الأجل - السلفيات البنكية	28 578 561,33	50 922 982,85	77 900 497,60
احتياجات رأس المال العامل	**88 566 276,27**	**30 193 915,97**	**37 738 746,12**
نسبة النمو في احتياجات رأس المال العامل		-66%	25%

المصدر: من إعداد الطالب.

الشكل رقم (11) : تمثيل بياني لاحتياجات رأس المال العامل لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).



المصدر: من إعداد الطالب.

ما يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن احتياجات رأس المال العامل سجلت بقيم موجبة خلال كامل الفترة المدروسة، إلا أن هناك اختلاف بين نسب تغيرها من سنة إلى أخرى، ومنه يمكن أن نشير إلى الانخفاض، الذي عرفته احتياجات رأس المال العامل، خلال سنة 2012 بنسبة (66 %) على مقارنة بسنة 2011 ، وهذا ما يمكن إرجاع سببه لتزايد الموارد الدورية للمركب. بينما عرف هذا المؤشر تزايدا خلال سنة 2013 بنسبة 25 %، بسبب زيادة الاحتياجات الدورية بشكل كبير رغم الارتفاع الطفيف للموارد الدورية لهذه السنة.

إن احتفاظ احتياجات رأس المال العامل بقيم موجبة على طول الفترة المدروسة (2011-2013) هو نتيجة لتفوق احتياجات دورة استغلال المؤسسة على موارده الدورية، وهذا ما يدل على أن الديون قصيرة الأجل غير كافية لتغطية احتياجات دورة الاستغلال؛ و بالتالي يجب على مسيري المؤسسة، أن يعيدوا النظر في السياسة المتبعة مع الزبائن والموردين ؛ وذلك بتقليص ما أمكن من المدة الممنوحة للزبائن من اجل دفع ما عليهم اتجاه المؤسسة، وبالموازاة العمل على زيادة ما أمكن، في المدة الممنوحة للمركب من قِبل الموردين وهذا بهدف خلق توازن ما بين الاحتياجات الدورية والموارد الدورية للاستغلال.

ثالثا: الخزينة:

الخزينة هي مجموع القيم التي تستطيع المؤسسة التصرف فيها خلال دورة الاستغلال، و يمكن حساب خزينة المؤسسة خلال سنوات الدراسة من خلال العلاقة التالية:

الخزينة = رأس المال العامل – احتياجات رأس المال العامل

والنتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم(13): قيم الخزينة لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).

الوحدة: 1 دج

البيان / السنوات	2011	2012	2013
رأس المال العامل	86 209 083,77	243 360 150,08	249 444 275,85
احتياجات رأس المال العامل	88 566 276,27	30 193 915,97	37 738 746,12
الخزينة	**- 2 357 192,50**	**213 166 234,11**	**211 705 529,73**

المصدر: من إعداد الطالب.

نلاحظ انه خلال سنة 2011 رغم أن المؤسسة تتملك رأس مال عامل موجب لكنه غير كاف مما ولد خزينة سالبة، وهنا احتياجات رأس المال العامل تمول بالأموال الدائمة.

أما خلال السنتين المواليتين 3012-2013، فإن رأس المال العامل يمول كليا دورة الاستغلال ويسمح ، بتوليد خزينة موجبة، وبالتالي هناك فائض في السيولة فالمؤسسة في حالة جيدة مع ضرورة تسيير أحسن للخزينة، أي عدم تجميد السيولة وموازنتها مع الربحية. فعليها أن توظف خزينتها وبالتالي تحصل على نواتج مالية تزيد من مردوديتها أو تعالج بعض التزاماتها أو تعظم قيم استغلالها.

الفرع الثاني: التحليل باستخدام النسب المالية:

نحاول من خلال هذا الفرع أن نتناول أهم النسب المالية التي تمنحنا صورة واضحة عن الوضعية المالية لمركب الدواجن سكيكدة بهدف استصدار حكم حول تركيبة هيكله التمويلي.

اولا: نسب التمويل، المديونية والاستقلالية المالية.

يمثل الجدول التالي مختلف النسب المالية التي تسمح بإعطاء صورة عن التوازن المالي الإجمالي، كما تسمح بتحليل البنية التمويلية للمؤسسة:

الجدول رقم(14): نسب التمويل، المديونية والاستقلالية المالية لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).

البيان	العلاقة	سنة 2011	سنة 2012	سنة 2013
نسبة التمويل الدائم	الأموال الدائمة / الأصول الثابتة	1,24	1,96	2,00
نسبة التمويل الخاص	أموال الملكية / الأصول الثابتة	1,17	1,81	1,82
النسبة العامة للآستقلالية المالية	أموال الملكية / مجموع الخصوم	0,89	0,84	0,79
النسبة الخاصة للآستقلالية المالية	رأس المال الاجتماعي / مجموع الديون	6,03	3,50	2,54
نسبة قابلية التسديد	مجموع الديون / مجموع الأصول	0,09	0,16	0,21
نسبة المديونية	مجموع الديون / أموال الملكية	0,12	0,19	0,27

المصدر: من إعداد الطالب.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن نسب التمويل الدائم أكبر من الواحد الصحيح، وهذا خلال السنوات الثلاثة للفترة (2011-2013)، مما يدل على وجود هامش أمان يسمح للمركب بتغطية كامل أصوله الثابتة وجزء معتبر من أصوله المتداولة عن طريق الأموال الدائمة، وقد عرفت هذه الأخيرة زيادات متتالية خلال سنوات الدراسة.

أما بالنسبة للتمويل الخاص، فإن مركب الدواجن سكيكدة في الفترة المدروسة (2011-2013) احتفظ بنسب تمويل خاص تفوق الواحد على كامل الفترة المدروسة، و هذا ما يغنيه نظريا عن اللجوء إلى أموال الاستدانة من اجل تمويل أصوله الثابتة، ويمكنه أن يستخدم الفائض في تمويل جزء من الأصول المتداولة.

من خلال نسبتي التمويل الدائم و الخاص يتضح أنه كان بالإمكان أن تمول جل الأصول الثابتة في مركب الدواجن سكيكدة عن طريق أموال ملكية؛ ما يعني أن مجموع الديون طويلة ومتوسطة الأجل التي هي بحوزة مركب الدواجن سكيكدة في الفترة (2011-2013) تستخدم في تمويل الأصول المتداولة.

في خصوص النسبة العامة للاستقلالية المالية لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013) فنجدها تتراوح بين 79 % و 89 % وهي أكبر من النسبة الدنيا الواجب تحقيقها 50 %، ومن اجل التدقيق أكثر في ما يخص الاستقلالية المالية للمركب نقوم بحساب النسبة الخاصة للاستقلالية المالية، التي نجدها تتراوح 603 % و234 % وهي نسبة مرتفعة جداً، وهو ما تتمتع بقدرة كامنة على الاستدانة غير مستغلة يمكنه اللجوء إليه وقت الاحتياج، وفي الوقت ذاته يعتبر تإرتفاع هذه النسبة أكثر من اللازم، يفسر بنقص في الاستثمارات، وهذا ما يدل على جهل مسيري المركب بمدى أهمية دوران رأس ماله، ومدى خطورة تضييع فرصة عدم استغلاله، وبقاءه داخل المؤسسة بدون أي استثمار مولد للمداخيل، بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة الوكالة نتيجة النزاع القائم بين المساهمين و المسيرين.

حسب النسبة المعيارية للاستقلالية المالية الخاصة يتم تصنيف الاستقلالية المالية الخاصة للمركب بالعالية جدا؛ وهذا ما يؤيد النتائج المتحصل عليها من حساب النسبة العامة للاستقلالية المالية. وعليه فإن الاستقلالية المالية بشكل عام تعتبر عالية جدا. ومريحة تكسبها مرونة في التعامل مع دائنيها.

تعبر نسبة قابلية التسديد عن نسبة الضمان التي يمنحها المركب لدائنيه، بما يزيد من ثقتهم فيه، وكل ما كانت هذه النسبة اصغر كلما كان المقرضين أكثر ارتياحا اتجاه أموالهم، ولا يجب أن تفوق النسبة 50%، ويتضح من الجدول انه طيلة الفترة المدروسة النسبة أقل أو يساوي من 2.1 وهو مؤشر جيد بالنسبة للمؤسسة، أي في حدود سنتين ونصف يمكنها تسديد التزاماتها. هذا يعني ان الديون الطويلة الأجل ونشاط المؤسسة يولد موارد كافية لتسديد السريع أي المؤسسة تتمتع قدرة على التسديد معتبرة، الشيء الذي يزيل تخوفات المقرضين من وقوع المؤسسة في حالة التوقف عن الدفع.

تمنحنا نسبة المديونية صورة حول تركيبة الهيكل التمويلي للمركب من ناحية ملكية مصادر التمويل المستخدمة من قبله ؛ وبالتحديد تمكننا نسبة المديونية من تحديد درجة حضور أموال الاستدانة مقارنة بأموال الملكية، حيث تتراوح هذه النسبة بين 0,12 و0,27 ما يعني أن أموال الاستدانة تقل عن أموال الملكية بنسبة تتراوح بين 88 %و حوالي 73 % خلال الفترة المدروسة، وقد بلغت أقصى قيمة لها 0,27 في سنة 2013 ، نتيجة لعملية تجديد الاستثمارات التي ميزت هذه السنة، ما اجبر المركب على اللجوء إلى أموال الاستدانة وبالتحديد القروض البنكية قصيرة الأجل من اجل تلبية احتياجات رأس المال العامل،

و بالرجوع إلى النسبة المعيارية للمديونية، والتي تقضي بأن يكون الحد الأقصى لنسبة المديونية مقارنة بأموال الملكية في الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية هو 100 % ؛(مجموع الديون /أموال الملكية< أو= 1)، نخلص إلى أن نسبة مديونية المركب للفترة المدروسة تعتبر منخفضة ؛ ما يجعل الهيكل التمويلي لمركب الدواجن سكيكدة للفترة المدروسة يتميز بنسبة استدانة أقل من النسبة المثلى.

ثانيا: نسب السيولة

- من اجل توضيح أكثر لصورة الوضعية المالية لمركب الدواجن سكيكدة خلال الفترة (2011-2013) نقوم بدراسة نسب سيولة أصوله المتداولة خلال الفترة المدروسة، والجدول الموالي يوضح ثلاثة أنواع من نسب السيولة؛ نسبة السيولة العامة، نسبة السيولة المختصرة ونسبة السيولة الفورية.

الجدول رقم(15): نسب السيولة لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).

البيان	العلاقة	سنة 2011	سنة 2012	سنة 2013
نسبة التداول	الأصول المتداولة / الديون قصيرة الأجل	7,84	5,78	4,20
نسبة السيولة السريعة	أصول المتداولة - مخزونات / الديون قصيرة الأجل	5,35	4,77	3,29
نسبة السيولة الفورية	القيم الجاهزة / الديون قصيرة الأجل	3,75	4,19	2,72

المصدر: من إعداد الطالب.

نلاحظ من خلال الجدول أن مركب الدواجن سكيكدة في الفترة المدروسة (2011-2013)، تميز بمعدلات سيولة جد مرتفعة تفوق القيمة المعيارية المقبولة 2؛ حيث تراوحت نسب التداول بين 7.84 و 4.20، ويقدر المعدل المتوسط للسيولة العامة للفترة المدروسة ب 5.94 وهذا ما يعني أن الأصول المتداولة تفوق الديون قصيرة الأجل بمتوسط يقارب الخمس مرات خلال كامل الفترة المدروسة ؛ ما يؤكد لنا ما استخلصناه من تحليلنا لنسبة التمويل الدائم، حيث أن جزء كبير من الأصول المتداولة ممول عن طريق الأموال الدائمة.

ومن اجل التدقيق أكثر في أي من مكونات الأصول المتداولة التي تستحوذ على الجزء الأكبر من التمويل، نقوم في خطوة أولى بعزل قيم الاستغلال من الأصول المتداولة عند حساب نسبة السيولة، لنحصل على نسبة السيولة السريعة، و التي تأخذ في الاعتبار فقط القيم القابلة للتحقق و القيم الجاهزة بالنسبة للديون قصيرة الأجل، و في حالة مركب الدواجن سكيكدة تحصلنا على نسبة متوسطة للسيولة السريعة تفوق تقدر بـ 4.47، و ما نلاحظه هو ارتفاعها مقارنة بالنسبة المعيارية للسيولة السريعة وهي 1.

وبهدف التعرف على جاهزية السيولة نقوم بحساب نسبة السيولة الفورية؛ و التي تتراوح بين 4.19 و 2.72 على طول فترة الدراسة؛ وهي نسبة جد مرتفعة تبين احتفاظ المؤسسة بحجم كبير من السيولة الجاهزة، وهذا ما يثبت مصداقية المؤسسة في الوفاء بالتزاماته في آجالها المحددة، ما يعزز مكانتها في السوق.

لكن بقاء مبالغ كبيرة في النقدية يعتبر تعطيل لموارد المؤسسة لان بقاء النقود معطلة لها كلفة لا يستهان بها تسمى كلفة الفرصة البديلة لرأس المال. وبالتالي فان بقاء هذه النقود معطلة دون استثمار يمثل خسارة للمؤسسة وكان بالإمكان استثمارها وفي أسوأ الحالات يمكن اخذ فائدة عليها إذا ما وضعت في البنوك. لذا ينبغي أن تكون هناك عملية موازنة بين السيولة والمخاطرة ويقصد بالمخاطرة هنا العسر المالي الذي يواجهه المؤسسة أثناء تأدية التزاماته المستحقة.

ثالثا:نسب هيكلة الأصول:

نحاول من خلال دراسة نسب هيكلة أصول مركب الدواجن سكيكدة للفترة المدروسة(2011-2013)، الكشف عن الكيفية التي تم وفقها استخدام خصوم المركب، ومن بين أهم نسب هيكلة الأصول التي تمت دراستها نذكر ما يلي:

الجدول رقم(16): نسب الهيكلة لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).

البيان	العلاقة	سنة 2011	سنة 2012	سنة 2013
نسبة الأصول الثابتة	الأصول الثابتة / مجموع الأصول	62,01%	46,34%	43,33%
نسبة الأصول المتداولة	الأصول المتداولة / مجموع الأصول	37,99%	53,66%	56,67%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول هيكلة أصول لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013)، تشير إلى أن نسبة الأصول الثابتة تشكل بين 62.01 % إلى 43.33 % من مجمل أصول المؤسسة بمتوسط 50.56 %، وبالمقابل نجد أن متوسط وزن الأصول المتداولة لنفس الفترة المدروسة هو 50.44 % من مجمل الأصول ؛ حيث تعتبر أوزان كل من الأصول الثابتة و المتداولة لمركب الدواجن سكيكدة مثالية في المتوسط مقارنة مع النسب المعيارية للمؤسسات الصناعية، التي تنص على أن يكون وزن الأصول الثابتة يمثل على الأقل النصف من مجمل الأصول. أما في حالة مركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013)، على العموم تقارب النصف، ونلاحظ أن وزن الأصول الثابتة انخفض من 62.01 % إلى 43.33 %، و هذا يعود إلى ارتفاع وزن الأصول المتداولة في هيكل الأصول، ما يؤثر سلبا على التوازن المالي للمؤسسة في حالة استمرار هذا الارتفاع وهو ما يؤثر بدوره على أمثلية هيكلها التمويلي؛ نتيجة ارتفاع احتياجاته المالية الدورية، التي تدفع بإدارة المؤسسة إلى البحث عن مصادر تمويل إضافية لتأمين هذه الاحتياجات المالية الدورية ؛ و ذلك إما بالاعتماد على الأموال الدائمة أو/و ديون قصيرة الأجل. وعليه، لابد على المؤسسة أن يعيد النظر في تركيبة أصوله المتداولة و العمل على تخفيضها،

و من اجل تحقيق هذا، لابد علينا من دراسة تفصيلية لأهم عناصر الأصول المتداولة؛ و هي قيم الاستغلال (المخزونات)و القيم غير الجاهزة (الزبائن) وهذا بهدف تحديد و بدقة موقع الخلل و العمل على تصحيحه.

رابعا: نسب دوران بعض عناصر دورة الاستغلال:

تعد نسب دوران عناصر دورة الاستغلال مثل المخزونات، الزبائن والموردين عامل مهم في تحقيق توازن الهيكل التمويلي على المدى القصير لأي مؤسسة اقتصادية، وذلك من خلال التقليص من مدة دوران المخزونات والتوفيق بين مدة دوران الزبائن و مدة دوران الموردين، من اجل الحد من احتياجات رأس المال العامل ؛ لهذا ارتأينا أن نقوم بدراسة أهم عناصر دورة الاستغلال لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013)، وذلك على النحو الآتي :

1. نسبة دوران المخزون:

إن نسبة دوران المخزون لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013)، تعطينا نظرة إجمالية متوسطة حول المدة التي يبقى فيها المخزون في المركب قبل أن يتحول إلى رقم أعمال محقق، وكلما كانت هذه المدة قصيرة، كلما كان أفضل بالنسبة للمؤسسة ؛ و ذلك من اجل الإسهام في تعظيم رقم الأعمال، عن طريق تفعيل دوران المخزونات، وكذلك التقليص من احتياجات رأس المال العامل، والجدول الموالي يوضح لنا نسبة دوران مخزونات مركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013):

الجدول رقم(17): نسبة دوران مخزونات مركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).

البيان	العلاقة	سنة 2011	سنة 1012	سنة2013
رقم الأعمال خارج الرسم		444 021 644,43	490 194 817,96	491 830 933,91
متوسط المخزون	(مخزون بداية المدة +مخزون نهاية المدة)/2	90185571,54	61341095,01	61465223,71
متوسط دوران المخزون	(متوسط المخزون*360)/ رقم الأعمال السنوي H,T	73	45	45

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول المبين أعلاه نلاحظ أن مخزون مركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013)، يتميز بمدة دوران المخزونات تقدر بـ54 يوم في المتوسط، وهي نسبة طويلة نوعا ما عند الأخذ بعين الاعتبار نشاط المؤسسة الذي يعتمد على منتوج وحيد وهو انتاج دجاج جاهز للبيض، وأي يوم تأخر سيكلف المركب تكلفة باهظة من تغذية ومراقبة صحية، لذى يجب على أدارة المركب أن تسعى لتقليص هذه المدة قدر الامكان.

2. نسب دوران الزبائن و الموردين:

يمكن توضح نسب دوران الزبائن و الموردين لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013) من خلال الجدولين التاليين:

الجدول رقم(18): متوسط مدة دوران زبائن مركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).

البيان	العلاقة	سنة 2011	سنة 1012	سنة2013
المبيعات السنوية TCC		519 505 323,98	573 527 937,01	575 442 192,67
الزبائن		11 720 072,20	-	6 122 296,32
مدة دوران الزبائن	(العملاء +أوراق القبض)*360/ مبيعات السنة	8	0	4

المصدر .من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية للمؤسسة.

الجدول رقم(19): متوسط مدة دوران موردي مركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).

البيان	العلاقة	سنة 2011	سنة 1012	سنة2013
مشتريات السنة TTC		344 464 801,86	367 617 403,76	411 798 275,23
الموردين		3 654 487,22	3 951 326,76	2 814 069,35
مدة دوران الموردين	(الموردين+أوراق القبض)*360/ مشتريات السنة	4	4	2

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية للمؤسسة.

من خلال حساب مدة دوران الزبائن و الموردين مركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013)، أول ما نلاحظه هو انخفاض هذه المدة التي تكاد لا تتجاوز الأسبوع في المتوسط، حيث أن انخفاض نسبة دوران الزبائن يزيد من نسب السيولة في المؤسسة، غير أن المؤسسة تبقي على نسبة تكاد تكون منعدمة من متوسط دوران الموردين وهذا راجع لاحتفاظها بمعدلات مرتفعة من السيولة الجاهزة. وتبقى هذه الوضعية في غير صالح المؤسسة كما أوضحا سابقا أن الابقاء على نسب مرتفعة من السيولة يفوت على المؤسسة فرص استثمارية عديدة، كما يمكن للمؤسسة الاستفادة من مهلة انتظار من الموردين تمنحها سيولة أكثر.

الفرع الثالث: نسب المردودية:

يوضح الجدول الموالي نسب المردودية المالية و الاقتصادية للمؤسسة:

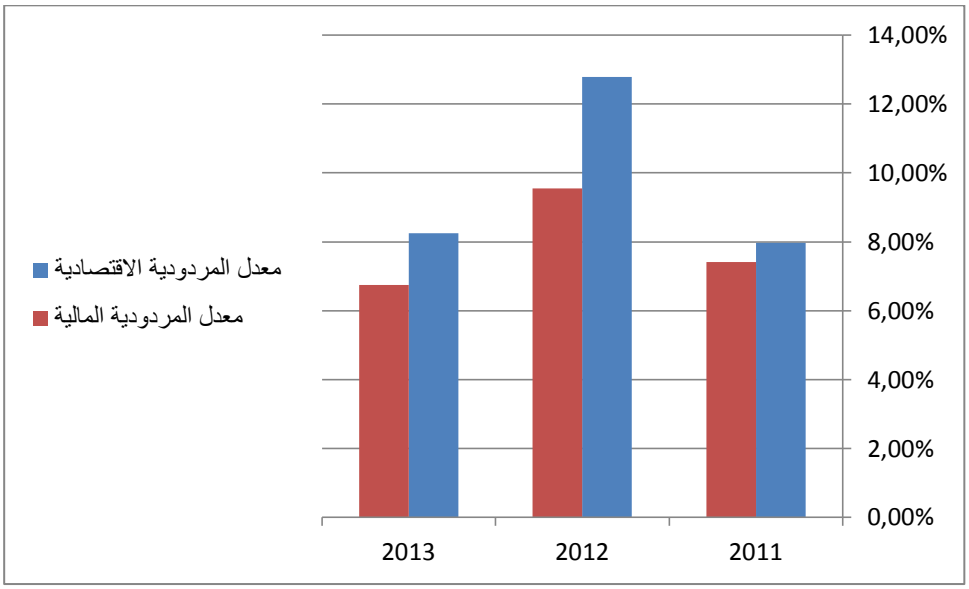
الجدول رقم(20): نسب المردودية المالية و الاقتصادية لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).

البيان / السنة	2011	2012	2013
الفائض الاجمالي للاستغلال	47 006 598,17	70 077 382,99	47 661 327,41
مجموع الأصول	590 118 774,50	548 392 349,83	577 681 098,45
معدل المردودية الاقتصادية	**7,97%**	**12,78%**	**8,25%**
النتيجة الصافية	31 811 218,76	43 928 087,96	30 738 190,57
الأموال الخاصة	429 290 348,05	459 768 896,88	455 702 548,40
المردودية المالية	**7,41%**	**9,55%**	**6,75%**

المصدر .من إعداد الطالب.

ومن أجل توضيح اكثر لنتائج هذا الجدول نستعين بالتمثيل البياني الممثل قي الشكل الموالي:

الشكل رقم(12): التمثيل البياني لنسب المردودية المالية و الاقتصادية لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013).



المصدر: من إعداد الطالب.

من خلال الجدول والتمثيل البياني لنسب المردودية المالية و الاقتصادية لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013)، يمكن ملاحظة وبوضوح أن معدل المردودية الاقتصادية يشهد تذبذ، كما أن هذه المردودية ضعيفة لا تتجاوز في المتوسط 9,66%، كما نجد أن المردودية المالية أقل من المردودية الاقتصادية حيث تقدر في المتوسط بـ 7,90%، وهذا يعني أن الرفع المالي ليس في صالح المؤسسة، وهذا ما يفسر عدم لجوء المؤسسة إلى اعتماد الديون بنسبة عالية، رغم توفرها على طاقة إقراضية كامنة، نظرا للتأثير السلبي للديون على مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) لأن المردودية الاقتصادية لا تغطي أعباء الاقتراض، وهنا نلاحظ أن المردودية المالية أقل من المردودية الاقتصادية على طول فترة

الدراسة، وهذا راجع – حسب علاقة احتساب المردودية المالية (نتيجة السنة الصافية/ أموال خاصة) – إلى ضخامة استعمال الأموال الخاصة في الهيكل المالي.

المطلب الثاني: نتائج تحليل الهيكل المالي لمركب الدواجن سكيكدة خلال الفترة (2011-2013).

الفرع الأول: نتائج تقييم تركيبة الهيكل التمويلي:

الفرع الأول: نتائج تقييم تركيبة الهيكل التمويلي:

من خلال دراسة الهيكل التمويلي لمركب الدواجن سكيكدة خلال الفترة (2011-2013)، والنتائج المتحصل عليها من عملية تحليل وضعيته المالية، يمكننا تقييم هيكله المالي. و كانت البداية بدراسة مؤشرات التوازن المالي العام ؛ والمتمثلة في رأس المال العامل الدائم الذي تميز بقيم موجبة و بشكل كبير ما يسمح للمركب بتغطية كامل احتياجات دورته الاستثمارية و جزء مهم من احتياجات دورة الاستغلال عن طريق الأموال الدائمة، كذلك مؤشر احتياجات رأس المال العامل الذي تميز بقيمة تجاوزت قيمة رأس المال العامل سنة 2011، إلا أنها في السنتين الأخيرتين 2012 و2013 سجلت قيم أقل من قيم رأس المال ما جعل المركب يحصل على خزينة بقيم موجبة، وحتى رأس المال العامل الخاص تميز بقيم موجبة خلال كامل الفترة المدروسة، ما يعني أن المركب يمتلك القدرة على تغطية جميع أصوله الثابتة عن طريق أموال الملكية، ويبقى منها جزء ليستخدم في تغطية احتياجات دورة الاستغلال. وعليه، من الممكن أن نستصدر حكم يقضي بتمتع مركب الدواجن سكيكدة خلال الفترة المدروسة بتوازن مالي عام.

لنواصل بعدها تحليلنا لتركيبة الهيكل التمويلي للمركب من خلال التطرق إلى دراسة بعض النسب المالية ذات العلاقة بتركيبة الهيكل التمويلي للمركب؛ حيث كانت الانطلاقة من دراسة نسب التمويل الدائم والخاص، وكانت نتائجهما تؤكد ما حصلنا عليه من حساب مؤشرات التوازن المالي.

وبعدها تعرضنا لدراسة النسبة العامة للاستقلالية المالية، والتي كانت تشير إلى نسب أكبر من النسب المثالية؛ حيث بلغت هذه النسبة متوسط 0,84 خلال كامل الفترة المدروسة، وهي تتجاوز بكثير الـ 0.5، وهذا يعني أن المركب يتمتع باستقلالية مالية عالية وهذا ما أكدته النسبة الخاصة للاستقلالية المالية التي تقيس مدى حضور رأس المال الاجتماعي مقارنة بمجموع الديون، حيث أشارت هذه النسبة إلى 4,02 كمتوسط لكامل الفترة المدروسة، وهي نسبة تعبر عن استقلالية مالية جد مرتفعة للمركب، و من خلال نسبتي الاستقلالية (العامة والخاصة) نخلص إلى أن المركب يمتلك استقلالية مرتفعة خلال الفترة المدروسة(2011-2013)، وهذا نتيجة لانخفاض نسبة حضور أموال الاستدانة في هيكله التمويلي.

ومن أجل التدقيق أكثر في تحليل تركيبة الهيكل التمويلي للمركب، قمنا بدراسة نسبة المديونية العامة والتي كانت تشير إلى 0,19 في المتوسط خلال كامل الفترة المدروسة، وهذا يعني أن أموال الاستدانة تقل عن أموال الملكية في الهيكل التمويلي للمركب بنسبة 81% . ما يعادل 1 36 مليون دينار جزائري، وبعد حساب النسبة العامة للمديونية، يمكننا أن نجزم بأن مركب الدواجن سكيكدة خلال الفترة المدروسة يمتلك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استدانة منخفض جدا عن النسبة القصوى الواجب عدم تجاوزها؛ والتي تحدد بتساوي حضور كل من أموال الملكية وأموال الاستدانة في الهيكل التمويلي.

الفرع الثاني: دراسة محددات الهيكل المالي لمركب الدواجن سكيكدة:

من خلال التحليل المالي للهيكل المالي للمركب و المعلومات المتحصل عليها من إدارة المركب يمكن إجمال أهم محددات الهيكل المالي لمركب الدواجن سكيكدة، والتي نحاول من خلالها تفسير نسبة الاستدانة المنخفضة في ما يلي:

أولا: استراتيجية المجمع:

مركب الدواجن سكيكدة هو مؤسسة فرع تابعة لمجمع الشرقي لدواجن وهو الممول الوحيد لرأس مالها، بالتالي فهو يملك سلطة القرار في ما يخص الأمور الاستراتيجية للمركب، وهو يوصى بعدم التوسع في الاقتراض، لارتفاع درجة المخاطرة التي يتميز بها قطاع تربية الدواجن.

ثانياً: المردودية:

نلاحظ أن معدل المردودية الاقتصادية منخفض خلال الفترة المدروسة، كما ان هذه المردودية أقل من سعر الفائدة، هنا الرفع المالي في غير صالح المؤسسة. المؤسسات لم تلجأت إلى الديون كمصدر تمويل رغم قدرتها على الاقتراض نظرا للتأثير السلبي للديون على مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية)لأن المردودية الاقتصادية لا تغطي أعباء الاقتراض. وعموما نشاط تربية الدواجن يتميز بمردودية منخفضة لارتفاع تكاليف الاستغلال.

ثالثا: نمو المؤسسة:

لمعرفة إذا كانت المؤسسة في مرحلة نمو او لا يكون ذلك من خلال قياس تطور رقم اعمالها، الذي بلغ نسبة النمو فيه خلال سنتي 2012 و2013 : 0.1 و00 على التوالي. ما يعني أن نشاط المؤسسة يمتاز بالثبات النسبي، بالتالي لا تحتاج المؤسسة إلى تمويل إضافي باللجوء إلى الديون.

رابعا: حجم المؤسسة:

إن ثبات حجم المركب وعدم قيامه بتوسعات استثمارية يجعله في غنى للجوء للاستدانة. وهذا ما يفسر انخفاض نسبة الديون في الهيكل المالي للمركب.

خامسا: المخاطرة:

إن نشاط تربية الدواجن يتضمن الكثير من المخاطرة خصوصا وان السياسة الانتاجية للمركب تعتمد على منتوج واحد وهو الدجاج البيوض وكما نعلم ان تربية مثل هذه الحيوانات تحتمل الكثير من المخطرة لحساسية هذه الكائنات الحية تجاه الأمراض التي بإمكانها القضاء على مجمل القطيع المربى في ظرف يوم واحد رغم الالتزام بالشروط الصحية اللازمة، ومن هنا تفضل هذه المؤسسة الاحتفاظ بطاقة استدانة كامنة لاستعمالها في حالة الطوارئ ، في نفس السياق يتفاد المالك الوحيد لهده المؤسسة وهو المجمع الشرقي للدواجن خطر الافلاس الذي يكون وقعه ثقيلا عليه لأنه المالك الوحيد رغم احتفاظ مركب الدواجن سكيكدة بهامش أمان تجاه خطر الافلاس.

خلاصة:

من خلال وتحليل الهيكل المالي لمركب الدواجن سكيكدة للفترة (2011-2013)، يمكن استخلاص ما يلي:

- يعتمد الهيكل المالي للمؤسسة بالدرجة الأولى على الموارد الداخلية (أكثر 84% من مجموع الموارد)، فهي تتمتع باستقلالية مالية عالية اتجاه الغير؛
- نسب التمويل الدائم أكبر من الواحد الصحيح، مما يدل على وجود هامش أمان يسمح للمركب بتغطية كامل أصوله الثابتة وجزء معتبر من أصوله المتداولة عن طريق الأموال الدائمة؛
- نسبة قابلية التسديد أقل أو يساوي من 2.1 وهو مؤشر جيد بالنسبة للمؤسسة، أي في حدود سنتين ونصف يمكنها تسديد التزاماتها. فهذه المؤسسة تتمتع بقدرة على التسديد معتبرة، الشيء الذي يزيل تخوفات المقرضين من وقوع المؤسسة في حالة التوقف عن الدفع؛
- معدلات السيولة جد مرتفعة تفوق القيمة المعيارية المقبولة بكثير، وهذه يعتبر تعطيل لموارد المؤسسة لان بقاء النقود معطلة لها كلفة لا يستهان بها تسمى كلفة الفرصة البديلة لرأس المال.
- المؤسسة لا يمكنها الاستفادة من الرفع المالي لأنها تحقق مردودية اقتصادية منخفضة، لا تمكنها من تغطية تكاليف الديون، فيكون تأثير الديون في هذه الحالة سلبي على مردودية المؤسسة.

والنقطة الأخيرة هي الأكثر تفسيرا لانخفاض نسبة الاستدانة لهذه المؤسسة. فرغم أن أغلب النسب والمؤشرات المالية للمؤسسة تدل على مقدرتها في التوسع في الاستدانة.

خاتمة:

يعد قرار التمويل أداة هامة ضمن السياسة المالية التي تسعى من خلالها المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيق أهدافها التي تتمحور أساسا حول مسعى تعظيم العائد من جهة وتخفيض التكاليف والمخاطر من جهة أخرى، فعدم تجانس مصادر التمويل سواء من حيث خصائصها أو تكاليفها أو طريقة الحصول عليها تتيح للمؤسسة الاقتصادية فرصة المفاضلة بغية اختيار انسبها ومن ثم تشكيل هيكل مالي ينسجم مع واقع المؤسسة ويتماشى مع أهدافها المسطرة.

والمؤسسة الفرع كغيرها من المؤسسات مطالبة بإدراج قرارات التمويل ضمن الأدوات الفعالة الكفيلة بترشيد استخدام الموارد المستعملة فيها والتي ترفع من كفاءتها ولن يتأتى لها ذلك، إلا بعد دراسة لبدائل التمويل المتاحة ومن ثم تحليل المعايير التي يتم على أساسها اختيار الهيكل المالي للمؤسسة.

لذلك حاولنا في هذا البحث الاجابة عن اشكالية اختيار وتشكيل الهيكل المالي الذي ينسجم مع الواقع والبيئة التي تنشط فيها المؤسسة الفرع، وفي ظل الظروف المحيطة والمفروضة عليها، ولتجسيدها تم اختيار مؤسسة مركب الدواجن سكيكدة فرع المجمع الشرقي لدواجن بأم البواقي، للتعرف بنوع من الدقة على هيكلها المالي والمحددات التي يتم على أساسها اختيار هيكلها المالي، ليتم في الأخير التوصل إلى مجموعة من النتائج العامة والخاصة وتقديم بعض الاقتراحات والتوجيهات التي يمكن للمؤسسة أن تستفيد منها.

نتائج البحث:

توصلنا من خلال دراستنا لهذا الموضوع إلى مجموعة من النتائج نستعرضها في هذه النقاط:

- المؤسسة الفرع هي مؤسسة تتمتع بشخصية معنوية مستقلة، وتخضع لرقابة قانونية حصرية من طرف شركة أخرى؛
- للمؤسسة الفرع عدة مصادر لتمويل احتياجاتها، ومعرفة مزايا وعيوب كل منها، وكذا تكلفة كل مصدر منها يساعدها على انتقاء أهمها، بما يلائم أهدافها وبيئتها؛
- صعوبة اتخاذ قرار اختيار المصدر التمويلي الأمثل المتاح امام المؤسسة وذلك لكثرة المتغيرات والعوامل التي يتأثر بها؛

- يعتمد الهيكل المالي للمؤسسة المدروسة بالدرجة الأولى على الموارد الداخلية ، فهي تتمتع باستقلالية مالية عالية اتجاه الغير؛
- تتمتع المؤسسة المدروسة بطاقة كامنة على الاستدانة وقدرة عالية على التسديد مما يجعل مخاطرها المالية منخفضة؛
- المؤسسة المدروسة لها مردودية منخفضة لا تمكنها من الاستفادة من الرفع المالي. الذي كان تأثيره سلبيا على المردودية المالية للمؤسسة. وهذا ما يجعل المؤسسة تحجم عن التوسع في الاستدانة؛
- المؤسسة لها طاقة تمويل ذاتية كافية تمكنها من تمويل استثماراتها، كما أن لها هامش أمان يسمح لها بتغطية احتياجات الاستغلال؛
- للمؤسسة نسبة سيولة مرتفعة تمنحها القدرة على الوفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل. الأمر الذي يمنح فرصة أكثر على الاقتراض؛
- هذه المؤسسة تتمتع بسبة استدانة منخفضة، إذ تمثل الديون نسبة ضعيفة من هيكل الخصوم. وأهم محدد لهذه النسبة بالنسبة لهذه المؤسسة هو نسبة المردودية الاقتصادية المنخفضة ، التي تجعل لرفع المالي تأثيرا سلبيا يحد من التوسع في الاقتراض.
- الاحتياجات التمويلية المحدودة للمؤسسة المدروسة، نتيجة محدودية الطاقة الانتاجية، وعدم توسيعها بالقيام باستثمارات جديدة، يجعل المؤسسة في غنى عن اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية كالقروض.

اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى: تتمثل في تفاوت الأهمية النسبية للعوامل المحددة لاختيار الهيكل المالي المناسب من مؤسسة اقتصادية إلى أخرى، فلا توجد طريقة مباشرة توصل المؤسسات إلى كيفية تشكيل هيكلها المالي. فقد تحققت صحتها من خلال ما تناولناه حول طبيعة وأنواع هذه المحددات، فمنها ما هو كمي وكيفي ومنها ما هو داخلي و خارجي تتأثر به المؤسسة، وتم تأكيد ذلك في الجانب التطبيقي حيث ان المؤسسة تركز بشكل كبير على بعض المحددات دون آخري بما يتناسب مع طبيعتها، احتياجاتها، استراتيجيتها وبيئتها.

الفرضية الثانية: والمتمثلة في أن انتماء المؤسسة فرع إلى مجمع يعتبر بمثابة ضمانات إضافية تمكنها من التوسع في الاستدانة. ففي الجاني التطبيقي من البحث تم إثبات عدم صحة هذه الفرضية، فالضمانات التي تكتسبها المؤسسة الفرع والتي تمكنها من التوسع في الاقتراض، لا تكفي للقيام بذلك فعامل الرفع المالي في هذه الحالة يحول دون ذلك لتأثيره السلبي على مردودية المؤسسة.

الفرضية الثالثة: تتمثل هذه الفرضية في أن الوضعية المالية للمؤسسة الفرع تتغير بتغير وتعدد مصادر التمويل، وهي كذلك تحققت وثبتت صحتها؛ وظهر ذلك من خلال ما تناولناه من دراسة وتحليل صحة الوضعية المالية للمؤسسة باستعمال مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكلة المالية خلال فترة ثلاثة سنوات فقد رأينا كيف تتغير وضعية خزينة المؤسسة وسيولتها، وتوازنها المالي بتغير نسب مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة.

الاقتراحات:

على ضوء النتائج المستوحاة من الدراسة، يمكن الخروج بالاقتراحات التالية:

- على مسيري مركب الدواجن سكيكدة مضاعفة الطاقة الانتاجية للمؤسسة بالعمل على إنشاء استثمارات جديدة، يتم تمويلها بالاستعانة بالأموال المقترضة؛
- حسن إدارة التكاليف. والعمل على إلغاء التكاليف المتكررة. من أجل الرفع من مردودية المؤسسة، لتمكن من الاستفادة من الأثر الإيجابي لرافعة المالية؛
- على مسيري المؤسسة العمل على إصلاح هيكلها التمويلي الحالي، بزيادة نسبة الاستدانة فيه، مع مراعاة الزيادة في المردودية الاقتصادية.

أفاق البحث:

إن البحث في مجال تمويل المؤسسات الفرعية لا يزال واسعا، إذ لا تزال بعض النقاط مجهولة يمكن ان تكون مواضيع لبحوث آخري واشكالية تنتظر المعالجة، والتي نذكر منها ما يلي:

- دراسة احصائية للهيكل المالي لعينة من المؤسسات الفرعية؛
- دراسة مقارنة للهيكل المالي لمؤسسات فرعية لعدة قطاعات انتاجية.
- مدى تطابق الطروحات النظرية والتطبيقية الشائعة في الأدبيات المالية على السلوك المالي للمؤسسة الفرع بالجزائر.

ملخص:

إن اختلاف و تباين مصادر التمويل وعدم تجانسها، يمنح المؤسسة الفرع فرصة التنويع والمفاضلة بينها، بهدف بلوغ و تحقيق المزج التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العوائد و المخاطر الناتجة عنه، و يعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة.

إن تكلفة الأموال و الرفع المالي يعتبران من العوامل الأساسية المحددة لتركيبة أموال المؤسسة الفرع، وكلاهما يبرز خصوصية التمويل بأموال الاستدانة عن باقي مصادر التمويل الأخرى، كونه يرفع أو ينقص من مردودية المؤسسة ، و يزيد من مخاطرها المالية بسبب إلتزامها على تسديد الفوائد وأصل المبالغ المقترضة في تواريخ استحقاقها دون مراعاة وضعيتها المالية.

إن المؤسسة الفرع مطالبة بإدراج قرارات التمويل ضمن الأدوات الفعالة الكفيلة بترشيد استخدام الموارد المستعملة فيها، و التي ترفع من كفاءتها. ولن يتأتى لها ذلك، إلا بعد تحليل علمي دقيق لبدائل التمويل المتاحة ودراسة تأثيراتها المحتملة على المؤسسة، بالإضافة إلى دراسة أهم محددات القرار التمويلي.

وبصفة عامة، فإن أهم إجراء ينبغي المبادرة به لترشيد قرارات التمويل في المؤسسات الفرع بشكل عام، وفي مركب الدواجن سكيكدة بشكل خاص، يتمثل أساسا في تفعيل دور الوظيفة المالية في المؤسسة؛ وتحييد دورها التحليلي، ومنح صلاحيات أكبر للإدارة المالية لاتخاذ قرارات التمويل بناءا على ما تسفر عليه نتائج الدراسة و التحليل العلميين لمختلف طرق التمويل المتاحة.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، أموال الملكية، أموال الاستدانة، المؤسسة الفرعية، محددات الهيكل المالي.

Résumé:

La différence des sources de financement donne à l`entreprise filiale l`occasion à la diversification et la comparaison entre les sources de financement, permet d`atteindre la combinaison optimale de financement qui tient en compte le rapport *revenus - risques* qui en découlent, et assure finalement la cohérence entre les différentes parties ayant intérêts dans l`entreprise.

Le coût de financement ainsi que le levier financier sont des facteurs importants qui forment la structure financière de l`entreprise filiale, ils se distinguent de l`endettement qui caractérise les autres sources de financement, ces facteurs permettent une plus grande ou une plus petite rentabilité, en revanche, le mode de financement par endettement est plus risqué, car l`entreprise est contrainte à rembourser les intérêts ainsi que le capital aux échéances imparties, abstraction faite de sa solidité financière.

L`entreprise devra inclure les discisions de financement parmi les outils efficients pour rationaliser les emplois, cause d`une bonne performance, et ce, après l`analyse poussée des modes de financement alternatives et disponibles.

L`analyse ne se limite pas sur le choix de la nature de financement et sa structure financière, mais s`étend également jusqu' aux comportements des investisseurs, et l`étude du marché financier en général, en effet, ces deux paramètres ont un impact direct sur le choix du financement recherché.

Afin d`aider à rationaliser les discisions de financement des entreprises filiales en général, et dans le complexe avicole de Skikda, il convient d`activer pleinement le rôle de la fonction financière dans l`entreprise, et notamment son rôle analytique, en donnant davantage de prérogatives à l`administration de finance pour prendre des décisions en se référant aux résultats des analyses scientifiques des différents modes de financement disponibles.

Mots clés : La Structure financière, Fonds propres, Endettement, l`entreprise filiale, Les Déterminants de la structure financière.

WWW.DZPEN.COM | قلم الجزائر

❖ **الكتب:**

أولا: باللغة العربية:

(1): احمد طرطار ، تقنيات المحاسبة العامة في المؤسسة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 1999.

(2): إسماعيل عرجاجي، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2001 .

(3): إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، **التسيير المالي (دروس وتطبيقات)** ، الطبعة الأولى ، دار وائل، الأردن، 2002.

(4): حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوا رق للنشر والتوزيع، عمان، 2006.

(5): الحناوي محمد صالح وأخرون، **أساسيات الإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.

(6): الطاهر لطرش :تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر،2001 .

(7): عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000.

(8): عبد الستار مصطفى الصياح. الإدارة المالية، دار وائل، ط1، عمان، الأردن، 2006.

(9): عبد الغفار الحنفي ، رسمية زكي قرياقص، **الإدارة المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2002

(10): عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعية الاسكندرية، 2004.

(11): عدنان تايه النعيمي و ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2009.

(12): عدنان تايه النعيمي وآخرين. **الإدارة المالية**، دار المسيرة، ط 1، عمان، 2007.

(13): عدنان نابه النعيمي، راشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008.

(14): عدنان هاشم ، أساسيات الإدارة المالية ، مطبعة الزهراء ، بغداد ، 1997.

(15): عرباجي إسماعيل ، اقتصاد المؤسسة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 1996.

(16):عزيز العكيلي ،الشركات التجارية، مكتبة الثقافة للنشر و التوزيع، أردن، 1990.

(17): عقل مفلح محمد ، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، مكتبة المجتمع العربي ، ط1،عمان، 2006.

(18): عمر صخري، "اقتصاد المؤسسة"، جامعة الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، 1993.

(19): فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسيوط ، مصر، 2008.

(20): فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي ، SME financial ، الطبعة الأولى، فليسطين، 2008.

(21): محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم الغبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندبة، 2002.

(22): محمد عثمان وأخرون. **التحليل المالي**، دار حنين، ط1، عمان، 1996.

(23): محمد يونس خان وهشام صالح غرايبه، الادارة المالية، مركز الكتب الأردني، الأردن، 1995.

(23): مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار الفكر الجامعي، إسكندرية، 2007.

(24): منير إبراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005.

(25): منير ابراهيم الهندي، الادارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1999.

(26): منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005.

(27): ناصر دادي عدون ، اقتصاد المؤسسة ،دار المحمدية ، الطبعة الأولى ، الجزائر ، 1998.

ثانيا: باللغة الأجنبية:

(28):M.Darbelet , **économie d' entreprise**, édition foucher, paris, 1996.

(29): Josette Peyrard, « Analyse Financière », 8e Edition, Librairie Vuibert,Paris, November 1999.

(30) :Elie Cohen, Analyse Financiere , 4e Edition, Editions Economica, 1997.

❖ **البحوث الجامعية:**

(31): باديس بن عيشة، تحليل الاختلال المالي للمؤسسة من منظور ديناميكي نحو نمو متوازن، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،1996.

(32): مقدمي أحمد، النظام المحاسبي والجبائي لمجمع الشركات : دراسة حالة مجمع صيدال، رسالة ماجيستير غير منشوورة، قسم العوم الاقتصادية– كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير– جامعة الجزائر، 2006.

(33): بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، قسم علوم التسيير– كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير– جامعة الجزائر، رسالة ماجيستر غير منشورة، الجزائر،2012.

(34): قريشي يوسف، محددات سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية– كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير– جامعة الجزائر، 2005.

(35): الياسين عايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، قسم العلوم الاقتصادية– كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير– جامعة منتوري، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسنطينة،2011.

(36): زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية : رسالة ماجيستر، تخصص مالية المؤسسة– قسم علوم التسيير – كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير– جامعة قاصدي مرباح، ورقلة ، 2009،

❖ **المجلات العلمية:**

(37): مفيدة يحياوي، **تحيد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية**، مجلة العلوم الانسانية– جامعة خيضر بسكرة، العدد الثالث، بسكرة، 2002،

(38): دادن عبد الوهاب، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي : الاسهامات النظرية الأساسية**، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة، 2006،

❖ **موقع الأنترنت:**

(39): الموقع الرسمي للمؤسسة العمومية الاقتصادية (ONAB): www.onab.dz