

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

Ministère de L'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université MOHAMED BOUDIAF M'SIL

Faculté des Sciences Economique

Commerciales et des Sciences de Gestion

Departement Sciences Economiques



جامعة محمد بوضياف المسيلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية

وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع:

دراسة العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة شركة مطاحن الحضنة بالمسيلة خلال الفترة (2012-2014)

مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر (أكاديمي) في العلوم الاقتصادية
تخصص: مالية وإدارة المخاطر

إشراف الأستاذ:

محادي سالم

إعداد الطالب:

كرميش الطيب

نوقشت بتاريخ: 26 أكتوبر 2015م / 12 محرم 1437هـ من طرف اللجنة:

الصفة

الرتبة

الأستاذ

رئيسا

أستاذ محاضر قسم (أ)

1. د. علي سنوسي

مشرفا

أستاذ مساعد قسم (أ)

2. أ. سالم محادي

مناقشا

أستاذ محاضر قسم (ب)

3. د. رمضان كزار

السنة الجامعية: 2015/2014

إهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

"وَقُلْ اَعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ"

إلى من قال فيهما ربّ العالمين:

(وقضى ربك ألا تعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسانا)

أمي الغالية....أبي العزيز

حفظهما الله وأطال عمرهما

إلى أخواتي زهرة حياتي في الدنيا وكل عائلتي

إلى كل صاحب رسالة وهدف في الحياة

إلى أحر أصدقائي بل إخواني: صلاح، الحسين، عز الدين، سفيان

إلى هؤلاء أهدى هذا العمل

الطيب كرميش

شكر و عرفان

.....شكرا يا رب شكرا.....

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه ملء السموات والأرض وما بينهما

على توفيقه لنا لإنجاز هذا العمل

وعمل بقول النبي صلى الله عليه وسلم: "من لم يشكر الناس لم يشكر الله".

أتقدم بالشكر الجزيل للأستاذ المشرف **محمدي سالم** على توجيهاته ونصائحه

التي قدمها لي من أجل إعداد هذا العمل

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم في إنجاز هذا

العمل من قريب أو بعيد، وإلى كل من أمدني بيد العون ولو بكلمة طيبة

مشجعة.

إلى كل هؤلاء أقول جزاكم الله خيرا

الطيب

فهرس

المحتويات

الصفحة	العنوان
	الإهداء
	شكر وعرفان
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
أ- ج	مقدمة عامة
	الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي
02	تمهيد
03	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي
03	المطلب الأول: ماهية الهيكل المالي
05	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في الهيكل المالي
07	المطلب الثالث: السياسة المالية للمؤسسة
10	المبحث الثاني: مكونات الهيكل المالي
10	المطلب الأول: مصادر التمويل المقترضة قصيرة الأجل
12	المطلب الثاني: مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل
18	المطلب الثالث: مصادر التمويل المملوكة
22	المطلب الرابع: التمويل الذاتي
24	المبحث الثالث: نسب الهيكل المالي، تكلفة الأموال و الرفع المالي
24	المطلب الأول: نسب الهيكل المالي
28	المطلب الثاني: تكلفة الأموال
37	المطلب الثالث: الرفع المالي
42	خاتمة الفصل الأول

الفصل الثاني: النظريات الفسرة للهيكلة المالية

44	تمهيد
45	المبحث الأول: النظريات الكلاسيكية
45	المطلب الأول: نظرية الربح الصافي la théorie du bénéfice net
50	المطلب الثاني: نظرية ربح الاستغلال la théorie de bénéfice d'exploitation
52	المطلب الثالث: المقاربة التقليدية la théorie classique
54	المبحث الثاني: النظريات النيوكلاسيكية
55	المطلب الأول: حالة عدم وجود الضرائب
57	المطلب الثاني: حالة وجود الضرائب
61	المبحث الثالث: النظريات الحديثة
62	المطلب الأول: نظرية التوازن
68	المطلب الثاني: نظرية الإشارة la théorie du signal
70	المطلب الثالث: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل Pecking Order Theory
77	خاتمة الفصل الثاني

الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة - المسيلة -

79	تمهيد
80	المبحث الأول: تقديم عام للمؤسسة محل الدراسة
80	المطلب الأول: تقديم المؤسسة الأم - الرياض سطيف -
82	المطلب الثاني: تقديم المؤسسة محل الدراسة - مطاحن الحضنة -
84	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمطاحن الحضنة

88	المبحث الثاني: عرض القوائم المالية لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)
88	المطلب الأول: عرض ميزانية المؤسسة
92	المطلب الثاني: عرض جدول حسابات النتائج
94	المطلب الثالث: إعداد الميزانية المالية للمؤسسة
95	المبحث الثالث: السلوك التمويلي لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)
95	المطلب الأول: تحليل الوضعية المالية للمؤسسة:
98	المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي باستخدام النسب المالية
102	المطلب الثالث: دراسة محددات الهيكل المالي للمؤسسة
107	خاتمة الفصل الثالث
109	الخاتمة

قائمة المراجع

الملاحق

قائمة الأشكال والجداول

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
الشكل رقم (1-1)	الأثر المجمع لكل من الضرائب و تكلفة الضغوط المالية	15
الشكل رقم (2-1)	مفهوم تكلفة رأس المال	36
الشكل رقم (1-2)	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح الصافي	48
الشكل رقم (2-2)	العلاقة بين تكلفة رأس المال و نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة حسب نظرية ربح الاستغلال	51
الشكل رقم (3-2)	استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي	56
الشكل رقم (4-2)	دالة تكلفة رأس المال المتناقصة	59
الشكل رقم (5-2)	العلاقة بين المردودية المطلوبة من طرف المساهمين ونسبة الرفع المالي حسب نظرية الإفلاس	62
الشكل رقم (6-2)	العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الرفع المالي حسب نظرية الإفلاس في وجود الضرائب	64
الشكل رقم (7-2)	الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة	66
الشكل رقم (1-3)	الهيكل التنظيمي " لرياض سطيف "	80
الشكل رقم (2-3)	الهيكل التنظيمي لمطاحن الحضنة	85

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
جدول رقم (1-2)	التدفقات السنوية التي سيستفيد منها الأشخاص الممولون لمؤسستين	56
جدول رقم (2-2)	ملخص المنظوران الأساسيان لإمكانية وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة	59
جدول رقم (1-3)	جانب الأصول لميزانية مؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)	89
جدول رقم (2-3)	جانب الخصوم لميزانية مؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)	90
جدول رقم (3-3)	جدول حسابات النتائج لمؤسسة مطاحن الحضنة (حسب الطبيعة) للفترة (2012-2014)	92
جدول رقم (4-3)	الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)	93
جدول رقم (5-3)	الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)	93
جدول رقم (6-3)	مختلف رؤوس الأموال العاملة لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)	94
جدول رقم (7-3)	احتياجات رأس المال العامل لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)	96
جدول رقم (8-3)	الحزينة الصافية لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)	96
جدول رقم (9-3)	نسب النشاط لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)	97

قائمة الأشكال والجداول

98	نسب التمويل والاستقلالية المالية لمؤسسة مطاحن الحضنة خلال الفترة (2012-2014).	جدول رقم (3-10)
101	دراسة ملاءة المؤسسة مطاحن الحضنة	جدول رقم (3-11)
102	تطور معدل نمو مؤسسة مطاحن الحضنة	جدول رقم (3-12)
104	تطور حجم مؤسسة مطاحن الحضنة خلال الفترة (2012- 2014)	جدول رقم (3-13)
105	المردودية الاقتصادية لمؤسسة مطاحن الحضنة	جدول رقم (3-14)
105	المردودية المالية لمؤسسة مطاحن الحضنة	جدول رقم (3-15)

المقدمة العامة

مقدمة:

أصبح التمويل في العصر الحديث يحظى بأهمية بالغة، لأنه يمثل حجر الأساس في الإدارة المالية لأي مؤسسة اقتصادية لما يلعبه من دور فعال في دفع عجلة التنمية، ذلك أن نقصه أو عدم توفره في الوقت المناسب يمثل عقبة أمام تنفيذ بعض المقترحات الاستثمارية المربحة والمتاحة أمام المؤسسة.

لذا تعد مسألة التمويل من بين أهم المشكلات الإستراتيجية 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.

تعتبر مسألة اختيار هيكل تمويل المؤسسة من القضايا الأساسية في مجال التسيير المالي للمؤسسة، فهو يعتمد أساساً على قيود اقتصادية ترتبط بطبيعة نشاط المؤسسة وبالقرارات الإستراتيجية المتخذة بخصوص الاستثمار والتمويل، ولهذا نجد العديد من النظريات التي توجه سلوك مسيري المؤسسات والمستثمرين وتقدم تفسيراً لتباين هياكل تمويل المؤسسات.

يوجد أمام المؤسسة الاقتصادية في وقتنا الراهن، مصادر تمويل متعددة تتباين في خصائصها، وتختلف شروط الحصول عليها، وعليه من الضروري على الإدارة المالية لهذه المؤسسات أن تحدد بدقة بدائل التمويل المتاحة بغية المفاضلة بينهما واختيار المزيج التمويلي المناسب.

كما أن موضوع تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة محل جدل بين المختصين منذ أكثر من نصف قرن بدأ بدراسات مودجيلياني وميلر سنة 1958 حول حيادية الهيكل المالي ومنذ ذلك الحين أخذت الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع تتعدد كما أخذت وجهات النظر بشأن

طبيعة هذه العلاقة تتضارب بين مقر بوجود تأثير لطبيعة المزيج التمويلي على قيمة المؤسسة وبين معارض لوجود مثل هذا التأثير والتي تبلورت في النهاية في صورة هيكل التمويل الأمثل.

طرح الإشكالية:

مما سبق ذكره يمكن صياغة إشكالية البحث في التساؤل الرئيسي التالي:

ما هي أهم العوامل التي تتحكم في تحديد الهيكل المالي لمؤسسة مطاحن الحضنة خلال الفترة (2012-2014) ؟

بناء على هذا التساؤل الرئيسي يمكننا طرح السؤالين الفرعيين التاليين:

- ما الذي يتحكم في اختيار مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية؟
- ما هي العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية حسب النظريات المفسرة للهيكل المالي؟

فرضيات البحث:

1. اعتماد المؤسسات على الهيكل المالي المناسب يكون وفقا لتكلفة مصادر التمويل المتاحة.
2. إن أهمية العوامل المحددة لاختيار الهيكل المالي المناسب تتفاوت من مؤسسة اقتصادية إلى أخرى، وداخل المؤسسة بحد ذاتها طيلة فترة حياتها، كما أن لكل نظرية رأي خاص بها حول هذه العوامل.

أهمية البحث:

التحول الذي تشهده المؤسسات الجزائرية في ظل اقتصاد السوق الذي يستدعي ضرورة التحكم في الاقتصاد التمويلي لها وفهم المحددات التي تفسر السياسة التمويلية للمؤسسة الاقتصادية.

أهداف البحث:

- معرفة مختلف مصادر التمويل.
- عرض أهم ما توصلت إليه نظريات الهيكل المالية.
- معرفة أهم محددات الهيكل المالي لمؤسسة مطاحن الحضنة.

المنهج المستخدم:

بغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة وإثبات الفرضيات، اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي لعرض المفاهيم والمعلومات الخاصة بمجال البحث مع الاعتماد على المنهج التحليلي في تفسير تلك المعلومات وتحليلها واستخلاص النتائج منها، واعتمدنا في هذا الجانب على الأدوات التالية (الكتب، المذكرات، المجلات والملتقيات)، هذا في الجانب النظري، أما في الجانب الميداني فقد اعتمدنا على المنهج التحليلي واخترنا مؤسسة مطاحن الحضنة بالمسيلة كميدان للدراسة خلال الفترة (2012-2014). حيث قمنا بتحليل وضعيتها المالية وهذا بهدف تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية واستنتاج أهم العوامل المحددة له.

تقسيمات البحث:

- للإجابة على الإشكالية المطروحة قسمنا الموضوع إلى جانبين نظري وتطبيقي:
- الجانب النظري يحتوي على فصلين أساسيين: الفصل الأول تحت عنوان مدخل إلى الهيكل المالي ونتعرض من خلاله إلى ماهية الهيكل المالي ، بالإضافة إلى مكونات الهيكل المالي، وكذا نسب الهيكل المالي وتكلفة الأموال، والفصل الثاني بعنوان النظريات المفسرة للهيكل المالية وتطرقنا فيه إلى النظريات الكلاسيكية والنظريات النيوكلاسيكية، وكذلك النظريات الحديثة.
 - أما الجانب التطبيقي فيحتوي على فصل واحد اتخذنا فيه مؤسسة مطاحن الحضنة بالمسيلة المختصة في الصناعات الغذائية كمجال لدراستنا حيث تم التطرق إلى نشأة وتطور المؤسسة، أهدافها، هيكلها التنظيمي، عرض القوائم المالية للمؤسسة خلال

الفترة (2012-2014)، ومحاولة تحليل الوضعية المالية للمؤسسة لنفس الفترة وكذلك دراسة محددات الهيكل المالي للمؤسسة.

أسباب إختيار الموضوع:

- باعتبار موضوع تمويل المؤسسة الاقتصادية، وتقييم ودراسة تركيبة هيكلها المالي من بين المواضيع الحساسة ذات الأهمية البالغة في مجال مالية المؤسسة.
- أن المؤسسات الجزائرية لا تزال بحاجة لآليات اختيار مصادر التمويل بطرق علمية.
- أن الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية مهمة لإعطاء الصورة الحقيقة عن وضعية المؤسسة.

الدراسات السابقة:

1. محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة الشركة الجزائرية

للكهرياء، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، من إعداد الباحثة هاجر عدوي ، غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2011، تهدف إلى دراسة العوامل المؤثرة على تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات الاقتصادية وخاصة العمومية منها، من خلال دراسة السلوك التمويلي لمؤسسة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز" ومن أهم النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة، هي أن الهيكل التمويلي للمجمع يعتمد بالدرجة الأولى على الأموال الخاصة وبصفة ضئيلة على الديون مما يعني أن المجمع مازال يتمتع بطاقة اقتراضية مستقبلية.

2. محددات اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة مع دراسة حالة مؤسسة فندق

الأوراسي، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، من إعداد الباحث رفاع توفيق، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2001، اهتم البحث بدراسة كيف يمكن للمؤسسة كوحدة اقتصادية (خاصة أو عامة) تتمتع بالاستقلالية المالية توفير الموارد المالية اللازمة لها وما معايير اختيار الهيكل التمويلي بغرض تحقيق تمويل شامل ودائم يتلاءم مع طبيعة نشاط المؤسسة، ومن أهم ما توصلت إليه الدراسة هو أن للمحيط المالي تأثير على

السياسة المالية للمؤسسة، إذ في اقتصاديات المديونية تلجأ المؤسسة بشكل واسع إلى الجهاز المصرفي لتمويل استثماراتها و بتكلفة محددة إداريا، بينما في اقتصاديات الأسواق المالية، فإن احتياجات الاستثمارات تغطي بإصدار الأوراق المالية وبتكلفة تحدد وفق شروط السوق.

ومن بين النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، أن السوق المالية الجزائرية سوق ناشئة، لذلك من المهم تخفيف شروط دخول المؤسسات إلى السوق المالية و تنويع القيم المنقولة، بهدف إتاحة فرص التنويع فيما يخص مصادر التمويل أمام المؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

الفصل الأول

مدخل إلى الهيكل المالي

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

تمهيد:

إن المؤسسات تسعى للحصول على الأموال من أجل تسيير عملياتها و توسيع أنشطتها، فبالنالي عليها أن تختار بين اثنين من بدائل التمويل الأساسية، إما اللجوء إلى موارد خارجية (المساهمين، المقرضين)، أو موارد داخلية (تمويل ذاتي). و من الجدير بالذكر أن الكيفية التي يمكن من خلالها للمؤسسة توفير رأس المال المطلوب يعتمد بشكل كبير على حجمها. ويعتبر هذا أحد القرارات المالية المهمة و ذات الصلة الوثيقة بهدف المؤسسة المتمثل في تعظيم قيمة أسهمها في سوق الأوراق المالية، ويتضمن القرار المذكور اختيار المزيج المناسب لمصادر التمويل المختلفة، وعليه سنتطرق في هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي

المبحث الثاني: مكونات الهيكل المالي

المبحث الثالث: نسب الهيكل المالي، تكلفة الأموال و الرفع المالي

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

المبحث الأول: مفاهيم أساسية للهيكل المالي

لا يقتصر عمل المدراء الماليين على مجرد التعرف على مصادر الأموال، بل أن يحصل عليها بأفضل الشروط و أن يشكل ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة، و يعرف هذا المزيج بالهيكل المالي. حيث يرتبط الأداء المالي الجيد للمؤسسة على قدرتها في تشكيل التوليفة المثلى من هذا الهيكل و مدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة، و الرفع من معدل النمو، و بالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام.⁽¹⁾

المطلب الأول: ماهية الهيكل المالي

أولاً: مفهوم الهيكل المالي:

توجد عدة تعاريف مختلفة للهيكل المالي نذكر منها ما يلي:

❖ يقصد بالهيكل المالي تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم ، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.⁽²⁾

❖ يعرف الهيكل المالي بأنه عبارة عن مجموعة القنوات التمويلية إما في شكل أموال قادمة للشركة من مصادر مختلفة سواء من مالكي الشركة (المساهمين) أو من الغير على شكل قروض بكافة أنواعها ، وأيضا مجموعة قنوات استخدام الأموال من استثمارات وأصول ثابتة ومستلزمات سلعية وغيرها وبقاء جزء على شكل أصول سائلة.⁽³⁾

(1) محمد بوشوشة، مصادر التمويل و أثرها على الوضع المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير اقتصاد و تسير المؤسسة، غير منشورة، جامعة بكرة، 2007، ص56.

(2) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، ط5، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص545.

(3) أبو الفتوح علي فضالة، الهياكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1994، ص38.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

❖ يمثل الهيكل المالي جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض وأيضا سواء

مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.⁽¹⁾

من المفاهيم الواردة أعلاه للهيكل المالي يمكن القول أن الهيكل المالي هو البنية التي يتم بها تمويل الأصول من خلال المزج بين الأموال الخاصة والاستدانة ويقاس بنسبة كل عنصر في التمويل.

ثانيا: مفهوم هيكل رأس المال

❖ يطلق مصطلح هيكل رأس المال على الطريقة التي تمول الشركة بها أصولها من

خلال مزيج من حقوق الملكية (الأموال الخاصة) والمديونية، ويتم وصف هيكل رأس المال بحساب نسبة كل من حقوق الملكية والمديونية إلى رأس المال ، ويمكن وصفه أيضا بحساب معدل الرفع المالي للشركة. ولهيكّل رأس المال علاقة مباشرة بمتوسط تكلفة رأس المال وهو أحد عناصر تقييم الشركات فبتغير الهيكل يتغير المتوسط وبالتالي تتغير قيمة الشركة.⁽²⁾

لابد أن نفرق بين المصطلحين التاليين: الأول 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 الممتازة و حق الملكية و يستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل . و على هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعتبر جزءا من الهيكل المالي للمؤسسة.⁽³⁾

(1) عبد الغفار الحنفي وسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 128.

(2) ويكيبيديا الموسوعة الحرة، هيكل رأس المال، 2015/03/07.

(3) محمد صالح الحناوي و آخرون ، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر ، 2004 ، ص 360 .

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في الهيكل المالي

تحدد المؤسسة تركيبة مستهدفة لرأس المال التي هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب فيه من قبل الإدارة التي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم المؤسسة في السوق المالي، وهذه التركيبة تتأثر بالعوامل المتمثلة فيما يلي:⁽¹⁾

1. نمو المبيعات: إذا كانت مبيعات المؤسسة تزداد و تنمو بمعدلات عالية فإن المؤسسة

تستطيع تمويل هذا النمو اعتمادا على الدين لأنها تستطيع تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من عواقب تراجع المبيعات.

2. استقرار المبيعات:

توجد علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات و أرباح المؤسسة والتمويل بالدين، فكلما كانت مبيعات وأرباح المؤسسة أكثر استقرارا كلما استفادت المؤسسة من رافعة التمويل أكثر وبمخاطرة أقل مما لو كانت مبيعات المؤسسة متقلبة، إذ أن استقرارية المبيعات والأرباح توسع الطاقة الاستيعابية على الاقتراض للمؤسسة ويمكنها من تحمل نسب مديونية أكثر.⁽²⁾

3. درجة المنافسة:

إن درجة المنافسة التي تعمل بها المؤسسة تعتمد على استقرارية أرباحها، فكلما ازدادت حدة المنافسة السعرية بين المؤسسات كلما انحصر هامش الربح مما يحد من استطاعة المؤسسة على الاقتراض لانخفاض مقدرتها على خدمة الديون والتي من احد مقاييسها عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة المدفوعة.

4. بنية الموجودات:

توجد علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين في المؤسسة، فالطاقة الاستيعابية للاقتراض تكون أقل عندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة

(1) محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن 1993، ص، ص، 576 - 578.

(2) عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 404.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

وبالتالي نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة مما يعني أن المؤسسة تتميز بدرجة رافعة تشغيل عالية و أن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات.

5. موقف إدارة المؤسسة اتجاه الخطر:

هناك اختلاف في درجة تجنب الخطر من شخص إلى آخر، فعلاقة التفضيل هذه تؤثر في تحديد سياسات التمويل للمؤسسة، فإذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات عالية، فإنها لن تلجأ إلى التمويل بالدين إلا ضمن حدود ضيقة، أما إذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات أقل، فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالدين بنسب أعلى سعياً وراء تعظيم الأرباح.

6 -موقف المؤسسات التمويلية اتجاه الخطر:

لاشك أن موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر تعاضم الخطر التمويلي للمؤسسة فهو العامل الأهم في تحديد نسبة المديونية المثلى للمؤسسة،⁽¹⁾ فالترتيب الائتماني للمؤسسة وبالتالي مقدرتها على الاقتراض بشروط مناسبة تعتمد على نسبة الدين في الهيكل المالي للمؤسسة واختيار المزيج التمويلي المناسب يتصدر المناقشات والمفاوضات بين المؤسسة والبنوك أو مؤسسات التمويل، وغالباً ما تتصاع المؤسسة لتوصيات الجهات المقرضة في هذا الخصوص لتعزيز مقدرتها على الاقتراض بشروط ميسرة.

المطلب الثالث : السياسة المالية للمؤسسة

تحتل السياسة المالية صدارة الأولويات في المؤسسات المالية بينما تأتي في المرتبة الثانية بعد الإستراتيجية الصناعية والتجارية في اغلب المؤسسات الأخرى.

1. الإستراتيجية الصناعية والتجارية :

إن الاستراتيجيات المعتمدة من المؤسسات متعددة إلا أنها تهدف كلها من الناحية المالية لإتاحة الفرصة للمؤسسة من تحقيق عائد في سوق المنافسة بهامش ربح أكبر من منافسيها ،

(1) محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سابق، ص578.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

لذلك تعتمد المؤسسات أولاً عند وضع إستراتيجية بتحليل المحيط الاقتصادي، الصناعي، التجاري والتكنولوجي... الخ الذي يشكل منافسة لها وذلك لتطوير سياسة تحقق معدل مردودية أعلى.

كما يجب أن تقدر كل سياسة صناعية مهما كانت من حيث تأثيرها على عتبة المردودية المالية للمؤسسة ، فإذا كان تطبيق هذه السياسة يرفع من مستوى عتبة المردودية أكثر من زيادة مستوى النشاط فإن الخطر الصناعي يتسع بينما في الحالة العكسية ينخفض.⁽¹⁾

2. مكانة المساهمين في المؤسسة:

يمكن أن نجد عدة حالات لمكانة المساهم في المؤسسة أهمها:⁽²⁾

- يمكن أن يملك المساهم أغلبية أسهم الشركة والذي يكون في العادة هو المسير،
- يمكن أن يكون المساهم هو المسير رغم امتلاكه لأسهم قليلة في الشركة،
- لا يرغب أي مساهم في تولي تسيير المؤسسة ولذلك توكل مهمة تسيير المؤسسة إلى مسير خارجي.

الحالة الأولى: في هذه الحالة يوجد مزيج بين الذمة الشخصية للمسير وذمة المؤسسة، ولهذا لا تمثل السياسة المالية للمؤسسة سوى وسيلة للوصول إلى أهداف المساهم.

الحالة الثانية: عندما لا يمتلك المسير سوى جزءاً ضئيلاً من أسهم الشركة فإنه يهدف إلى المحافظة على مراقبة المؤسسة ومن ثم مكانته كمسير ويستعين في ذلك بالسياسة المالية التي تخدم هذا الغرض كتوزيع أسهم مجانية ، توزيع واسع للأرباح على المساهمين، تفضيل الاعتماد على الاستدانة بدلاً من رفع رأس المال الذي قد ينتج عنه فقدان السيطرة على المؤسسة.

1) PIERRE VERNIMMEN, *Politique financières de l'entreprise*, Encyclopédie de gestion, Tome 3, sous la direction de PATRICK

JEFFRE & YVERS SIMON, édition economica, PARIS , 1989,P 2131

2) Idem., P 2134.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

الحالة الثالثة: إذا كان المسير ليس مساهما في الشركة ، فإنه يمكن أن ينتهج أهدافا مختلفة إن لم نقل متعارضة مع أهداف المساهمين مثلا : الإفراط في الامتيازات المادية لصالحه من الشركة ، محاولة كسب شهرة على حساب الشركة.

بينما على مستوى السياسة المالية يمكن أن يعتمد إلى:

-توزيع واسع للأرباح على المساهمين لإشباعهم ومحاولة صرف نظرهم عن وجوب تحسين قيمة أسهمهم،

-معارضة اللجوء إلى الاستدانة لأن ذلك يزيد من خطر الإفلاس ومن ثم قد يفقد منصبه،

-كما يمكن أيضا أن يعارض عملية رفع رأس المال لأن ذلك يضم المساهمين الجدد إلى

المؤسسة الذين قد يعيدون النظر في مدة تفويضه،

3. المحيط المالي:

تتوقف السياسة المالية على المحيط المالي إذ ليست متطابقة في اقتصاديات الأسواق المالية واقتصاديات المديونية.

3-1 في اقتصاديات المديونية :

في هذا الاقتصاد لا تمويل الاستثمارات بإصدار الأوراق المالية سوى بنسب جد ضئيلة ،

ويكون لجوء المؤسسة إلى الجهاز المصرفي بشكل واسع وتحدد معدلات الفائدة الربوية بصفة

إدارية ، كما تقترب معدلات الفائدة الربوية من معدلات التضخم الشيء الذي يحفز المؤسسات

على الإفراط في الاستدانة مادامت عملية تسديد الديون تتم في ظروف تخفض فيها قيمة

العملة ومن ثم المعدل الحقيقي للفوائد الربوية ، وفي هذا المحيط تميل المؤسسات إلى:

-الإفراط في الاستثمار لأن كل استثمار له مردودية التضخم.

-انجاز استثمارات ذات قيمة ذمة عالية التي يعاد تقييمها بوتيرة على الأقل مماثلة للتضخم.

-الإفراط في الإنتاج لتكوين مخزون معتبر لتحقيق فائض قيمة الناتج عن التضخم.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

2-3 في اقتصاديات الأسواق المالية :

في هذا الاقتصاد تغطي احتياجات التمويل للمؤسسة أساسا من إصدار الأوراق المالية في سوق رؤوس الأموال التي تقتنى من العائلات ، بينما تتولى المصارف توزيع القروض على الأشخاص لاقتناء استثمارات عقارية أو للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا يمكنها الدخول في السوق المالية ، كما أن تحديد معدلات الفائدة الربوية يكون بتلاقي العرض والطلب على الأموال الشيء الذي يجعل من معدل الفائدة الربوية أعلى بكثير من معدل التضخم.

وبالفعل فإن المستثمرين ليسوا على استعداد لاقتناء أوراق مالية مالم يحققوا معدل مردودية حقيقي حالي أو مستقبلي موجب كل ذلك هو عامل لوضع سياسة مالية رشيدة تراعي هذه الخصائص.

المبحث الثاني : مكونات الهيكل المالي

يعبر الهيكل المالي للمؤسسة عن الصورة التي تعكس مصادر التمويل لمختلف أصولها، ويمكن للمؤسسة توفير الأموال عن طريق مصادر مختلفة لتمويل استثماراتها، ولهذا سنتطرق في هذا المبحث إلى مصادر التمويل قصيرة الأجل وطويلة الأجل ثم مصادر التمويل الممتلكة.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

المطلب الأول: مصادر التمويل المقترضة قصيرة الأجل

يطلق مصطلح الديون قصيرة الأجل على مجموعة الديون التي تستخدم لتمويل نشاط الاستغلال و تكون قصيرة الأجل لأنها لا تتجاوز السنة، و توجد العديد من أنواع الديون في المدى القصير و التي نذكر منها ديون الاستغلال...الخ.⁽¹⁾

و لقد عرف التمويل قصير الأجل على أنه ذلك الالتزام الذي يتوجب سداؤه خلال مدة زمنية لا تزيد عن السنة الواحدة، و تنقسم مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى نوعين أساسيين نوضحها في ما يلي:

أولاً: الائتمان المصرفي⁽²⁾

تقوم البنوك التجارية بتزويد المؤسسات المختلفة بما تحتاج إليه من أموال لتمويل عملياتها الجارية، و يعتبر اختيار البنك من الأمور الرئيسية التي تواجه المؤسسة التي تفكر في استخدام الائتمان المصرفي. و من المعايير التي يستحسن على المؤسسة استخدامها في اختيار البنك ما يلي:

- لابد أن يتناسب حجم البنك مع حجم المؤسسة المقترضة، و يرجع ذلك إلى القيود الاقتصادية و القانونية الموجودة على مقدار القرض الممنوح لعميل واحد.

- على المؤسسة اختيار البنك الذي يتبع سياسات تتماشى مع حاجاته و ظروفه نظراً لاختلاف البنوك فيما بينها.

- يلاحظ أن البنك في حالة درايته و خبرته بعمليات المؤسسة يكون قادراً على مدها بالمشورة المالية. و من ناحية أخرى من غير المرغوب فيه أن يتم التعامل مع بنك له اتصال وثيق بالمؤسسات المنافسة.

1) André Farber, *Éléments d'analyse financière*, Université Libre de Bruxelles, 2002, p11.

2) محمد صالح الحناوي، أدوات التحليل و التخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، مصر :سنة النشر غير مذكورة، ص ص434، 435.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

-يجب على المؤسسات أن تتجنب التعامل مع البنوك التي لا تتمتع بعلاقات طيبة مع البنوك الأخرى أو مع البنك المركزي.

-ينبغي التعامل مع البنوك القوية ذات المركز المالي السليم و المستقر .

هناك العديد من الأسباب التي تشجع على استخدام الائتمان المصرفي، فالقروض المصرفية غالبا ما تكون متوفرة بسهولة أكبر و خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة، و في الغالب نجد أن الائتمان المصرفي أقل تكلفة من القروض طويلة الأجل والائتمان التجاري.

ثانيا :الائتمان التجاري⁽¹⁾

يعرف بأنه الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد إلى المشتري، عندما يقوم هذا الأخير بشراء بضاعة لغرض إعادة بيعها، و يحتاج المشتري إلى الائتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأس ماله العامل لمقابلة الحاجيات الجارية و عدم مقدرة الحصول على القروض المصرفية، و غيرها من القروض القصيرة ذات التكلفة المنخفضة، و من ناحية أخرى فإن رغبة الدائنين التجاريين في منح هذا النوع من الائتمان يتوقف على مجموعة من العوامل أهمها:

-العوامل الشخصية مثل مركز البائع المالي و مدى رغبته في التخلص من مخزونه

السلعي و تقدير البائع لمخاطر الائتمان.

-تلك العوامل الناشئة عن حالة التجارة و المنافسة مثل الفترة الزمنية التي يحتاجها المشتري لتسويق السلعة و طبيعة السلع المباعة و حالة المنافسة و موقع العملاء و الحالة التجارية. و يتخذ الائتمان التجاري شكل الحساب الجاري، أو شكل الكمبيالة أو السند الإذني ، و جميع هذه الأشكال تمكن المشتري من أن يحصل من البائع على ما يحتاجه من البضائع بصفة عاجلة مقابل وعد منه بسداد قيمتها في وقت آجل،

1 محمد صالح الحناوي، مرجع نفسه ، ص 436، 437.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

و تتفاوت شروط هذا الائتمان حسب مثلا :الدفع نقدا قبل الاستلام، و الدفع عند الاستلام، السداد الشهري و السداد الموسمي...الخ. و عادة ما تكون تكلفة الائتمان التجاري مرتفعة.

المطلب الثاني: مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل

تسعى المؤسسات المعاصرة إلى توفير الموارد المالية من مصادر متعددة و بأشكال مختلفة وفقا للظروف السائدة في الأسواق المالية، وتوجهات إدارتها بشأن تحمل المخاطر من عدمها. وبناء على ما تقدم فإن التمويل المقترض طويل الأجل يعد من مصادر التمويل الأساسية للمؤسسات و من أهم هذه المصادر :القروض طويلة الأجل و السندات.

أولا :القروض 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، و يتضمن العقد المبرم شروط تتعلق بالجوانب التالية:

-قيمة القرض و معدل الفائدة الربوية المستحق عليه وتاريخ استحقاقه.

-الرهونات المرتبطة بالقرض.

-فترة السماح المرتبطة بالقرض و الجدول الزمني لسداد أعباء القرض.

-أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض.

ثانيا :السندات

تعتبر السندات أحد صور الاقتراض طويل الأجل، ويمثل السند صك مالي تصدره المؤسسة المقترضة للأموال، تتعهد بموجبه بدفع فائدة ربوية دورية للمقرض(المستثمر)، وأيضا تسديد قيمة السند في تاريخ محدد يدعى تاريخ استحقاق السند، ويعطي السند لحامله جملة من الحقوق أهمها :المطالبة بعائد سنوي يتمثل في الفائدة الربوية التي تلتزم المؤسسة بدفعها له

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

سواء حققت أرباحا أم لم تحقق وتحسب كنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسند، كما يحق للمستثمر استرداد كافة أمواله عند تاريخ استحقاق السند.

أيضا تحمل السندات الأولوية في السداد من أموال التصفية في حالة إفلاس المؤسسة قبل حملة الأسهم الممتازة والأسهم العادية.⁽¹⁾

هناك العديد من المبررات وراء استخدام التمويل عن طريق القروض، نلخصها في ما يلي:
-تكلفة القروض محددة مسبقا، و أن التكلفة المتوقعة لهذا النوع من التمويل أقل من تكلفة الأسهم العادية أو الممتازة.

-أن التمويل عن طريق الأسهم يعطي لحاملي الأسهم حق التصويت و الرقابة.
-أن الفوائد الربوية تعطي إعفاء ضريبي للمؤسسة باعتبارها من الأعباء الواجبة الخصم من الدخل قبل حساب الضريبة.

-أن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو ذات الحق في شراء عدد من أسهم المؤسسة تعطي للمؤسسة المرونة لتعديل الهيكل المالي.

أما من عيوب التمويل عن طريق القروض أنه:

-يترتب عن هذه القروض الالتزام بدفع الفوائد الربوية.

-زيادة المخاطر الناتجة عن التوسع بالتمويل بالمديونية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة الأسهم المتداولة.

-خاصية المخاطر الناشئة عن طول الفترة تؤدي إلى تغير الظروف مما يزيد من التكلفة أو قد لا تستطيع المؤسسة مواجهة الأعباء المترتبة على هذا النوع من الالتزامات بسبب انخفاض الدخل.

تفرض المعايير المالية و الأعراف السائدة حدودا قصوى للقروض بهيكل رأس المال.⁽¹⁾

1 (عبد المجيد تيموي، هوارى معراج، مداخلة بعنوان: مداخل تحديد هيكل رأس المال و دورها في تحديد قيمة المؤسسة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة

سكيكدة، الجزائر 2005، ص3.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

❖ محددات استخدام القروض ضمن الهيكل المالي:

هناك بعض المحددات التي تقف أمام استخدام القروض كمصدر من مصادر تمويل

المؤسسة، وهي كالتالي:

- **الإفلاس و تكلفته:**⁽²⁾ تضيف القروض ضغوط على المؤسسات، إذ تلتزم المؤسسة بدفع الفوائد الربوية و الأقساط في تواريخ محددة بغض النظر عن مركزها المالي، الأمر الذي يؤدي إلى خلق اضطرابات مالية لها تكلفة قد تفوق الفوائد المادية التي تعود من وراء الاقتراض. و حتى في حالة عدم الوصول إلى إفلاس المؤسسة فإن الأمر لا يقتصر فقط على الإفلاس و ما تحمله المؤسسة من تكلفة و إنما يمتد إلى التكلفة الناتجة عن الاضطرابات المالية و ما يصاحبها من تكاليف مثل التكاليف القانونية والإدارية الخاصة بمثل هذه الحالات، و كذا التكاليف الناتجة عن الاحتمالات الخاصة بفقد العديد من الفرص البيعية.

كما أن التعارض في المصالح بين حملة الأسهم و حملة السندات، قد يؤدي إلى تحمل المؤسسة تكلفة تسمى بتكلفة الوكالة، إذ قد يلجأ المساهمون في حالة زيادة احتمالات الإفلاس إلى اتخاذ قرارات على درجة عالية من المخاطرة، مع إحجام المساهمين عن اتخاذ قرارات ذات درجة مقبولة من المخاطرة، مع صافي قيمة حالية موجبة إذ أنها تؤدي إلى مزيد من الاستثمارات في المؤسسة، و التي يتحمل المساهمون تكلفتها بالكامل بينما يتقاسمون عائدها مع حملة السندات. و بطبيعة الحال تقل حالات التناقض السابقة في حالة نجاح المؤسسة و عدم تعرضها للإفلاس.

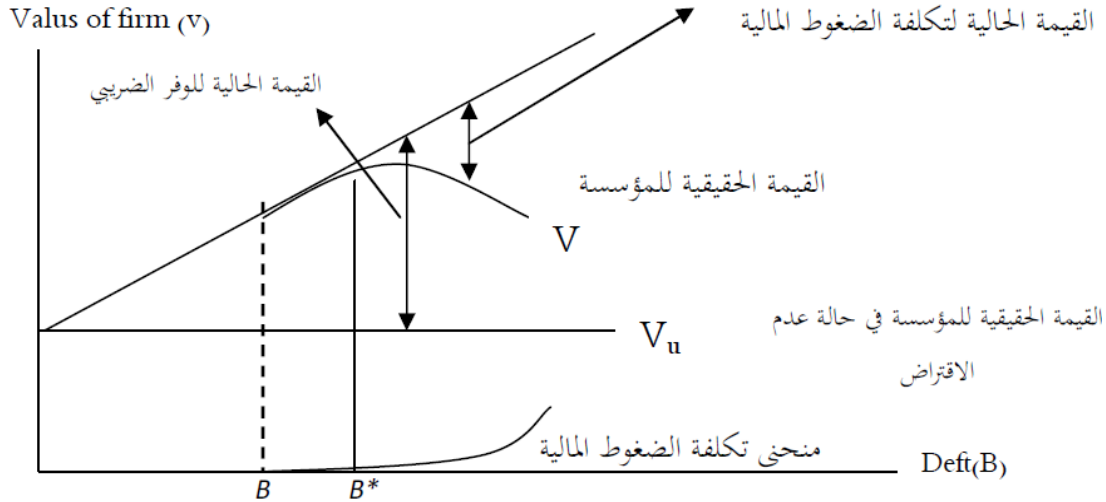
1 (عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، دار النشر غير مذكورة، مصر: سنة النشر غير مذكورة، ص 623، 624).

2 (حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر 2005، ص 542).

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

- الضرائب و الضغوط المالية :يمكن إدماج أثر كل من الضرائب و الضغوط المالية كما في الشكل:

الشكل : (1.1) الأثر المجمع لكل من الضرائب و تكلفة الضغوط المالية



المصدر: حسين عطا غنيم، مرجع سابق ، ص543.

من الشكل (1.1) يتبين أن قيمة المؤسسة في حالة الاقتراض تأخذ شكل خط مستقيم يرتفع إلى أعلى بسبب الوفر الضريبي من ناحية و انعدام تكلفة الضغوط المالية من ناحية أخرى و يكون ذلك في حالة الاقتراض بكميات قليلة، إلا أن بزيادة الاقتراض تبدأ تكلفة الضغوط المالية في الارتفاع و بالتالي يبدأ الخط في الانحناء إلى أن نصل إلى نقطة تتساوى فيها التكلفة الحدية لاقتراض وحدة واحدة من النقود مع الإيراد الحدي نتيجة الوفر الضريبي الناتج عن هذا الاقتراض.⁽¹⁾

3. تكلفة الوكالة لحقوق الملكية: من المتوقع أن يعمل الفرد إذا كان أحد الملاك في المؤسسة باجتهاد أكبر عما لو كان مجرد موظف يعمل فيها، كما أن درجة ولائه ستزداد كلما زادت نسبة ملكيته في المؤسسة، و عليه ترتفع قيمة المؤسسة كلما زادت

(1) حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص543.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

نسبة ما يملكه كل فرد يعمل في المؤسسة .و لذا يؤدي تمويل بعض الأنشطة عن طريق القروض إلى احتفاظ الملاك الأصليين للمؤسسة بنسب الملكية الخاصة بهم، و بالتالي يجنب المؤسسة التكاليف التي قد تتحملها إذا ما لجأ المساهمون القدامى إلى تمويل نشاطات المؤسسة عن طريق طرح أسهم جديدة و دخول مساهمين جدد يؤدي إلى فقدان المساهمين القدامى لكثير من القوة التي كانت لديهم قبل زيادة رأس المال.

و بالتالي فإن التغير في قيمة المؤسسة نتيجة الاقتراض يرجع إلى:

-الوفر الضريبي بسبب الاقتراض. الزيادة في تكلفة الضغوط بسبب الاقتراض.

-الوفر في تكلفة الوكالة في حالة عدم توسيع قاعدة الملكية.

و عليه ترتفع نسبة الديون إلى حقوق الملكية إذا ما أخذنا في الحسبان تكلفة الوكالة لحقوق الملكية مقارنة بمؤسسة تختفي فيها هذه التكاليف، و نشير أيضا أن الوفر في تكاليف الوكالة لحقوق الملكية في حالة الاعتماد على القروض أقل بكثير من تكلفة الضغوط المالية المصاحبة للاقتراض و هو ما يدفع المؤسسات إلى عدم المغالاة في تمويل استثماراتها عن طريق القروض.⁽¹⁾

4. **النمو و أثره على نسبة الديون إلى حقوق الملكية** :بيننا فيما سبق أن نسبة الديون إلى حقوق الملكية توازن بين الوفر الضريبي من ناحية و التكلفة الخاصة بالضغوط المالية من ناحية أخرى، إلا أن البعض قد أشار إلى أن تكلفة الإفلاس في الحياة العملية قد تكون منخفضة مقارنة بالوفورات الضريبية الأمر الذي قد يدفع المؤسسات إلى إقتراض مبالغ مالية كبيرة، وبالتالي يتوقع أن ترتفع نسبة الديون إلى حقوق الملكية لتقترب من % 100 ، وهو الأمر الذي يخالف الواقع العملي، و لقد ظهرت في هذا الصدد فكرة جديدة مفادها أن نمو المؤسسة يعني بالضرورة الاعتماد على حقوق الملكية في تمويل استثمارات

(1) مرجع نفسه، ص 546، 547.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

المؤسسة حتى و لو انخفضت تكلفة الإفلاس إلى حد كبير، الأمر الذي يحول دون زيادة نسبة الديون إلى حقوق الملكية.⁽¹⁾

5. كيف يمكن للمؤسسة تكوين هيكلها المالي: تعد النظريات الخاصة بالهيكل المالي من أهم النظريات المالية، إلا أن التطبيقات العملية لها لا يحقق الرضا الكامل الذي يتناسب و قيمتها العلمية، إذ يلزم لتحديد هيكل المال أن تتم الموازنة بين الوفرة الضريبي من ناحية و تكلفة القروض من ناحية أخرى دون أن يكون هناك نموذج يمكن الاعتماد عليه في تحديد الحجم الأمثل لنسبة الديون إلى حقوق الملكية، و ذلك على العكس في تقييم الاستثمارات إذ يجب حساب صافي القيمة الحالية للتدفقات الخاصة بالاستثمار و التحقق من أنها موجبة حتى نتخذ إجراءات إنشاءه.⁽²⁾

المطلب الثالث: مصادر التمويل الممتلكة

يمكن القول بأن الهيكل المالي للمؤسسات، بشكل عام يتضمن حقوق الملكية (التمويل الممتهلك)، و تنشأ هذه الحقوق بشكل أساسي من المبالغ النقدية التي يقدمها المالكين لشراء الأصول المطلوبة للبدء بنشاط المؤسسة، و أهم هذه المصادر: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة و الأرباح المحتجزة.

أولاً: الأسهم العادية

(1) مرجع سابق، ص 548-550.

(2) مرجع نفسه، ص 551.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

يتكون رأس مال مؤسسات المساهمة من عدد من الأسهم، و السهم هو عبارة عن صك يؤكد لحامله ملكية حصة معينة في رأسمال المؤسسة تعادل المبلغ الذي دفعه. تعتبر الأسهم العادية وسيلة من وسائل التمويل طويل الأجل التي يمكن اللجوء إليها خلال حياة المؤسسة، و ذلك بطرح أسهم عادية جديدة للاكتتاب، و عند تداول هذه الأسهم في البورصة، قد تباع و تشتري بقيمة مخالفة عن القيمة الاسمية أو الدفترية أي بقيمة أخرى تعرف باسم القيمة السوقية و هي القيمة الحقيقية للأسهم لأنها تتغير تبعاً لمعدلات الأرباح التي تحققها المؤسسة وظروف العرض و الطلب و نمط تداول الأوراق المالية في البورصة، كل ذلك يعكس درجة وعي المستثمر وكمية المعلومات المتاحة عن المؤسسة و هذا يؤثر في قرار تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية.⁽¹⁾

ثانياً: الأسهم الممتازة

وهي تصنف ضمن بنود حقوق الملكية للمؤسسة إلا أنها تختلف عن الأسهم العادية، إذ يكون لها الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح، كما لها الأولوية في السداد في حالة التصفية على أن يتم السداد بالقيمة الاسمية للأسهم فقط، و في حالة تحقيق أرباح في المؤسسة لا يشترط ضرورة توزيع أرباح لحملة الأسهم الممتازة، إلا أنه قد ينص بأن يكون من حق حملة الأسهم الممتازة الحصول على توزيعات مجمعة تغطي الأرباح التي كانت مستحقة لهم في السنة السابقة لم تقم المؤسسة بتوزيعها. و لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة.

وهنا يثار سؤالاً حول ما إذا كانت هذه الأسهم الممتازة جزء من حقوق الملكية أم أنها جزء من الديون؟ يمكن القول رغم أن الأسهم الممتازة لها طبيعة الديون من حيث ثبات الأرباح الموزعة لها و الالتزام بسداد قيمتها الاسمية عند التصفية، إلا أنها لا تعد ديون على

(1) محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار حامد، الأردن، 2008، ص 218.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

المؤسسة و لا يترتب على عدم سداد أرباحها إفلاس للمؤسسة، كما أن توزيعات الأرباح الخاصة بها لا تخصم من الوعاء الضريبي.⁽¹⁾

❖ مزايا و عيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

من المزايا التي تحصل عليها المؤسسة بإصدارها للأسهم الممتازة:

- ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت في مجلس الإدارة، و له حق الاشتراك في التسيير الإداري، إلا في الحالات منصوص عليها في عقد إصدار هذه الأسهم.
- ليس للسهم الممتاز تاريخ تسديد، إلا إذا نص على ذلك في عقد الإصدار، هذا ما يمنح للمؤسسة ميزة استبدالها بسندات إذا انخفضت معدلات الفائدة الربوية في السوق المالية.
- إن زيادة حجم الأسهم ضمن الأموال الدائمة للمؤسسة يخفض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة، مما يدعم مركز المؤسسة في قدرتها على الاقتراض.
- تمتاز الأسهم الممتازة عن السندات و القروض في حالات العسر المالي، إذ المؤسسة ليست ملزمة بدفع النسب المحددة من الربح، و أن توقفها عن الدفع لا يؤدي بها إلى الإفلاس.

من المساوئ التي تتجر عن اللجوء إلى التمويل بإصدار الأسهم الممتازة:

- تكون في العادة تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض، حيث أن حصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض الربوية.
- يحق لحملة الأسهم الممتازة الاحتفاظ بحقوقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجر توزيعها وذلك قبل حصول حملة الأسهم العادية على أي توزيعات.⁽²⁾

(1) حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص504.

(2) مبارك لسلوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2004، ص ص184، 185.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

❖ سياسة توزيع الأرباح على حملة الأسهم:

إن الهدف الأول الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه هو تعظيم ثروة الملاك والأرباح وما دام الأمر كذلك، فإن من حق حملة الأسهم على المؤسسة أن يوزع هذا الربح كله عليهم بحسب عدد الأسهم (الحصص) التي يملكونها، و لكن إذا تم توزيع كامل الربح على المساهمين فما الذي يبقى في صندوقها أو حساباتها الجارية في البنوك لدفع تكاليف لشراء آلات جديدة بدل القديمة أو لمواجهة تكاليف التحسينات و التوسعات الأخرى، أو لتمويل العمليات التشغيلية التي تنفذها؟

من هنا تأتي أهمية احتفاظها بجزء من الأرباح و توزيع الجزء الآخر على المساهمين، أن الأرباح التي تحتفظ بها تسمى "الأرباح المحتجزة"، ويعتبر توزيع الأرباح أو احتجازها من التساؤلات الرئيسية التي يواجهها المدير المالي، و أهم هذه التساؤلات هي: ما نسبة الأرباح التي يوزعها على المساهمين كل سنة؟ و ما الهدف من احتجاز الجزء الآخر؟ ولحل هاذين التساؤلين يدور النقاش حول مقدار الأرباح المحتجزة التي تعتبر مصدرا داخليا للتمويل طويل الأجل، فيما من الناحية القانونية لا يجوز للمؤسسة توزيع الأرباح إذا كانت تواجه حالة من العسر المالي، أو إذا كان توزيع جزء من الأرباح يؤدي إلى عسر مالي لها، أو إلى تخفيض القيمة الاسمية لأسهمها و بالتالي لا يحق أيضا للمؤسسة إلا التوزيع من الأرباح المحققة دون المساس برأس المال.

و عموما، يجب على المدير المالي أن يضع في اعتباره بعض النقاط قبل اتخاذ قرار توزيع الأرباح من عدمه، و من أهم هذه النقاط ما يلي:

- تجنب توزيع الأرباح إذا لم تحقق المؤسسة أرباحا كافية.
- عليه الاحتفاظ بسيولة نقدية للمحافظة على المركز المالي لشركته(رأس المال العامل).
- يجب أن يكون على معرفة تامة باحتياجاته المالية على المدى الطويل و الخاصة بالإنفاق على المشاريع الاستثمارية التي تنفذها المؤسسة.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

- أن يعمل على التخفيض من تأثير الضريبة على احتياجاته المالية أو السيولة النقدية.

ثالثا: الأرباح المحتجزة⁽¹⁾

تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل للمؤسسة، و تمثل الأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره، وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم المصادر لتمويل عمليات النمو و التوسع ، كما تستخدم الأرباح المحتجزة في حالة المؤسسات التي تعاني من المشاكل المالية كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها أو المؤسسات التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة، و في مثل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة. و تفضل المؤسسات تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم) أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تنترتب عن بيع الأوراق المالية (في حالة إصدار سندات).

❖ مزايا الأرباح المحتجزة من وجهة نظر المؤسسة:

- كلفة الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل قليلة بالمقارنة مع غيرها.
- كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر، زاد استخدامها في تمويل موجوداتها ما ينعكس بشكل إيجابي على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم.

❖ عيوب الأرباح المحتجزة من وجهة نظر المؤسسة :

- لا يستحسن استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بشكل متكرر.
- قد يتعذر على المؤسسات المساهمة المبتدئة الاستفادة من هذا المصدر.

المطلب الرابع: التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي احد المصادر الخاصة التي تستعين بها المؤسسة في تمويل نشاطها، كما يدل على قدرتها على إيجاد مصادر ذاتية لتمويل نشاطها واحتياجاتها دون اللجوء إلى

(1) محمد صالح الحناوي و آخرون، مرجع سابق، ص 327.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

الغير،⁽¹⁾ وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة ، هذه النتيجة يضاف إليها عنصرين هامين يعتبران موردا داخليا للمؤسسة وهما الاهتلاكات والمؤونات، غير أن مبلغ النتيجة الصافية المحصل عليها في نهاية الدورة المالية والتي تكون احد عناصر التدفق النقدي الصافي ليست نهائية أو تحت تصرف المؤسسة بشكل نهائي لأنها سوف توزع على الشركاء ، ولهذا فالمقدار الذي تستطيع المؤسسة أن تتصرف فيه فعلا بعد نهاية الدورة هو الفائض النقدي الصافي بعد توزيع الأرباح ونعني به الجزء المتاح للقدرة على التمويل الذاتي.⁽²⁾

يمثل التمويل الذاتي رأس المال الضمني للمؤسسة الممكن إعادة استثماره في النشاط انطلاقا من الفوائض الناتجة عن الاستغلال.⁽³⁾ يساهم التمويل الذاتي في تقوية ودعم الهيكل المالي للمؤسسة.

وبذلك يمكن التمييز بين نوعين من التمويل الذاتي:⁽⁴⁾

- التمويل الذاتي بقصد الاستمرار بنفس الفعالية: ويتكون بشكل أساسي من أعباء الامتلاك التي تهدف نظريا من خلال تراكمها لتجديد أدوات الإنتاج .
- التمويل الذاتي بقصد النمو: ويتكون من الاحتياطات والمؤونات الشبيهة بالاحتياطات.

1) E.OLIVIER, M.DE LACHAPELLE, JANSSON, **LE Décideur et les stratégies financières**, 2 édition, DUNOD, Paris, 1997, P120.

(2) عبد الله قش، بدائل تمويل المؤسسة في ظل العولمة المالية، مجلة الكترونية، العدد 32 ، جانفي 2014، ص7، على الموقع الالكتروني www.uluminsania.net.

(3) عبد الله قش، مرجع نفسه، ص8.

(4) دريد درغام ، أساسيات الإدارة المالية الحديثة ، دار الرضا للنشر، 2000، ج2، ص118.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

يلعب التمويل الذاتي دوراً أساسياً في تمويل المؤسسة فهو مكمل أساسي وضروري لكل عمليات الاقتراض، فقد يجنب المؤسسة الاستدانة بطريقة مبالغ فيها وهذا باستخدام كلي للموارد الداخلية للمؤسسة، وبذلك يمكن أن يستعمل في الأغراض التالية:

- إمكانية تمويل الاستثمارات، بحيث يؤخذ بعين الاعتبار في برامج الاستثمار،
- تحقيق شروط التوازن المالي الدائم برفع الأموال الخاصة بقيمة التمويل الذاتي،
- إمكانية تغطية احتياجات دورة الاستغلال،
- يشكل التمويل الذاتي متغيراً استراتيجياً في نمو المؤسسة وتوسيعها، فمن خلال وجود حجم التمويل الذاتي بقدر كافٍ تستطيع المؤسسة رفع درجة الاستغلال المالي وحرية اتخاذ القرارات.
- قد يعتبر التمويل الذاتي مؤشراً يدل على مردودية المؤسسة وسلامة اختياراتها المالية.

المبحث الثالث: نسب الهيكل المالي وتكلفة الأموال و الرفع المالي

تلجأ المؤسسة عادة إلى مصادر مختلفة لتمويل احتياجاتها، وتصنف هذه المصادر وفق معايير مختلفة، كمصدر الأموال ودرجة الاستحقاق وطبيعة الملكية، وليس من السهل على المؤسسة اختيار إحدى الوسائل التمويلية، لأن لكل واحدة تكلفة معينة، إذ لا يوجد مصدر تمويلي مجاني

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

باستثناء الائتمان التجاري في حالة غياب الخصم النقدي، وعليه ينبغي على المؤسسة دراسة المزايا والقيود التي تترتب عن هذا الاختيار بالموازنة بين العائد والمخاطر. ⁽¹⁾

المطلب الأول: نسب الهيكل المالي

تدعى نسب الرفع حيث تقيس المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في اعتمادها على أموال الغير في تمويل احتياجاتها ، و تبين الارتباط الموجود بين رأس المال و الالتزامات المترتبة عليه، و عليه فإن حساب النسب المالية المتعلقة بالمديونية تعتبر في غاية من الأهمية بحيث تعرض درجة الخطر المالي الذي يواجه المؤسسة، و يمكن قياسها بالنسب التالية:

أولاً: نسب التمويل الدائم و التمويل الخاص

سنتطرق في هذا الفرع إلى نسبة التمويل الدائم و التمويل الخاص.

1. نسبة التمويل الدائم:

تشير هذه النسبة إلى مستوى تغطية الاستثمارات الصافية بالأموال الدائمة، فهذه النسبة تعتبر صياغة أخرى لرأس المال العامل أو ما يسمى هامش الأمان، و تحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

يكون رأس المال العامل سالبا إذا كانت هذه النسبة أقل من الواحد الصحيح، فهذا يدل على أن جزءا من الأصول الثابتة مغطى بقروض قصيرة الأجل و تكون المؤسسة في هذه الحالة قد أخلت بشرط الملائمة بين إستحقاقية الخصوم و سيولة الأصول. ⁽²⁾

2. نسبة التمويل الخاص (الذاتي)

و تعتبر هذه النسبة مكملة للنسبة الأولى و تحسب بالعلاقة التالية:

(1) مليكة زغب، مداخلة بعنوان تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2005، ص2.

2 عقبة قطاف، أثر التشخيص المالي على تنافسية المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2009، ص70.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

$$\text{نسبة التمويل الذاتي} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

تقيس هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة، و إذا ساوت الواحد فان رأس المال العامل الخاص يكون معدوما أي أن الأصول الثابتة مغطاة بالأموال الخاصة، أما الديون طويلة الأجل و إن وجدت فهي تغطي الأصول المتداولة مكونة بذلك صافي رأس المال العامل.⁽¹⁾

ثانيا: نسب الديون إلى رأس المال و إلى إجمالي الأصول

سنتطرق في هذا الفرع إلى نسبة الديون إلى رأس المال و نسبة الديون إلى إجمالي الأصول.

1. نسبة الديون إلى رأس المال:

تظهر هذه النسبة مدى استخدام الديون في المؤسسة مقارنة بحقوق الملكية و كلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما زادت مطالب الدائنين مقارنة بحقوق الملكية، فهي في حالة تصفية المؤسسة تزيد من معدل المخاطر، و بالإضافة يمكن لهذه النسبة أن تحدد مدى إستقلالية المؤسسة حاليا و يستحسن أن لا تزيد عن الواحد كنسبة معيارية و حتى تكون للمؤسسة حرية اتخاذ القرارات الخاصة، لأن ارتفاع هذه النسبة تقيد عمليات المؤسسة و يجعلها عرضة للتدخلات و الضغوطات الخارجية للدائنين منها: رفع كلفة الأموال المقرضة، و إذا فمن الضروري أن يكون توازن مناسب بين استعمال الديون و حقوق الملكية،

و تحسب بالعلاقة التالية:⁽²⁾

$$\text{نسبة الديون إلى رأس المال} = \frac{\text{الديون}}{\text{حقوق الملكية}} = \frac{\text{قروض طويلة و متوسطة الأجل} + \text{قروض قصيرة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}}$$

2. نسبة الديون إلى إجمالي الأصول :

1 ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، دار المحمدية، الجزائر، 1999، ص53.

2 نعيمة شباح، دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2008، ص ص101، 102.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

تحدد هذه النسبة هامش الأمان للمقرضين، و تحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الديون إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$$

تجيب هذه النسبة عن مدى مقدرة المؤسسة على تسديد ديونها في حالة الإفلاس إذا ما تم بيع أصولها، و كلما كانت النسبة صغيرة كان ذلك أفضل، و يستحسن أن لا تتجاوز 0.5. (1)
حيث أنه كلما انخفضت هذه النسبة زاد هامش الأمان بالنسبة للدائنين في حالة إشهار إفلاس المؤسسة و بيع أصولها، و على العكس من ذلك، يفضل الملاك نسبة الاقتراض مرتفعة لأحد السببين:

زيادة نصيبهم من الأرباح، أو زيادة أموال الملكية تعني التنازل عن جزء من السيطرة على المؤسسة. و ارتفاع هذه النسبة تعني ارتفاع مساهمة الإقراض في تمويل الأصول. (2)

ثالثا: نسبة الأصول لحق الملكية و نسبة الاستقلالية المالية

سنتطرق في هذا الفرع إلى نسبة الأصول لحق الملكية و نسبة الاستقلالية المالية.

1. نسبة الأصول لحق الملكية:

من أهم المؤشرات التي تلجأ إليها الإدارة المالية هو نسبة الأصول إلى حقوق الملكية، حيث يمثل جميع الالتزامات على المؤسسة، و لذلك كلما كان هذا المؤشر كبيرا كلما دل ذلك على زيادة الرفع المالي و انخفاض حقوق الملكية في مجموع التمويل الداخلي، مما

1 عقبة قطاف، مرجع سابق، ص71.

(2) محمد صالح الحناوي وآخرون ، مرجع سابق ، ص438.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

يزيد من مجموع المخاطر التي يتعرض لها الدائنون. كما يفيد أيضا هذا المؤشر في

التعرف على أهمية مساهمة الرفع المالي في ربحية المؤسسة.⁽¹⁾

و تحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الأصول لحق الملكية} = \frac{\text{مجموع الأصول}}{\text{حق الملكية}}$$

2. نسبة الاستقلالية المالية

وتقيس هذه النسبة مدى استقلالية المؤسسة عن دائنيها و تحسب بإحدى الطريقتين التاليتين:

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$$

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}}$$

وتشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة و بالتالي درجة إستقلاليتها، إذ

أن الحجم الكبير للديون يجعل المؤسسة غير مستقلة في إتخاذ قراراتها المالية، فكلما كانت هذه

النسبة كبيرة استطاعت أن تتعامل المؤسسة بمرونة مع الدائنين في شكل إقتراض و تسديد

الديون، أما إذا كانت النسبة صغيرة فهذا يعني أنها في وضعية مثقلة بالديون، ولا

تستطيع الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها من قروض إضافية إلا بتقديم ضمانات و

قد تكون هذه الضمانات مرهقة.⁽²⁾

المطلب الثاني: تكلفة الأموال

عادة المؤسسة تلجأ إلى مصادر التمويل من أجل تغطية احتياجاتها من الأموال، بحيث أن

هذه المصادر تصنف وفق معايير مختلفة كما تطرقنا لها سابقا وليس سهلا على المسير أن

(1) حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء، الأردن، 1998، ص68.

(2) مبارك لسلوس، مرجع سابق، ص46.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

يقوم بالاختيار بين هذه المصادر ، ونظرا لوجود لكل مصدر تكلفة معينة تكتسب هذه العملية اهتماما واسعا لأنها تعد الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار.

أولا: ماهية تكلفة الأموال

سننترق في هذا العنصر إلى ماهية تكلفة رأس المال و كيفية حساب تكلفته.

1. تعريف تكلفة رأس المال:

تعددت تعاريف تكلفة رأس المال و لكن كلها ارتبطت بالعائد لحملة الأسهم العادية و الممتازة بما يؤثر على قيمة المؤسسة ككل في السوق، و عليه نأخذ بعض أهم هذه التعريفات: تعرف تكلفة الأموال على أنها "الحد الأدنى للمعدل الذي تطلبه المؤسسة للاستثمارات الجديدة أو ذلك الحد الأدنى الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الجديدة لكي ترضي جميع المستثمرين و هو كذلك معدل العائد المطلوب على الاستثمارات الذي يضمن بقاء سعر السهم العادي للمؤسسة بدون تغير".⁽¹⁾

و تعرف أيضا تكلفة رأس المال بأنها التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل، و يتم حساب هذه التكلفة بحساب كلفة رأس المال لكل مصدر من مصادر التمويل و بشكل منفرد لكي نتمكن من الوصول إلى حساب التكلفة الإجمالية المرجحة لتلك المصادر². و هذه المصادر هي:

-مصادر التمويل المقترضة.

-مصادر التمويل المملوكة.

مع العلم أن مصادر التمويل المقترض لا تأخذ في الحسبان أثناء تقدير التكلفة المرجحة للأموال، فاستنادا إلى نظرية التمويل فهي تعتبر مصادر مؤقتة و لا تبقى على حال.

2. فوائد حساب تكلفة التمويل:

(1) حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، مرجع سابق، ص377.

(2) عبد الستار الصياح، سعود العامري، الإدارة المالية، دار النشر غير مذكورة، سنة النشر غير مذكورة، ص221.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

إن حساب تكلفة التمويل سواء كان لكل عنصر من عناصر التمويل أو للهيكل المالي ككل، سوف يحقق لإدارة المؤسسة و الإدارة المالية فيها عدد من الفوائد أهمها¹:

-حساب تكلفة كل عنصر سوف يساعد الإدارة المالية في اتخاذ القرار المتعلق باختصار أنسب تلك المصادر من خلال التكلفة.

-تستخدم تكلفة التمويل للمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال.

-يفيد أيضا حساب تكلفة الأموال في تقييم المشروعات التي تستخدم فيها الأموال، فإذا تبين أن تكلفة الأموال تزيد على العائد المتوقع أصبحت هذه المشروعات عبء على عاتق المؤسسة. -يفيد حساب تكلفة الأموال في المفاضلة بين المشروعات الصناعية ذاتها، إضافة إلى دورها في قرارات التسعير.

-أن العديد من القرارات المالية و سياسة رأس المال التي تستلزم القيام بحساب دقيق لتكلفة الأموال.

-أن تعظيم قيمة المؤسسة كهدف إستراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات للمؤسسة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا، و لذلك يستوجب حسابها.

إن أهم ما يمكن أن يقال بخصوص تكلفة الأموال هو أنها تمثل حجر الزاوية الذي تدور حوله مجموعة كبيرة من القرارات و أهمها قرارات الاستثمار و التمويل.

ثانيا: تكلفة مصادر التمويل

إن لكل مصدر من مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة تكلفة معينة خاصة به و سوف نتطرق إلى هذه التكاليف في ما يلي:

1. تكلفة مصادر التمويل المقترضة

(1) حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، مرجع سابق، ص 364، 365.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

تعرف تكلفة الدين بأنها عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين للقبول بإقراض المؤسسة، و يقاس هذا العائد بالطريقة نفسها التي يقاس بها معدل المردود الداخلي، أي أن تكلفة الدين تساوي إلى معدل الخصم الذي يحقق المساواة بين حصيللة الأموال التي تم الحصول عليها بالاقتراض و القيمة الحالية للفائدة المدفوعة و لدفعات تسديد المبلغ الأصلي المقترض.⁽¹⁾

تتحمل المؤسسة التي تتحصل على قروض طويلة الأجل من أجل تمويل نشاطها بعض التكاليف، مع العلم أن هناك حالتين من هذه القروض، سواء كان القرض على شكل سندات مطروحة للاكتتاب العام أو على شكل قرض طويل الأجل متعاقد عليه، فإن عملية الاقتراض سوف يترتب عليها تدفقات نقدية داخل المؤسسة عند بيع السند أو التعاقد على القرض، و تدفقات نقدية داخلية للمؤسسة بشكل الفوائد السنوية بالإضافة إلى المبلغ الأصلي المقترض و الذي ينبغي سداؤه في تاريخ الاستحقاق.⁽²⁾ و في ضوء ذلك توجد حالتين لحساب تكلفة السندات و هي:

- إذا كان السند يباع في السوق بعلاوة فتكون تكلفته كالتالي:

$$R_i = I - Z / N / (P + M) / 2$$

I: الفائدة السنوية المدفوعة .

N: عدد السنوات في الاستحقاق.

M: القيمة الاسمية للسند.

P: القيمة السوقية للسند.

Z: . قيمة العلاوة.

- إذا كان السند يباع في السوق بخصم، فتكون التكلفة كالتالي:

$$K_i = I + D / N / (P + M) / 2$$

(1) محمد بوشوشة ، مرجع سابق ، ص59.

(2) حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، مرجع سابق، ص373.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

D: معدل الخصم .

أما في حالة وجود ضريبة فتضرب القيمة المتحصل عليها في $(1-t)$ ، حيث أن t هي معدل الضريبة .

و إن استخدامنا لتكلفة الدين بعد الضريبة يعود إلى أن قيمة الأسهم العادية للمؤسسة التي تسعى إلى تعظيمها، تعتمد بشكل على التدفقات النقدية بعد الضريبة. وبما أن الفوائد هي نفقات تطرح من الإيرادات فإنها بذلك تؤدي إلى وفورات ضريبية تقلل من كلف الدين.⁽¹⁾ أما في حالة القروض المصرفية طويلة الأجل، فإن تكلفة الدين تحسب كالتالي:

$$K_d = I / E$$

I: الفائدة السنوية.

E: . المتحصلات بعد طرح مختلف المصاريف

2. تكلفة مصادر التمويل الممتلئة

يمكن تعريفها بأنها "معدل المردودية المطلوب أو المتوقع من طرف المساهمين في المؤسسة فحملة الأسهم يسعون للحصول على عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى لها نفس درجة المخاطرة و هو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة".⁽²⁾

1.2 تكلفة الأسهم العادية: هناك اختلاف كبير في قيم الأسهم، حيث أن للسهم قيمة اسمية أصدر بها و هناك العديد من القيم التي تتكون نتيجة للظروف الاقتصادية و التاريخية و القانونية و المحاسبية فللسهم قيمة سوقية، قيمة دفترية.. إلخ، هذا ما يؤدي إلى اختلاف كلفة التمويل بالأسهم العادية من مؤسسة إلى أخرى، و كذلك يكون الاختلاف بين كلفة التمويل بالأسهم مقارنة بمصادر التمويل المتاحة.⁽³⁾

و عليه يمكن استخدام عدة طرق لحساب كلفة الأسهم العادية و هي:

(1) عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن: 2009، ص415.

(2) Jean barreau, Jacqueline delahye, *gestion financière*, 10ème édition, Dunod, France :2000,p169.

(3) دريد كامل ال شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن: 2007، ص315، ص316.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

-طريقة الأرباح الموزعة dividendes : و تقوم هذه الطريقة على قسمة الأرباح المتوقعة لكل سهم على القيمة السوقية للسهم مضروبة في و احد منقوص منه كلفة الإصدار ، و في الأخير يضاف إلى الناتج الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم كما يلي:

كلفة الأسهم العادية = (الأرباح المتوقعة لكل سهم / القيمة السوقية (1-كلفة إصدار السهم)) + الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم

-طريقة نموذج توازن الأصول المالية MEDAF : يتم استعمال هذا النموذج في حالة تقييم مردودية الاستثمارات المتوقعة و ذلك بالأخذ بعين الاعتبار المخاطرة، فالمردودية المتوقعة من طرف المساهمين تساوي المردودية للأصل الاقتصادي بدون مخاطرة مضافة إليها علاوة الخطر B bita , و الذي يساوي علاوة الخطر للسوق المالي.¹

و عليه فهو يحسب بالعلاقة التالية:

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

$E(R_i)$: الأمل الرياضي لمردودية السهم .

R_f : مردودية الأصل بدون مخاطرة حيث أن الأصل بدون مخاطرة هو الأصل الذي تكون مردوديته في المستقبل مؤكدة .

$E(R_m)$: الأمل الرياضي لمردودية السوق المالي .

$E(R_m) - R_f$: علاوة المخاطرة .

B: مقياس لخطر السهم .⁽²⁾

-طريقة Gordon-Shapiro : لتبسيط نموذج القيمة الحالية للأرباح الموزعة المتوقعة إفترض جوردون و شابيرو أن الأرباح يمكن أن تتزايد كل سنة بمعدل متوسط g , و منه يكون معدل المردودية و الذي يمثل تكلفة السهم بالعلاقة التالية:

$$K = D_i / P_0 + g$$

1) Jean barreau, jacqueline delahye, op.cit, p 170.

(2) محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص58.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

و تسمى هذه المعادلة بمعادلة Gordon-Shapiro حيث:

D_i : الأرباح الموزعة

P_0 : القيمة السوقية للسهم

g : معدل النمو المتوقع السنوي لسعر السهم في السوق .

-طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم: تقيس هذه الطريقة كلفة رأس المال بدلالة عائدات الأسهم و الأرباح التي تحتفظ بها المؤسسة، و تعتمد هذه الطريقة على أساس أن تكلفة رأس المال ترتبط بالمبالغ الموزعة من الأرباح على المساهمين و أيضا بمقدار الأرباح المحتجزة التي سوف يعاد استخدامها في الاستثمارات الجديدة، حيث أن هذه الاستثمارات سترفع من قيمة المشروع و من معدل ربحيته، يمكن حسابها كما يأتي:

تكلفة الأسهم العادية = الأرباح الحالية للسهم الواحد / القيمة الصافية للسهم

القيمة الصافية للسهم = سعر البيع - (كلفة الإصدار + كلفة الخصم)

2.2 تكلفة الأسهم الممتازة: تعتبر الأسهم الممتازة مصدر تمويل يجمع بين خصائص

الديون و الأسهم العادية، إلا أنه من المتعارف عليه أن تكون المدة الزمنية للأسهم الممتازة غير محددة كذلك لا تلتزم المؤسسة بشراء الأسهم الممتازة من حملتها إلا إذا نصت شروط الإصدار على غير ذلك.⁽¹⁾

إن عند إصدار الأسهم الممتازة تؤخذ في عين الاعتبار عادة تكلفة إصدار تلك الأسهم لأنها

تكون عادة كبيرة نسبيا و ذلك بعكس تكاليف إصدار الأسهم العادية و التي تكون عادة

منخفضة فتهمل، كما يراعى هنا أيضا أن توزيعات الأسهم الممتازة تكون عادة بمعدل ثابت و

لا تحقق للمؤسسة أي ميزة ضريبية.⁽²⁾

لذلك يمكن حساب كلفة الأسهم الممتازة عن طريق المعادلة التالية:

(1) عبد الستار الصباح، سعود العامري، الإدارة المالية، دار النشر غير مذكورة، بلد النشر غير مذكورة: سنة النشر غير مذكورة، ص225.

(2) محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي و الائتماني، دار وائل، ط2، الأردن، 2006، ص303.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

$$K_p = D_p / P_m (1 - F)$$

D_p : الأرباح السنوية على كل سهم حصلت منه على أموال بقيمة P_m .

P_m : القيمة السوقية للسهم يمكن أن يكون بزيادة عن السعر الاسمي أو بخضم من السعر الاسمي .

F : نفقات إصدار الأسهم .

3.2 تكلفة الأرباح المحتجزة: إن تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة تعد كلفة ضمنية تساوي التمويل بالملكية (الأسهم العادية) لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين . و بالتالي هي حق من حقوق المساهمين حيث أن البديل عن احتجاز الأرباح دفع قيمتها نقدا للمساهمين من الناحية العملية، و بصورة عامة أن كلفة الأرباح المحتجزة قال من كلفة التمويل بالأسهم العادية لسببين:

-**الأول:** إن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل و عند احتجازها لا تخضع للضريبة.

-**الثاني:** إن إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين أنفسهم يخضع لعمولة الوسطاء أي عند إعادة الاستثمار عن طريق شراء أوراق مالية في السوق المالي سيدفع المساهمون مبلغ إلى الوسطاء عند تنفيذ عمليات الاستثمار، بينما عندما تقوم المؤسسة بالتمويل بالأرباح المحتجزة فإنها لا تخسر عمولة الوسطاء.

إن هذا معناه أن التمويل باستخدام الأموال المتراكمة من الأرباح المحتجزة أقل كلفة من التمويل بالأسهم العادية لاستبعاد كلفة الضريبة و العمولة المشار إليهما.⁽¹⁾ و يمكن احتساب كلفة الأرباح المحتجزة بالمعادلة التالية:

$$K_r = K_e (1 - T) (1 - B)$$

K_e : تكلفة التمويل بالملكية (الأسهم العادية)

T : معدل ضريبة الدخل للمساهمين .

(1) دريد كامل ال شبيب، مرجع سابق، ص 323، 324.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

B: معدل عمولة الوساطة .

ثالثا: التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

إذا كان مستثمرو المؤسسة حملة الأسهم العادية فقط، فتكون تكلفة رأس المال عند ذلك معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية . إلا أن معظم المؤسسات تستخدم أنواعا مختلفة من رأس المال، و بسبب الاختلافات في المخاطرة، يكون لهذه الأوراق المالية المختلفة معدلات عائد مطلوبة مختلفة . و يجب أن تكون تكلفة رأس المال المستخدمة في تحليل قرارات موازنة رأس المال متوسطا مرجحا لتكاليف المكونات المختلفة و نسمي هذا المتوسط المرجح :المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.(1)

و عليه تعرف تكلفة رأس المال بأنها المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة.(2)

وتحسب تكلفة رأس المال بالعلاقة التالية:(3)

$$CMP = t[V_{CP}/(V_D+V_{CP})] + i[V_D/(V_D+V_{CP})]$$

حيث أن:

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

V_{CP} : قيمة للأموال الخاصة .

V_D : قيمة الديون .

t : تكلفة الأموال الخاصة .

i : تكلفة الاستدانة بعد الاقتصاد في الضريبة .

ويمكن تمثيل تكلفة رأس المال تمثيلا بيانيا كما هو موضح في الشكل الموالي:

(1) اوجين بريجهام، ميشال إيرهاردت، ترجمة : سرور علي إبراهيم سرور ، الإدارة المالية، دار المريخ، السعودية 2009 ، ص، 471 .

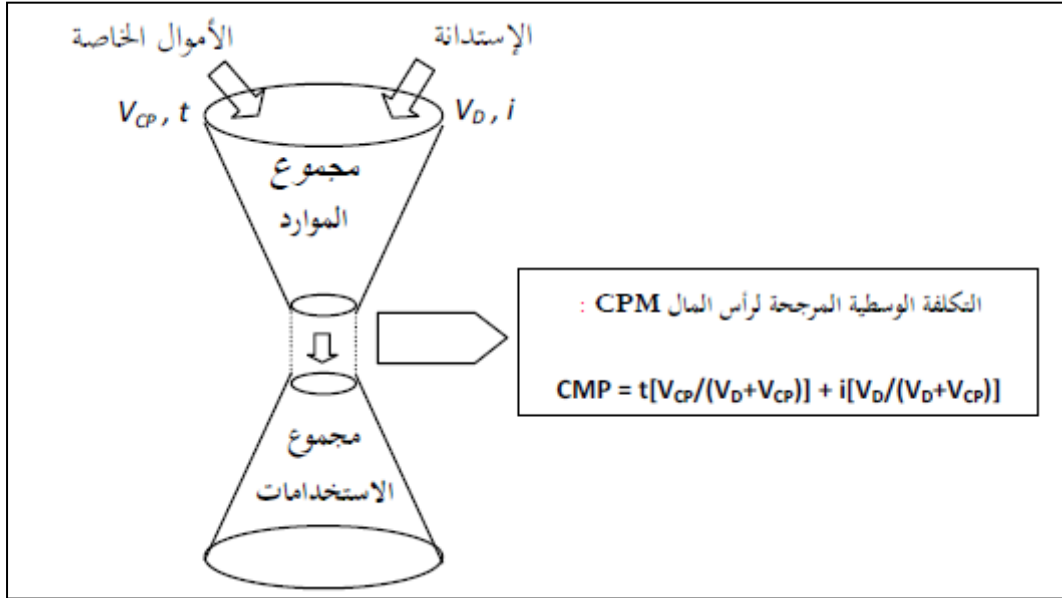
(2) Jean Barreaud & Jacqueline Delahaye , Op cit , P152.

(3) دادن عبد الغاني، و آخرون، مداخلة بعنوان دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و الرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية

الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطويرها في الاقتصاديات المغاربية، الجزائر : 2003، ص2.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

الشكل (2.1) : مفهوم تكلفة رأس المال:



المصدر: دادن عبد الغاني، و آخرون، مرجع سابق، ص،3.

يعتبر التعريف السابق لتكلفة رأس المال تعريفا رياضيا، والواقع أنها " عبارة عن معدل المردودية المفروض للأصول الاقتصادية التي تم تمويلها عن طريق كل من الأموال الخاصة والديون"

و يعتبر مفهوم تكلفة رأس المال مهما في مالية المؤسسة نظرا لكونه يسمح بتحديد الاستثمارات ذات المردود الجيد، لذلك فهو يندرج ضمن أهم المعايير المستعملة في طرق تقييم المؤسسات. وعليه، يمكن تقييم المخاطر التي تتعرض لها الأصول الاقتصادية للمؤسسة، و بالتالي يمكن إدراك مفهوم الأمثلية في اختيار الهيكل المالي، حيث تسعى المؤسسة إلى تدنية المخاطر الناجمة عن مختلف أنماط التمويل، وبشكل أدق تحاول تدنية تكلفة رأس المال قدر الإمكان.⁽¹⁾

(1) دادن عبد الغاني، و آخرون، مرجع سابق، ص،3 .

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

وبصفة عامة يعد استعمال مفهوم تكلفة رأس المال مسعى إستراتيجيا للمؤسسات التي تميل إلى استهداف هيكل مالي أمثل يجعل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال أدنى ما يمكن قصد التقليل من المخاطرة.

المطلب الثالث: الرفع المالي

تتأثر أرباح المؤسسة بالزيادة أو النقصان وفق الطريقة التي يتم فيها تكوين الهيكل المالي، حيث تزداد الأرباح بزيادة الاعتماد على القروض في ظروف اقتصادية مزدهرة في السوق، حيث يمكن للمؤسسة استخدام نوع أو أكثر من ما يسمى بالروافع للخروج من أزمتها المالية و التخلص من خطر التصفية.⁽¹⁾

أولاً: مفهوم الرفع المالي

الرفع مفهوم مأخوذ من علم الفيزياء، حيث أن الرافعة الفيزيائية تعمل على تضخيم القوة المستخدمة في إزاحة كتلة معينة وذلك بزيادة ذراع القوة، إن الرافعة المالية تعمل على تضخيم العائد بازدياد ذراع القوة و هو التكاليف المالية الثابتة الفوائد الربوية الناتجة عن الدين، وتوزيعات الأرباح الثابتة على حملة الأسهم الممتازة.⁽²⁾

و قبل التعرف على الرفع المالي، ينبغي أن نفرق بين نوعين من الخطر: خطر الأعمال و يقصد به عدم التأكد في العوائد المتوقعة من مجموعة الأصول أو الاستثمارات الخاصة بمؤسسة معينة، و الخطر المالي الذي هو الخطر الإضافي الذي يترتب على استخدام الرفع المالي.⁽³⁾

1 (علي عباس، الإدارة المالية، إثراء، الشارقة، 2008، ص228.

2 (عدنان تايه النعيمي و آخرون، الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص445.

3 (محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص244.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

يقصد بالرفع المالي هو اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية و المصرفية في سد احتياجاتها المالية، و بالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد الربوية المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت المؤسسة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، و ذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة و محددة حسب ما نص عليه قانون المؤسسات.(1)

إن تحليل الرفع عبارة عن المدى الذي يمكن به زيادة الأرباح في المؤسسة نتيجة زيادة التكاليف الثابتة أو أموال الاقتراض، و يقسم إلى ثلاثة أقسام:

-الرفع التشغيلي

-الرفع المالي

-الرفع المشترك(2)

يحدث الرفع المالي كلما قامت المؤسسة بتمويل نشاطها بواسطة قروض .و يهدف تحليل الرفع المالي إلى التأكد مما إذا كانت المؤسسة قادرة على تحقيق أرباح تغطي تكاليف الاقتراض . فتعتبر النتيجة الاقتصادية المبلغ الذي سوف يوزع بين كل من الفوائد و الضرائب و الأرباح الصافية .(3)

إن العلاقة بين المردودية المالية وأثر الرفع المالي تكتب من الشكل:

$$R_f = R_e + (R_e - i)D/CP$$

حيث تمثل النسبة $(R_e - i).D/CP$ أثر الرافعة، R_e تمثل معدل المردودية الاقتصادية.

(1)رشاد العصار و آخرون، الإدارة و التحليل المالي، دار البركة، الاردن، 2001، ص286.

(2) هيثم محمد الزعبي، الإدارة و التحليل المالي، دار الفكر، الاردن، 2000، ص279.

(3) داندن عبد الغاني، و آخرون، مرجع سابق، ص9.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

حيث أن درجة الرفع المالي تعرف على أنها نسبة التغير في الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية المرتبطة بنسبة تغير محددة في الدخل قبل الفوائد و الضرائب.⁽¹⁾ ومنه فإن المردودية المالية عبارة عن المجموع الجبري لكل من أثر الرافعة المالية ومعدل المردودية الاقتصادية. يمكننا في هذا الصدد إدراك العلاقة الرياضية بين كل من المردودية الاقتصادية (الرافعة المالية) و مردودية الأموال الخاصة. فبافتراض ثبات معدل المردودية الاقتصادية، وبافتراض أن المؤسسة تسعى إلى تحقيق رفع مالي مفضل (إيجابي)، أي يسمح للمؤسسة بتحقيق مردودية مالية أعلى من مردوديتها الاقتصادية، فتحاول إحداث تغيير على نسبة الهيكل المالي (الرافعة المالية) D/CP ، بمعنى آخر تستهدف المؤسسة معدلاً معيناً من المردودية المالية انطلاقاً من معدل مردودية اقتصادية ثابت ومعامل استدانة متغير. فيكون لدينا بالتالي لدينا دالتان للمردودية المالية، كما يلي:

$$R_f = f [D/CP] \dots\dots\dots (1)$$

$$R_f = u [(Re - i)D/CP] \dots\dots\dots (2)$$

حيث تعني الدالة الأولى أن معدل المردودية المالية R_f هو متغير تابع لنسبة الهيكل المالي D/CP ، كما تعني الدالة الثانية أن معدل المردودية المالية هو متغير تابع لأثر الرافعة المالية $(Re - i)D/CP$.

و بما أن معدل المردودية الاقتصادية Re ثابت وأن تكلفة الاستدانة i تتغير حسب حجم الاستدانة D فإنه يمكننا أن نقتصر فقط على دراسة دالة واحدة فقط من الدالتين (1) و (2) ، وبرهاننا على ذلك هو :

$$R_f = f [D/CP]$$

$$R_f = u [(Re - i)D/CP]$$

$$\longrightarrow f [D/CP] = u [(Re - i)D/CP]$$

أي أننا سوف نصل إلى نفس النتيجة، سواء استخدمنا الدالة f أو الدالة u .⁽¹⁾

¹فرد ويستون، يوجين برجام، ترجمة: عبد الرحمان دعاله بيله، عبد الفتاح السيد سعد النعماني، التمويل الإداري، دار المريخ، السعودية 1993، ص 262 .

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

انطلاقاً من كون الزيادة في حجم الديون تكون متبوعة بزيادة في حجم المصاريف المالية التي تتحملها المؤسسة، فإن نسبة المصاريف المالية إلى رقم الأعمال تسمح بقياس درجة الاستدانة بشكل غير مباشر عند المقارنة بين مجموعة من المؤسسات العاملة في نفس القطاع، و قد حددت نسبة نموذجية لها، حيث تكون مقبولة في حدود 03 % و 04 % ، حسب نوعية المؤسسة، تجارية أو صناعية.⁽²⁾

و يمكننا حساب الرفع المالي بمساعدة مضاعف الرفع المالي، و الذي يحسب بالشكل التالي:

$$MLF = \Delta BN / BN / \Delta BE / BE$$

$\Delta BN / BN$: التغير في العائد الصافي

$\Delta BE / BE$: التغير في عائد الاستغلال

نخلص أخيراً إلى أن أثر الرافعة المالية عبارة عن المقدار الذي سوف يترجم المردودية الاقتصادية إلى مردودية مالية فعلاً.

ثانياً: الرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي

الرفع المالي عبارة عن إستراتيجية مالية، تنتهجها المؤسسات التي تتميز بمعدلات مردودية تجارية منخفضة، وذلك لتحقيق مستوى عالي من المردودية المالية، حيث يتوقف الأداء المالي على مدى كفاءة المؤسسة في مراقبة بعض المتغيرات المالية و الاقتصادية، أهمها الهيكل المالي، الذي يعكس السياسة التمويلية للمؤسسة.

فيبرز أثر الهيكل المالي على مردودية المؤسسة، و عادة لا يظهر هذا الأثر إلا بعد مدة من الزمن، و منه تتضح أهمية استخدام مفهوم الأمتلية في اختيار الهيكل المالي للمؤسسة، و بالتالي عند استهداف المؤسسة مستوى معين من الأداء المالي، لابد لها أن تنتهج سياسة مالية

(1) دادن عبد الغاني، و آخرون، مرجع سابق، ص10.

(2) مرجع نفسه، ص10.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

كفيلة بتوجيه مختلف الموارد المالية الأقل تكلفة إلى استخدامات ذات مردودية، و محاولة إيجاد تقابل بين مواردها و استخداماتها، بهدف تحقيق التوازن المالي، لأن الإخلال بذلك سيؤدي بالمؤسسة حتما إلى أزمة الخزينة سببها الخطأ في السياسة التمويلية.

إن زيادة الرفع المالي في فترة زمنية يعتمد على الهيكل المالي، حيث تساعد عدة عوامل في تحديد هيكل المؤسسة المالي، وفي هذا الإطار لابد من مراعاة وجهات نظر كل من المساهمين، المقرضين والمسيرين.

خاتمة الفصل الأول:

من خلال ما تقدم في هذا الفصل توصلنا إلى أن المؤسسة تلجأ عادة لتمويل نشاطاتها إلى مصادر مختلفة حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت تلك العناصر طويلة أو قصيرة الأجل، ملكية أو عن طريق الدين وهو ما يسمى اصطلاحا بالهيكل المالي، والذي يتميز عن هيكل رأس المال الذي يشمل مصادر التمويل طويلة الأجل فقط، إذن فهيكّل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي، وأنه أحد العوامل المحددة للإستراتيجية المالية في اختيار التمويل الملائم فينبغي على المؤسسة المفاضلة بين المصادر المتاحة واختيار الأنسب منها بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطر ويكون بأدنى تكلفة، ولن يأتي ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

التمويل الممكنة وخصائص كل منها. حيث تقسم مصادر التمويل حسب معيار المدة والملكية إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل تتضمن الائتمان التجاري والائتمان المصرفي، ومصادر تمويل ممتلكة طويلة الأجل تتضمن الأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة، أما مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل فتشمل السندات، القروض المصرفية طويلة الأجل، الاستئجار.

الفصل الثاني

النظريات المفسرة للهيكلة

المالية

تمهيد:

بدأت الدراسات حول الهيكل المالي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال التي أصبحت تعرف الآن بالنظرية التقليدية للهيكل المالي، ثم تلتها باقي النظريات، حيث تنصب أغلبها حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل، إذ يقصد بأمثلية الهيكل المالي مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون، بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة .

يعتبر موضوع الهيكل المالي الأمثل في المؤسسة من أهم المواضيع التي نالت اهتمام الكثير من الباحثين، منذ ظهور أطروحة Modigliani et Miller سنة 1958 ، وقد ظهرت بعد هذه الدراسة عدة مقاربات كل منها تحاول دراسة أثر تركيبة الهيكل المالي على قيمة المؤسسة من خلال تكلفة رأس المال، إذ أنه وإلى حد الآن لا زال الجدل بين الماليين قائما حول وجود هيكل مالي أمثل من عدمه.

وبالتالي هل هناك هيكل مالي أمثل يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة إلى أقصى حد من خلال تخفيض التكاليف إلى أدنى حد؟

وللإجابة على هذا السؤال سنتناول في هذا الفصل مختلف المقاربات النظرية التي تطرقت للهيكل المالي الأمثل في المؤسسة وحاولت الوصول إلى تركيبة مثلى من الأموال الخاصة والاستدانة، بحيث قسمنا هذه النظريات إلى ثلاث مباحث نذكرها كما يلي:

سنتطرق في المبحث الأول إلى النظريات الكلاسيكية أما في المبحث الثاني فسنتناول النظريات النيوكلاسيكية أما في المبحث الأخير سندرس النظريات الحديثة.

المبحث الأول: النظريات الكلاسيكية

❖ المطلب الأول: نظرية الربح الصافي la théorie du bénéfice net

يرى مؤيدي نظرية الربح الصافي la théorie du bénéfice net بما أن هناك اختلاف في تكلفة مصادر التمويل فإن السلوك العقلاني يقتضي من المؤسسة زيادة نسبة المصدر الأقل تكلفة (الديون) في هيكلها المالي.⁽¹⁾

أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير على قيمة المؤسسة و على التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال من خلال التغيير في نسبة المديونية، فزيادة نسبة الاستدانة سوف تضمن انخفاض تكلفة رأس المال مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة (نظرا للعلاقة العكسية بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة).

و من أجل تحليل المضامين النظرية لهذه النظرية المهمة لابد أولا من عرض و مناقشة الفروض التي تقوم عليها.

تقوم هذه النظرية على الفروض الآتية: ⁽²⁾

- أن الزيادة في استخدام القروض (الديون) لا يغير من إدراك المساهمين للمخاطر و نتيجة لذلك فمعدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة) K_{CP} و معدل الفائدة الربوية على السندات و القروض تظل ثابتة و لن تتغير بتغير نسبة الاستدانة.
- نظرا لأن المساهمين يحصلون على الأرباح الصافية فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، نتيجة لذلك فإن معدل المردودية الذي يطلبه المساهمون K_{CP} يكون أكبر من معدل الفائدة الربوية على الديون K_d و ذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمون.

1)Rifki Samira , Abdessadeq Sadq , un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises, la revue du financier, N° 131, p 12.

2) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، درا الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2004 ، ص761 .

-حجم الأصول الاقتصادية ثابت لا يتغير وهذا يعني ضمناً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها الهيكل المالي ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع المؤسسة من تغيير الخليط الذي يتكون منه الهيكل التمويلي و نظراً لأن حجم الأصول الاقتصادية ثابت لا يتغير هذا يعني أن نتيجة الاستغلال ثابتة لا تتغير.

-عدم وجود ضرائب أو تكلفة الإفلاس (افتراض أن الديون خالية من الخطر).
-تقوم المؤسسة بتوزيع كل الأرباح على المساهمين أي لا توجد أرباح محتجزة (احتياطات) و يهدف هذا الفرض إلى إبعاد تأثير مصادر التمويل الذاتي على نتائج التحليل.

إن تحليل الفروض أعلاه تعطي تصوراً واضحاً لمضمون هذه النظرية فتكلفة الديون ثابتة كما أن تكلفة الأموال الخاصة ثابتة أيضاً و نظراً لأن تكلفة الديون أقل من تكلفة الأموال الخاصة وذلك لأن المخاطر المتأتية من الديون أقل مقارنة بالأموال الخاصة (الفرضية 2)، لذلك فإن زيادة اللجوء إلى الاستدانة سوف يترتب عليه انخفاض في التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (بسبب زيادة حصة المصدر الأقل تكلفة)، و نظراً لثبات نتيجة الاستغلال بسبب ثبات حجم الأصول الاقتصادية فإن القيمة السوقية للمؤسسة سوف ترتفع مع كل انخفاض في تكلفة رأس المال.

إن التحليل أعلاه يعني أن استمرار ارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة يعني استمرار انخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال و استمرار ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة يعني ذلك – من الناحية النظرية – الوصول بنسبة الاستدانة إلى 100% في الهيكل المالي للمؤسسة سوف تكون التكلفة المتوسطة المرجحة في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأقصى.

هذا يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تكون في حدها الأعلى عندما تبلغ التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال مستوى يساوي تكلفة الديون، من المنطق أن يتحقق ذلك عندما تعتمد المؤسسة كلياً على الاستدانة (الافتراض) فقط في هيكلها التمويلي رغم أن ذلك لا يسمح

الفصل الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالية

به من الناحية القانونية وبالتالي حسب هذه النظرية فإن الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يحتوي على ديون فقط.⁽¹⁾

إن التحليل السابق يمكن عرضه على أساس مجرد امتداد لطرق حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال الذي يمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:⁽²⁾

$$K_o = K_d \cdot D / (CP + D) + K_{cp} \cdot CP / (CP + D)$$

حيث:

K_o : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (تكلفة الأموال).

K_d : تكلفة الديون K_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة.

بضرب المقدار $CP/1$ في البسط و المقام نحصل على:

$$K_o = k_d \cdot \frac{D/CP}{D/CP + 1} + K_{cp} \cdot \frac{1}{D/CP + 1}$$

بوضع $L = D/CP$ نحصل على:

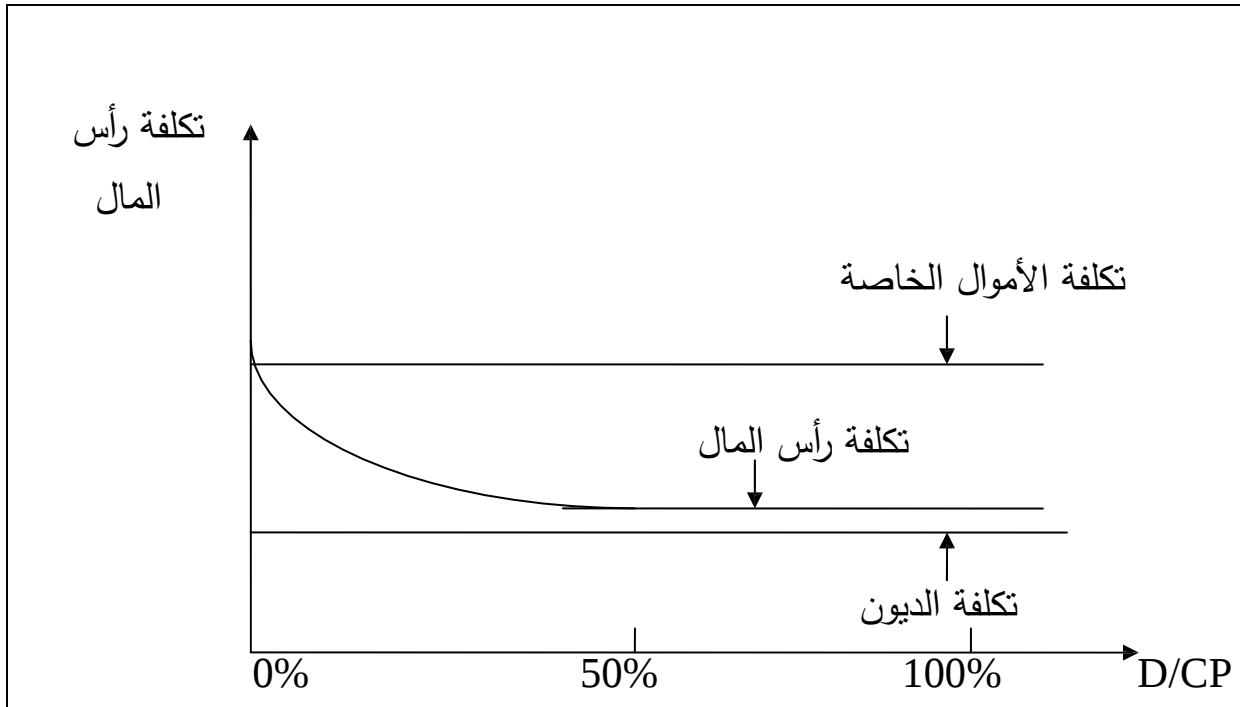
$$K_o = k_d \cdot \frac{L}{L + 1} + K_{cp} \cdot \frac{1}{L + 1}$$

بما أن تكلفة الأموال الخاصة K_{cp} و تكلفة الديون K_d ثابتتين و $K_D > K_{CP}$ فإن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال تعتبر دالة متناقصة بالنسبة ل $L = D/Cp$ معدل الرفع المالي).

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد ، الإدارة المالية مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006 ، ص 317 .

(2) Cohen.E , *Gestion financière de l'entreprise et développement financier*, édition UREF, Paris 1991, p236.

الشكل 2-1: العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح الصافي



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 768 .

يتضح من الشكل أن تكلفة رأس المال تنخفض كلما زادت نسبة الاستدانة – وهي مصدر التمويل الأقل تكلفة وانخفضت قيمة الأموال الخاصة – و هي مصدر التمويل الأكثر تكلفة -أي كلما زادت نسبة الديون إلى الأموال الخاصة (الرفع المالي) ، مع ملاحظة أن تكلفة الأموال الخاصة و الديون ثابتة عند المستويات المختلفة من الاستدانة، لما كان انخفاض تكلفة رأس المال يعني ارتفاع قيمة المؤسسة (علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال و قيمة المؤسسة) فإن أفضل هيكل مالي للمؤسسة حسب هذه النظرية هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة (حتى لو كانت 100 %) من الديون.

ولعله من الواضح أن نقطة الضعف الأساسية التي تعاني منها نظرية الربح الصافي أنها تقوم على افتراض ثبات تكلفة الديون و تكلفة الأموال الخاصة، هذا الثبات يدل على أن المقرضين

والمساهمين لا يوجد لهم أي رد فعل عند تغير تشكيلة الهيكل المالي للمؤسسة و لا يغيرون في مطالبهم (مكافآتهم) تبعا لهذه التغيرات و هو افتراض غير واقعي.⁽¹⁾

فحتى مع فرضية عدم وجود تكلفة الإفلاس و هي فرضية أساسية في ظل هذه النظرية، يظل هناك ما يسمى بالمخاطر المالية الناجمة عن الاستدانة، ذلك أن مجرد وجود مصدر تمويل ذو تكلفة ثابتة (الديون) يترتب عليه تقلب العائد المتاح للمساهمين الذي تزداد حدته كلما زادت نسبة الاستدانة.⁽²⁾

و عليه من المتوقع أن يصاحب الارتفاع في نسبة الاستدانة في الهيكل المالي ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون و بالتالي يطالبون بمعدل مردودية أعلى كتعويض عن المخاطر الإضافية، كما يفترض مع زيادة نسبة الاقتراض (الاستدانة) أن يتعرض الدائنون لدرجات خطر مرتفعة، حيث ينتقل جزء من المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون إلى الدائنين بزيادة نسبة الاستدانة إلى مستويات عالية، خاصة في تلك الحالات التي تظهر فيها بوادر مواجهة المؤسسة المخاطر العسر المالي، على ذلك من المتوقع أن يطالب المقرضون بفوائد ربوية أعلى مع الارتفاع التدريجي في نسب الاستدانة بالهيكل المالي للمؤسسة.⁽³⁾

❖ المطلب الثاني: نظرية ربح الاستغلال la théorie de bénéfice d'exploitation

1) Cohen. E, Op.cit, p237.

2) منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط2 ، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر ، 2005 ، ص98 .

3) محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد ، مرجع سابق، ص322 .

الفصل الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالية

يؤكد مؤيدي نظرية ربح الاستغلال أن التغير في نسبة الاستدانة $L = D / CP$ لا يسبب أي تغير في تكلفة رأس المال و لا في قيمة المؤسسة. بمعنى أن قيمة المؤسسة سوف تكون مستقلة عن أي تغيرات في هيكلها المالي و أيضا مستقلة عن تأثيرات تكلفة رأس المال. ولإثبات وجهة النظر أعلاه حول هذه النظرية لابد لنا من تحديد مجموعة الفروض التي تقوم عليها وهي: (1)

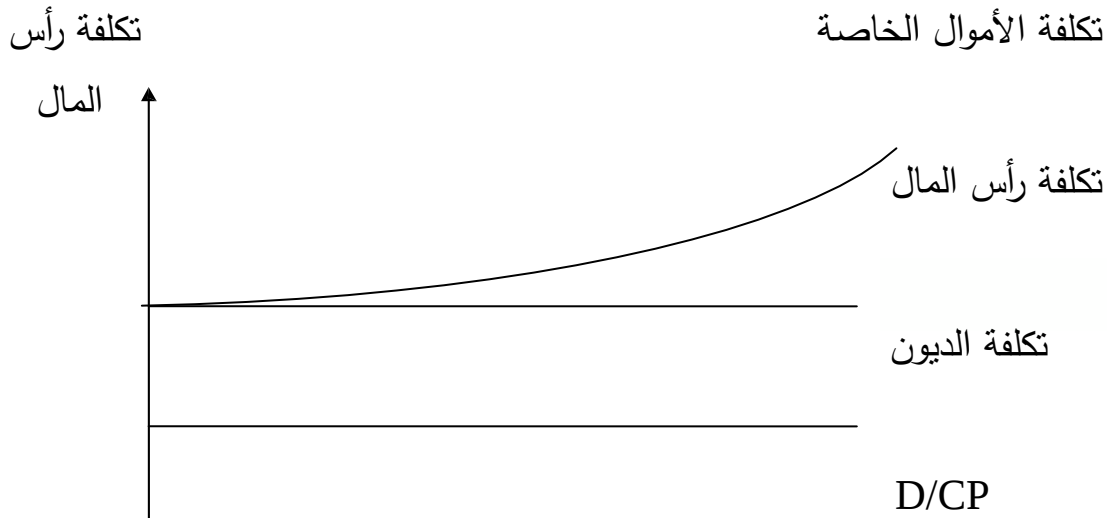
- تكلفة الديون ثابتة لا تتغير مهما تغيرت نسبة الاستدانة $L = D / CP$
- تكلفة الأموال الخاصة المتمثلة في معدل المردودية الذي يطلبه المساهمون ترتفع مع كل زيادة في معدل الاستدانة بسبب زيادة المخاطر المالية.
- لا توجد ضريبة على أرباح الشركات.
- المزايا الناجمة عن ارتفاع نسبة الاستدانة الأقل تكلفة في الهيكل المالي سوف تضيع نتيجة لمطالبة المساهمين بمعدل مردودية أعلى لتعويضهم عن المخاطر المالية الإضافية التي يتعرضون لها.
- تتحدد قيمة المؤسسة بخصم نتيجة الاستغلال (الربح أو النتيجة قبل المصاريف المالية) بمعدل خصم يساوي تكلفة رأس المال

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 100 .

الفصل الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالية

إن المضمون العام لهذه النظرية يشير أن زيادة نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة سوف تؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم (المساهمون)، و بسبب الزيادة في المخاطر فإن المساهمين لابد و أن يطلبوا معدل مردودية على استثماراتهم أكبر تعويضا عن هذه المخاطر الإضافية، و بما أن معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين يمثل تكلفة الأموال الخاصة، فإن هذه الأخيرة سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الاستدانة مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال، إلا أن هذا الارتفاع سوف يعوضه انخفاض مماثل في هذه التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر تمويل رخيصة لذلك تظل تكلفة رأس المال ثابتة و مستقلة عن أي تغيرات في نسبة الاستدانة و هو ما يعني بالتبعية ثبات قيمة المؤسسة

الشكل 2-2: العلاقة بين تكلفة رأس المال و نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة حسب نظرية ربح الاستغلال



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 104.

وعليه خلصت هذه النظرية إلى نتيجتين أساسيتين هما: (1)

- أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي.

- أن تكلفة رأس المال مستقلة كذلك عن الهيكل المالي للمؤسسة.

وبالتالي حسب هذه النظرية لا يوجد هيكل مالي أمثل يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال وتعظيم قيمة المؤسسة، ف سواء اقترضت المؤسسة أو لم تقترض، و سواء زادت نسبة الاستدانة أو نقصت فإن تكلفة رأس المال تظل ثابتة مما يترتب عليه بالتبعية ثبات قيمة المؤسسة، وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها من طرف (Modigliani et Miller).

❖ المطلب الثالث: المقاربة التقليدية *la théorie classique* (2)

تقوم هاته النظرية على فرض عدم وجود ضرائب، سواء على مستوى المؤسسة حيث يتعلق الأمر بالضريبة على أرباح الشركات. أو على مستوى المستثمر ويتعلق الأمر بالضريبة على الدخل وعلى فوائد القيم.

يسمح الهيكل المالي الأمثل بتدنية التكلفة الوسطية المرجحة للرأس المال K ومن ثم تعظيم قيمة الأصل الاقتصادي V الذي ينتج عن استحداث تدفقات الخزينة المتاحة بالمعدل k إذ أن هذه التدفقات مستقلة عن أسلوب التمويل ولهذا تسعى التطورات التي جاءت فيما بعد إلى قياس وتفسير تغيرات المعدل k تبعا للهيكل المالي.

حسب المقاربة التقليدية يوجد هيكل مالي أمثل يسمح بتعظيم قيمة الأصل الاقتصادي (قيمة المؤسسة) بفضل الاستخدام القانوني للاستدانة وما ينتج عنها من رفع مالي وبذلك تخفض المؤسسة من التكلفة الوسطية المرجحة للرأس المال أي تكلفة التمويل.

في الواقع يكلف التمويل بالديون أقل من التمويل بالأموال الخاصة، وهذا لكونها أقل خطر لهذا فإن كل زيادة في حجم الديون من شأنها أن تقلص من التكلفة الوسطية المرجحة للرأس

1) Cohen. E, Op.cit, p 237.

2) محمد حافظ بوعابة، دراسة خصوصيات الهيكل المالي وتحليل المردودية لمقاولات البناء والأشغال العمومية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح

ورقة، 2011، ص 68.

المال , بفعل إحلال المورد الأقل تكلفة - الافتراض - بالمورد الأكثر تكلفة - الأسهم العادية - وهو ما يتفق مع تطبيق صيغة تكلفة الرأس المال واستخدام أثر الرافعة. بالمقابل يؤدي تزايد الديون إلى ارتفاع حجم الخطر بالنسبة للمساهمين, مما يجعل من معدل مردودية الأموال المفروض في الوقت مرتفعا, وهذا الارتفاع يلغي جزء من الانخفاض في التكلفة المتولد عن الافتراض.

تفترض النظرية التقليدية أنه عند مستويات معينة للاستدانة يتحول خطر الإفلاس إلى حقيقة , ويخرج من كونه مجرد ظاهرة نظرية, وأن تحمل المساهم للخطر يكون بالتدريج ليس نهائيا , فكلما ارتفعت نسبة الديون في هيكل الرأس المال كلما ارتفع حجم الخطر الذي يتعرض له المساهمين , وكلما كان معدل مردودية الأموال الخاصة المفروض في السوق مرتفعا, إلى غاية الوصول إلى الحد الذي يأخذ فيه الأثر الإيجابي للاستدانة في الاختفاء , حينئذ , تكون الشركة قد بلغت هيكل رأس المال الأمثل الذي يضمن لها التكلفة الوسطية المرجحة الدنيا للأموال, والقيمة العظمى للأصل الاقتصادي.

إذا استمرت المؤسسة في الاستدانة بعد الحد المذكور أعلاه , فإن الربح الذي سوف تحققه لن يغطي الارتفاع الموافق في المردودية المفروضة من قبل السوق , ومن جهة أخرى هناك مستويات للافتراض أين تزيد معها تكلفة الاستدانة , وهذا لما يكون أكثر خطرا, وبالتالي تضاف تكلفة الاستدانة المرتفعة إلى تكلفة الأموال الخاصة الأكثر ارتفاعا.

يقوم هذا المنظور على ما يسمى بنظرية أرباح الاستغلال الذي تولد عنها أعمال كلا من Miller & Modigliani ، حيث نميز هنا بين مرحلتين في تصور هذا النموذج الذي يعتمد على نظرية السوق المالي البحت، لذلك تسمى نظريتهما أيضا بنظرية "السوق المتوازنة".⁽¹⁾ وتعتبر هذه النظرية من أبرز الإنجازات في دراسات التمويل، إذ تنفي هذه النظرية أي علاقة للهيكل المالي بالقيمة السوقية للمؤسسة، و ذلك يعني أن القرار التمويلي لا يرتبط بانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، و إنما يحدده القرار الاستثماري فقط، و قد جاءت هذه النظرية على شكل مقترحين، ظهر أولهما في العام 1958 و ظهر الثاني في العام 1963. يرى هذان الاقتصاديان أنه لا وجود لهيكل مالي أمثل، حيث أن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي، ففي ظل تواجد سوق مالية كفؤ، وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل، وقد بنيت نظريتهما على ما يسمى ب "التحكيم".⁽²⁾ نميز في هذه النظرية بين حالتين :حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجودها، حيث أن هذه الأخيرة تعتبر وهمية.⁽³⁾

❖ المطلب الأول :حالة عدم وجود الضرائب

ويقوم هذا المقترح على مجموعة من الافتراضات النظرية البحتة أهمها:⁽⁴⁾
-وجود سوق تتمتع بالمنافسة الكاملة، وتحكم تصرفات المتعاملين فيها المنطق الاقتصادي الرشيد.

-يتمتع المتعاملون في هذه السوق بالمعرفة الجيدة و الكاملة لأوضاع السوق بسبب توفر المعلومات لهم جميعا في الوقت نفسه.
-ليس هناك أية ضرائب على الأرباح الناجمة عن التعاملات في السوق.

1 يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر 2005 ، ص126.

(2) دادن عبد الغاني، و آخرون، مرجع سابق، ص5.

3) Jean barreau, jacqueline delahye, op.cit, p 157.

(4) يوسف قريشي، مرجع سابق، ص139.

-ليس هناك تكاليف لعقد الصفقات التي تتم في السوق و تنفيذها.

-يتصور جميع المتعاملين في السوق توقعات متماثلة بخصوص مستقبل أداء الأسهم.

وقد استخلص هذا المقترح من خلال استخدامه للبراهين الرياضية، إلى استنتاج مفاده أن

المؤسسات المتماثلة في كل أنشطتها وتتمايز في هياكل تمويلها، تتساوى في القيمة السوقية، و

بالتالي لن يؤثر الرفع المالي على القيمة السوقية للمؤسسات، كما ذهبت إلى ذلك النظرية

التقليدية

تكتب في هذه الحالة الصيغة العامة لأثر الرافعة كما يلي: ⁽¹⁾

$$R_f = R_e + (R_e - i) \cdot D/CP \dots\dots\dots(1)$$

حيث أن:

R_f : معدل مردودية الأموال الخاصة المفروض من طرف المساهمين، وبالتالي فهي عبارة عن

تكلفة الأموال الخاصة؛

فعلما أن :

$$CMP = R_f [CP/(CP+D)] + i[D/(CP+D)] \dots\dots\dots(2)$$

وبما أن CMP هي تكلفة رأس المال فإنه يمكننا تعويض R_f بقيمتها (حسب العلاقة (1))

وفي العلاقة (2) فنحصل على المعادلة: $CMP = R_e$

وعليه فإن تكلفة رأس المال عبارة عن معدل المردودية الاقتصادية الأدنى، و هي مستقلة

بالتالي عن الهيكل المالي.

يجدر بنا في هذا الصدد أن نشير إلى أن الاقتصاديين السابق ذكرهما قاما بإجراء دراسة على

مؤسستين متماثلتين و لهما نفس البيانات المالية، إلا أنهما مختلفتين من حيث الهيكل المالي،

لكنهما متماثلتين فيما يتعلق بمجموع الديون والأموال الخاصة، أي لهما نفس الحجم من

الأصول الاقتصادية.⁽²⁾

(1) داندن عبد الغاني، و آخرون، مرجع سابق، ص 5 .

2 Pierre Vernimmen, *op cit*, p 490 .

الفصل الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالية

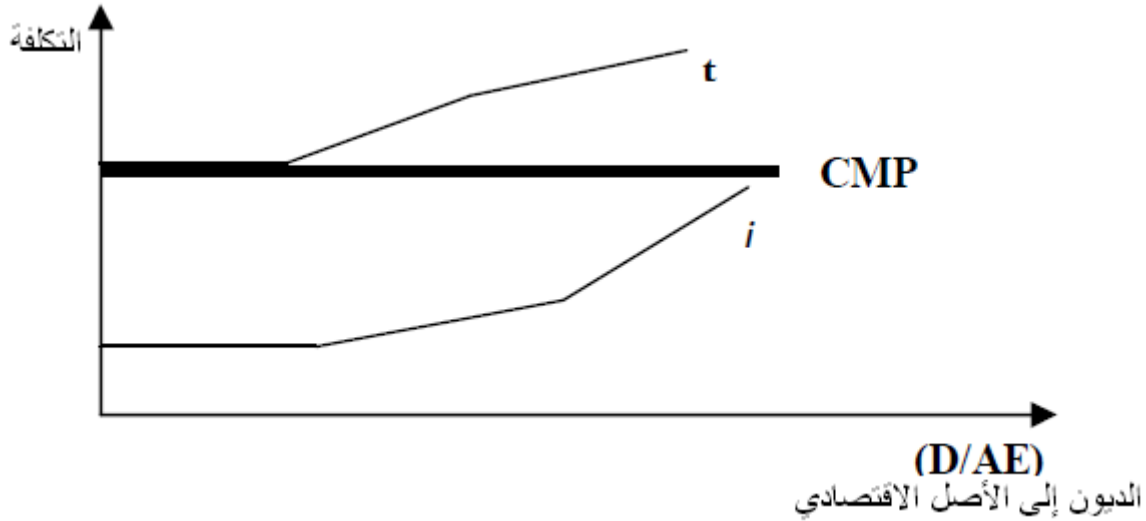
فيبرهن هذان الاقتصاديان على أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي، و بأنه إذا كان هناك اختلاف في قيمتي المؤسستين محل الدراسة، فإن المساهمين في رأس مال المؤسسة المعتمدة للاستدانة سيرون أنه من فائدتهم بيع أسهمهم و استبدالها بأسهم المؤسسة الأخرى التي لا تعتمد الاستدانة، مما يؤدي بالضرورة في الأخير إلى التماثل في قيمتهما.⁽¹⁾

و هذا ما أدى بهما فعلا إلى استخلاص النتيجة التالية:

أنه لا يؤثر الهيكل المالي للمؤسسة في قيمتها، كما أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي.⁽²⁾

والمنحنى البياني الموالي يبين ذلك:

الشكل 2-3: استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي



Source: Pierre Vernimmen, op cit, p492 .

❖ المطلب الثاني: حالة وجود الضرائب

1 Jean barreau, Jacqueline delahye, op cit, p 158 .

2 دادان عبد الغاني، و آخرون، مرجع سابق، ص 6 .

الفصل الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالية

يبني الاقتصاديين إجابتهما دائماً على تجربة المؤسستين كما ذكرنا سابقاً، ويضيفان هذه المرة فكرة حساب التدفقات السنوية التي سيستفيد منها الأشخاص الممولون أو المقرضون لكلاً من المؤسستين، والجدول التالي يوضح ذلك.

جدول رقم (2-1): التدفقات السنوية التي سيستفيد منها الأشخاص الممولون لمؤسستين

البيان	المؤسسة E1	المؤسسة E2
النتيجة الاقتصادية	R	R
المصاريف المالية	–	Di
النتيجة قبل الضريبة	$R(1-\Theta)$	$(R-Di)(1-\Theta)$
الأرباح القابلة للتوزيع	$R(1-\Theta)$	$(R-Di)(1-\Theta)$
-للمساهمين	–	$D/[R(1-\Theta)] + Di$
-للمقرضين		

Source : Jean barreau, Jacqueline delahye, op cit , P158

من خلال الجدول تساوي قيمة المؤسسة V_E القيمة المستحدثة للأرباح الموزعة، بمعدل استحداث يتمثل في المعدل المطلوب t_e من طرف المساهمين أو المقرضين، وذلك لعدد لا نهائي من السنوات n كما يلي:

المؤسسة E1

$$V_{E1} = R(1 - \Theta) \cdot (1 - (1 + t_e))^{-n} / t_e$$

ولما: $n \rightarrow \infty$

$$(1 + t_e)^{-n} \rightarrow 0$$

فإن:

$$V_{E1} = R(1 - \Theta) / t_e$$

المؤسسة E2

$$V_{E2} = R(1 - \Theta) \cdot (1 - (1 + t_e))^{-n} / t_e + D \cdot \Theta \cdot (1 - (1 + i))^{-n} / i$$

ولما: $n \rightarrow \infty$

$$V_{E2} = R(1 - \Theta) / t_e + D \cdot \Theta / i$$

فإن:

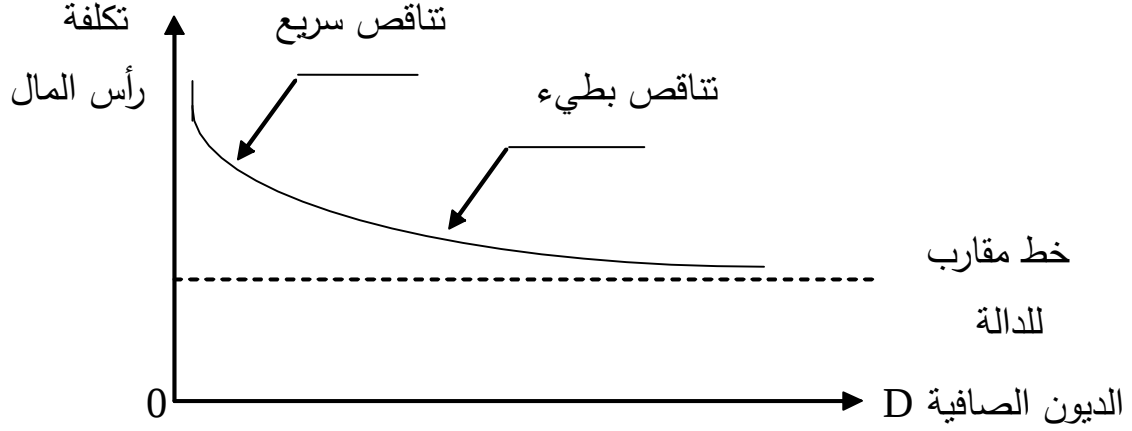
$$V_{E2} = V_{E1} + D \cdot \Theta$$

يسمى المقدار $D \cdot \Theta$ بالاختصار في الضريبة المحقق عن طريق الاقتراض خلال فترة لانهائية، و النتيجة أنه في حالة الخضوع للضريبة على الأرباح (وجود الضرائب) فإن قيمة المؤسسة المعتمدة للاقتراض تتساوي مع قيمة نفس المؤسسة في حالة عدم اعتمادها على الاقتراض، مضافا إليها مقدار الاختصار في الضريبة الناجم عن فوائد الديون الربوية.

وبالتالي فإن قيمة المؤسسة المعتمدة على الاقتراض تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على الاقتراض، إثر وجود عنصر الاختصار في الضريبة، مما يؤدي إلى وجود تفاوت في كل من قيمتهما في سوق الأموال الخاصة و في مردوديتهما المالية وبالتالي الاختلاف في تكلفة رأس المال. حيث أن تدني هذه الأخيرة تعني تعظيم قيمة المؤسسة و نموها، غير أنه في الواقع لا يوجد

حد أدنى لتكلفة رأس المال، فعلى عكس هذه الأخيرة فإنه يمكن وضع حد أدنى معين لحجم القروض. و الدالة الموالية تفسر ذلك.⁽¹⁾

الشكل 2-4: دالة تكلفة رأس المال المتناقصة



المصدر : دادن عبد الغاني و آخرون، مرجع سابق ، ص7.

و عليه أن تكلفة رأس المال هي دالة متناقصة، حيث ترتفع كلما قل حجم القروض و العكس صحيح. و بالتالي يمكننا تلخيص النظريتين السابقتين في الجدول التالي:

1 دادن عبد الغاني، و آخرون، مرجع سابق، ص، 7 .

الجدول (2-2): ملخص المنظوران الأساسيان لإمكانية وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة

النظرية	النتيجة
التقليدية	يوجد هيكل مالي أمثل يجعل تكلفة رأس المال أدنى ما يمكن، يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة.
MODIGLIANI & MILLER	انعدام الضرائب لا وجود لهيكل مالي أمثل.
	وجود الضرائب قيمة المؤسسة المعتمدة على الاقتراض تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على الاقتراض. -لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، لكن يمكن وضع حد أدنى للاقتراض.

Source: Jean barreau, Jacqueline delahye, **op cit**, p150.

يمتد موضوع اختيار الهيكل المالي للمؤسسة إلى أبعد مما سبق، حيث أنه في ظل تطور الأسواق المالية، و ظهور أشكال حديثة للتعامل في الأوراق المالية (اكتشاف وتطور ما يعرف باسم الأسواق المشتقة و الآجلة)، أصبح لهذا الموضوع علاقة وطيدة بما يسمى باختيارات الشراء والبيع، ومن ثم أضحت النظريات السابقة حول أمثلية الهيكل المالي تاريخية. فيرى الكاتب "Pierre Vernimmen" أن الهيكل المالي هو نتيجة لعدة تسويات معقدة، لذلك فهو يحدد مجموعة من العوامل لاختيار المؤسسة لهيكلها المالي طالما لا يوجد هيكل مالي أمثل، وهي⁽¹⁾.

(1) دادن عبد الغاني، و آخرون، مرجع سابق، ص 8، 9.

- محاولة الاحتفاظ بمرونة مالية ، بمعنى عدم كون المؤسسة مجبرة باختيار معين مستقبلا جراء قرار اتخذته سلفا.
- الأخذ في الحسبان الخصائص الاقتصادية للقطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة ومدى تطوره.
- وضعية المساهمين فيما يتعلق بعنصر المخاطرة (التداول / التشاؤم).
- وجود فرص أو قيود.

المبحث الثالث: النظريات الحديثة

تعتبر من النظريات الحديثة المفسرة للهيكل التمويلية و التي ظهرت في منتصف السبعينيات من القرن العشرين وهي تقوم على أساس نظرية الإشارة و نظرية الانقراض التدريجي لمصادر التمويل (نظرية التمويل التسلسلي).

المطلب الأول: نظرية التوازن

سنعرج على نظريتين هما: نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة.

❖ الفرع الأول: مدخل تكلفة الإفلاس : la théorie des coûts de faillite

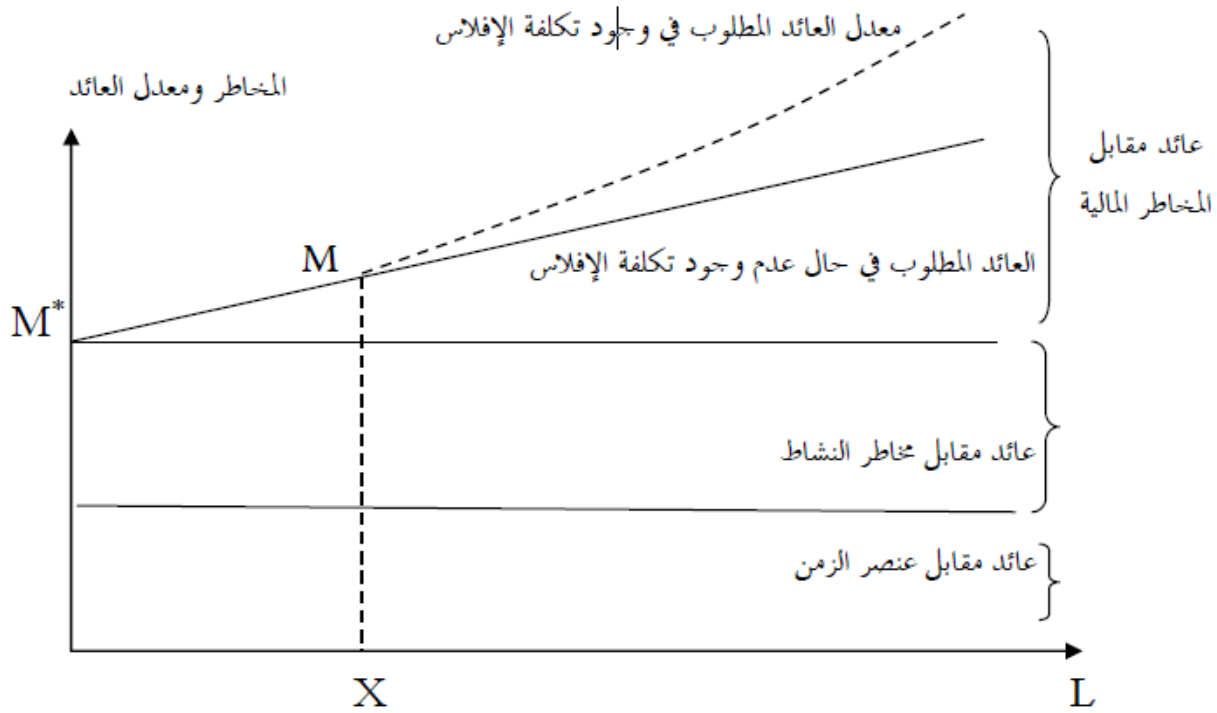
في حالة عجز المؤسسة عن سداد التزاماتها في تواريخ استحقاقها (الفوائد الربوية، أصل القرض)، يتخذ الدائنون إجراءات قانونية من شأنها أن تؤدي إلى إعلان إفلاس المؤسسة، كل هذا يخص المؤسسة التي تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة والاستدانة، أما المؤسسة التي تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة فقط، غير ملزمة أصلا بإرجاع قيمة الأسهم وحتى دفع التوزيعات إذا لم تقرر هي ذلك، مما لا يجعلها تتعرض لمثل هذه الإجراءات.⁽¹⁾

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 246

بحيث تتمثل تكاليف الإفلاس في تكاليف مباشرة تتمثل أساسا في المصاريف الإدارية، القانونية، أو تلك الخسائر الناجمة عن بيع الأصول الاقتصادية بأقل من قيمتها، وتكاليف غير مباشرة تتمثل في انخفاض أرباح المؤسسة لعدة أسباب مثلا عدم تمكنها من الحصول على تمويلات... الخ.⁽¹⁾ ويمكن تمثيل العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الاستدانة من خلال الشكل أدناه.

الشكل 2-5 : العلاقة بين المردودية المطلوبة من طرف المساهمين ونسبة الرفع المالي حسب

نظرية الإفلاس



المصدر : منير إبراهيم هندي، منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 199، ص 252.

يظهر من خلال الشكل أن العائد الذي يطلبه المساهمون في حال اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة فقط سوف يكون في النقطة (M^*) إلى أن تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة X أين يصبح

1)R.Castainias, Bankruptcy risk and optimal structure, journal of finance ,vol 05, Dec 1983, P1617.

معدل العائد المطلوب هو M ، وإذا تجاوزت نسبة الاقتراض النقطة X فسيرفع المقرضون من تكلفة الديون .

هذا ما يؤدي إلى نقل المخاطر من المقرضين إلى المساهمين وبالنتيجة ترتفع المردودية المطلوبة من قبل المساهمين، بنسبة أكبر مما كانت ستكون عليه في حال عدم وجود تكلفة الإفلاس.⁽¹⁾

نظرية تكلفة الإفلاس في وجود الضريبة:

مما سبق نجد أن الاعتماد على الاستدانة من شأنه أن يخفض من تكلفة رأس المال، لأنها مصدر تمويل منخفض التكلفة، كذلك بفضل ميزة الوفورات الضريبية، هذا هو الأثر الإيجابي للاستدانة على قيمة المؤسسة؛ إلا أنه عندما تصل الاستدانة إلى نقطة معينة، تبدأ تكلفة الإفلاس في الظهور بسبب مخاطر عدم السداد وتترجم بارتفاع التكلفة التي يطلبها كل من المساهمين والمقرضين.

بحيث يؤكد Taggart على الدور المهم الذي تلعبه تكاليف الإفلاس في اتخاذ قرار الاستدانة.⁽²⁾ كما يشير Brigham et Gapenski أن مخاطر الإفلاس، والتكاليف المصاحبة لها، تزداد كلما زاد الاقتراض.⁽³⁾

بحيث إذا كان $V_a(F)$ هو القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس، فيمكن صياغة قيمة المؤسسة المستدنة بالعلاقة الرياضية التالية⁴:

$$V_t = V_U + V_D - V_a(F)$$

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، مرجع سابق، ص252.

2) R.Taggart, **Corporate financing: too much debt?** , financial analysis journal, vol 42, May-June 1988, P38.

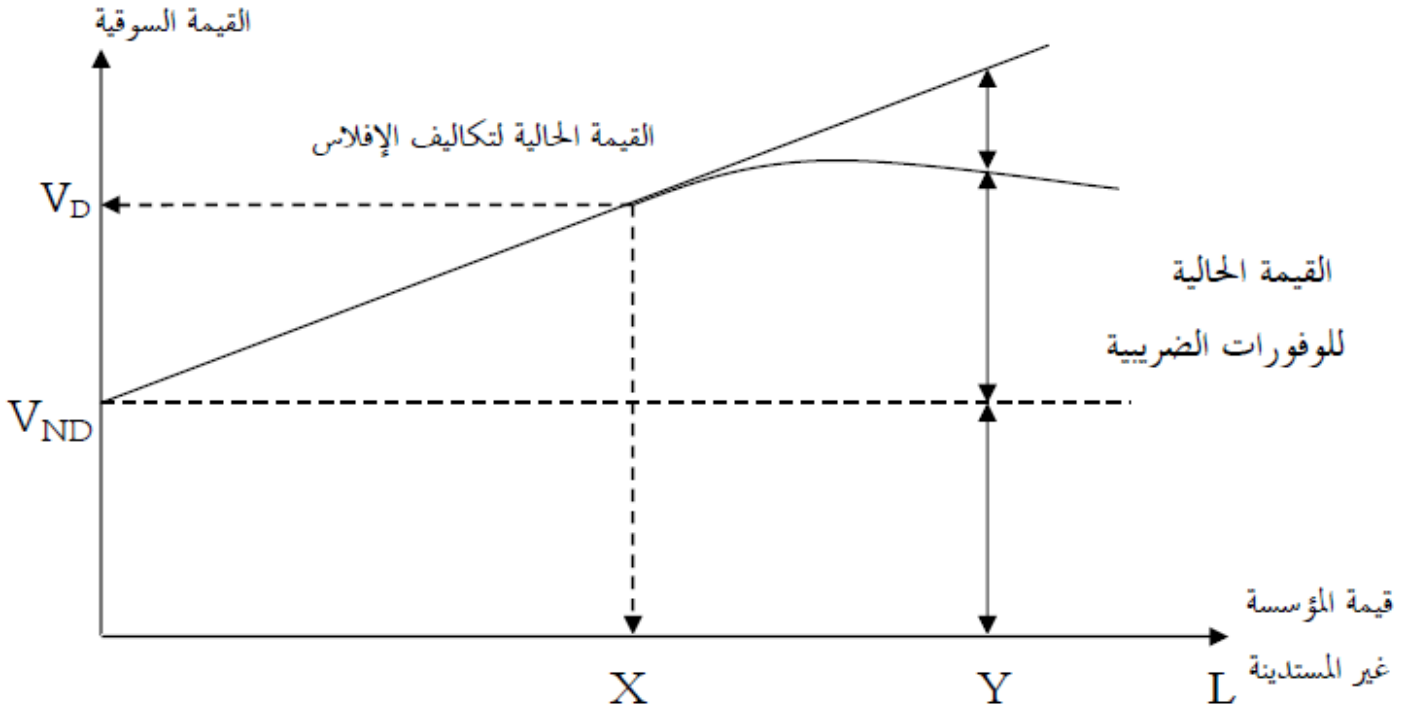
(3) مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية ، ص 166، موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي ، <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/%A8.pdf> : تاريخ الاطلاع 2015/04/25.

(4) مليكة زغيب، مرجع نفسه، ص166.

والشكل الموالي يوضح الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الإفلاس بوجود الضرائب:

الشكل 2-6: العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الرفع المالي حسب نظرية الإفلاس في وجود

الضرائب



المصدر: Pascal Barneto, Georges Gregorio, Op cit, p449

نلاحظ من خلال الشكل أنه كلما ارتفعت الاستدانة ارتفعت معها قيمة المؤسسة، بحيث يفسر ذلك إلى انخفاض تكلفة الأموال بفضل الوفورات الضريبية، وعدم وجود تكلفة الإفلاس، إلى أن تصل إلى النقطة X أين تبدأ مخاطر الإفلاس في الظهور، بحيث تواصل قيمة المؤسسة ارتفاعها بسبب انخفاض تكلفة الأموال، ولكن بنسبة أقل من ذي قبل، وعند وصولها إلى النقطة Y تبدأ قيمة

المؤسسة في الانخفاض، بسبب ارتفاع تكلفة الأموال، وتفسير ذلك أن قيمة تكاليف الإفلاس أصبحت تفوق قيمة الوفورات الضريبية. وعليه فإن الهيكل المالي الأمثل (نسبة الاقتراض المثلى) في ظل وجود تكاليف الإفلاس، تتحدد في النقطة Y والتي تكون تكلفة الأموال عندها في حدها الأدنى، وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى.⁽¹⁾

❖ الفرع الثاني: نظرية الوكالة la théorie de l'agence

أول الأبحاث في هذا المجال قام بها كل من Jensen و Meckling سنة 1976.⁽²⁾ وتعرف الوكالة بأنها عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة له وباسمه فيما يخص المؤسسة، بحيث يوجد هذا العقد بين المساهمين أو المقرضين، والمديرين، من خلال قيامهم بجزء من سلطاتهم، وكل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم منفعته الخاصة قبل المنفعة العامة⁽³⁾، ما يؤدي إلى ظهور تعارض وتناقض.⁽⁴⁾ إذ تهدف هذه النظرية إلى تقديم خصائص العقود المثلى والتي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل.⁽⁵⁾

وقد أشار الباحثان Jensen و Meckling إلى نوعين من تكاليف الوكالة:

(1) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 254 .

2) M.C.Jensen,W.H.Meckling , **Theory Of The Firm: Managerial Behavior Agency Costs And Ownership Structure**, Journal Of Financial Economics, October, 1976, P305-360.

3) Nizar Atrissi, **Les Déterminants de la Structure Financière**, www.fgm.usj.edu.lb/files/a22008.pdf, (consulté le 25/04/2015), p01.

4 Samira Rifki, Abdessadeq Sadq, **Op cit**, p16.

5) Ydriss Ziane, la structure d'endettement des petites et moyennes entreprises Françaises: **une étude sur donnés de panel**,

www.univorleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/doclyon/ziane.pdf, (page consultée le 26/04/2015), p04.

- **تكاليف وكالة الديون:** ناجمة عن تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين، وقد تتمثل

في: الخسائر الناجمة عن تأثير القرارات الاستثمارية للمؤسسة، التكاليف التي يتحملها الدائنون للرقابة على قرارات الإدارة، أو تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم.

- **تكاليف وكالة الأموال الخاصة:** تنتج من تعارض المصالح بين المساهمين والمديرين،

بحيث يتحملها المساهمون من أجل ردع تصرفات المديرين، والحد من انحرافات التسيير

(مثلا تحويل الموارد للمنافع الشخصية على حساب مصلحة الملاك).¹

وسواء نجمت تكلفة الوكالة عن تعارض المساهمين والمديرين، أو عن تعارض بين المساهمين والمقرضين، فإن العديد من الدراسات أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد مع زيادة نسبة الاستدانة في المؤسسة، ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمؤسسة.²

أي أن هذه الأخيرة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

هي القيمة الحالية لتكلفة الوكالة، فيمكن صياغة القيمة السوقية للمؤسسة في $V_a(A)$ وإذا كانت المعادلة التالية:⁽³⁾

$$V_t = V_U + V_D - V_a(F) - V_a(A)$$

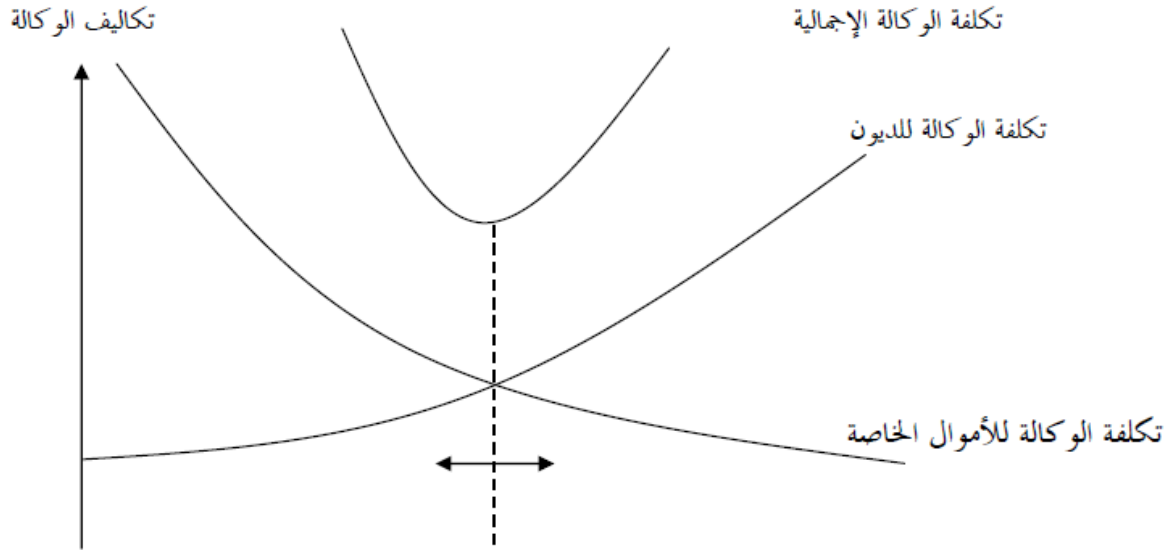
ويمكن تمثيل الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة في الشكل الموالي:

الشكل 2-7: الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة

1) M.Harris, A.Raviv, **The theory of capital structure**, Journal of Finance, vol 46, march1991, p300.

2) M.C.Jensen,W.H.Meckling , **Op cit**, p330 .

(3) مليكة زغيب، مرجع سابق، ص170.



المصدر: Ydriss Ziane, Op cit, p07

ويتضح من خلال الشكل أنه كلما زادت نسبة الاستدانة، انخفضت معها تكلفة الوكالة بالنسبة للأموال الخاصة، وبالمقابل ارتفاع في تكلفة الوكالة بالنسبة للديون، وبالتالي فإن الهيكل المالي الأمثل يتحدد عند النقطة X والتي تكون عندها مجموع تكاليف الوكالة سواء للديون أو للأموال الخاصة، في أدنى حد لها.⁽¹⁾

❖ المطلب الثاني: نظرية الإشارة la théorie du signal

تقوم هذه النظرية على فرضية انعدام التناظر في المعلومة l'asymétrie de l'information التي تتميز بها الأسواق المالية، إذا أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة

(1) زغود تير، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2009، ص 97.

معلومات حقيقية، كما تؤكد هذه النظرية على أن مسيري المؤسسات الأحسن الأداء هي التي تستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء، خصوصية هذه الإشارات هي صعوبة نشرها (تقليدها) من طرف المؤسسات الضعيفة الأداء.⁽¹⁾ تقترح هذه النظرية نموذجاً يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي، حيث يعتبر نموذج Ross 1977 و نموذج Leland et Pyle 1977 الأساس الذي بنيت عليه نظرية الإشارة.

▪ الفرع الأول: نموذج Ross 1977⁽²⁾

قدم Ross نموذج يعد الأساس في استخدام الهيكل التمويلي كمؤشر عن المعلومات الداخلية المتوفرة و غير المتاحة للمستثمرين الخارجين، حيث يفترض ثبات قرار الاستثمار و أن المسيرين على علم بشكل توزيعات الأرباح المستقبلية بخلاف المستثمرين، و أن المسيرين (المديرين) يكافئون إذا كان تقييم السوق للأوراق المالية للمؤسسة بأعلى من قيمتها الحقيقية بيد أنهم يعاقبون من قبل سوق رأس المال إذا ما تعرضت الشركة للإفلاس.

و بالتالي حسب هذه النظرية يستخدم المسيريون الديون من أجل إرسال إشارة إلى السوق المالي تخص نوعية المؤسسة، حيث ينظر المستثمرون للمستويات المرتفعة للديون كإشارة لارتفاع أداء المؤسسة، بمعنى آخر إذا أراد المسيريون التدليل على أن مؤسستهم ذات مردودية عالية فعليهم إصدار المزيد من الديون، و من شأن هذه العملية أن ترفع من القيمة السوقية للمؤسسة (تأثير إيجابي على أسعار الأسهم).

ولما كانت المؤسسات الأحسن أداء ترتفع فيها التكاليف الحدية المتوقعة للإفلاس عند أي مستوى للديون فإن مسيري المؤسسات الأقل أداء لن يستطيعوا تقليد المؤسسات الأحسن أداء بإصدار

1)Rifki Samira et Abdessadeq Sadq , Op.cit, p18.

(2) زغود تير، مرجع سابق، ص102.

المزيد إلى وجود علاقة ارتباط ايجابية بين قيمة المؤسسة و نسبة الاستدانة Ross من الديون، و من ثم خالص في الهيكل المالي، و كذلك وجود علاقة ارتباط ايجابية بين كل من قيمة المؤسسة و مستوى الديون واحتمال تعرض المؤسسة للإفلاس و أن أهمية تكاليف الإفلاس من شأنها تخفيض مستوى الديون .

▪ الفرع الثاني :نموذج Leland et Pyle 1977

اقترح Leland et Pyle نموذج للإشارات يقوم على أساس أن التغيرات في نسبة ملكية المديرين أو المسيرين للأسهم العادية للمؤسسة تعكس التغيرات في القيمة السوقية للمؤسسة، وتفسير ذلك أن المستثمرين في السوق المالي يدركون أن المسيرين يعلمون جيدا التدفقات النقدية المستقبلية، ومن منظور التنويع فإن المسيرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر يكون مكلفا لهم الاحتفاظ بنسبة عالية من الأسهم العادية للمؤسسة.

وبالتالي فالمسيرون يحتفظون بنسبة كبيرة من الأسهم إذا كانوا فقط يتوقعون تدفقات نقدية عالية بالنسبة للقيمة السوقية للمؤسسة، ولذلك فإن المستثمر الرشيد يعتبر ملكية المسيرين (المديرين) من الأسهم كمؤشر على المردودية المستقبلية للمؤسسة، و عليه حسب هذا النموذج فإن اللجوء إلى الاستدانة و الاحتفاظ بنسبة ملكية عالية من الأسهم (عدم إصدار المزيد من الأسهم) يكون كدليل على أن المؤسسة ذات مردودية عالية، أي أن هناك علاقة ارتباط ايجابية بين مردودية المؤسسة و مستوى الديون بالهيكل المالي .⁽¹⁾

❖ المطلب الثالث: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل Pecking Order Theory

قام مايترز في مقاله المشهور "The capital structure Puzzle" عام 1984، بنشر نظرية تعود جذورها للباحث جوردين دونالدسون (Donaldson G)، الذي أجرى دراسة ميدانية

1 زغود تير، مرجع سابق، صص 102، 103.

في عام 1961 ، خرج منها بنظرية تقوم على مفهوم عدم تماثل المعلومة *Asymétrie d'information* ، الذي يقصد به أن المسيرين تتوفر لديهم معلومات عن زبائنهم، الأخطار، وقيمة مؤسستهم أكثر من المستثمرين الخارجيين، فلما تعلن مؤسسة الرفع في المكافآت، يعتبر ذلك بمثابة إشارة لثقة المسيرين في الأرباح المستقبلية، وبالتالي رفع المكافآت هو نقل للمعلومة من المسيرين إلى المستثمرين، وهذا القول لا يتم إلا إذا كان المسيرين بحوزتهم معلومات منذ البداية.

عدم تماثل المعلومة من شأنه أن يتحكم في الخيار بين التمويل الداخلي والخارجي، وبين إصدار السندات والأسهم، بل يؤدي إلى ترتيب أنماط التمويل التي ستمول الاستثمار ، حيث يأتي التمويل الداخلي على رأسهم ، يليه التمويل بإعادة استثمار الأرباح، ثم إصدار السندات، وإصدار أسهم جديدة يأتي في المقام الأخير، ذلك أن اللجوء إلى هكذا تمويل يكون عندما تتجاوز المؤسسة قدرتها على الاستدانة، أي لما تصبح مهددة بالتكاليف المرتبطة بالعسر المالي، والمقفلة للمقرضين الحاليين للمؤسسة، ومديرها المالي.

▪ الفرع الأول: نماذج نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل: (1)

كما تمت الإشارة أعلاه، ففكرة الترتيب التسلسلي لمصادر التمويل ليست جديدة، إذ ظهرت بشكل واضح في الدراسة التي قام بها (Donaldson G) عام 1961، أين وصف فيها السلوك المالي للمؤسسات، وخلص إلى أنها عادة ما تمتنع عن إصدار الأسهم والاقتراض، إلا في حالة ما إذا تطلب استثمار أموالا تفوق التدفقات النقدية المتوفرة لديها ، ويرى هذا الباحث، كما سبق الذكر، بأن المؤسسات تعطي الأولوية في تمويل استثماراتها للتمويل الذاتي، ثم الاقتراض، واللجوء إلى الرفع في الرأس المال يأتي في المقام الأخير، هذا السلوك التمويلي تمت نمذجته من قبل (Mayers & Majluf) عام 1984.

حسب (Mayers & Majluf) عام 1984، يفسر المساهمون الجدد الرفع في الرأس المال كإشارة لوضعية سيئة يتولد عنها انخفاض قيمة المؤسسة، ورغم هذا ، يفضل المساهمون القدامى الاستثمار، بما أن ذلك قد يرفع من ثروتهم، تجنباً لتراجع أسعار الأسهم من مصلحة المسيرين استخدام مصدر آخر للتمويل، وفي ظل معيار عدم تماثل المعلومة ، ترتب أفضلية مصادر التمويل كالاتي: التمويل الذاتي، الديون بدون خطر، الديون الخطرة، ثم الرفع في رأس المال.

قد يؤدي سلوك التمويل بترتيب الأفضلية إلى صراع المصالح بين المساهمين والمسيرين، يسعى المسيرين إلى تفادي دور الديون في فرض الانضباط عليهم ، لذلك يفضلون التمويل الذاتي، من جهة أخرى يتحاشون التمويل بالرفع من رأس المال، لأن هذه العملية تتطلب موافقة المساهمين، وتلفت انتباههم ، وخصوصاً في حالة تراجع أداء الشركة.

حسب (Comell & Shapiro, 1987)، يهدف المسكرون إلى تعظيم قيمة المؤسسة، وبالنسبة للأطراف الأخرى (كالمقرضين والزبائن...) فيهدفون إلى تدنية الأخطار المرتبطة بشراء أو تمويل استثمارات نوعية ، ويتطلب تحقيق تلك الأهداف حسب هذين الباحثين، تدنية تكاليف العقود الضمنية، ولتدنية هذه الأخيرة، من مصلحة المؤسسة ألا تستنفد قدرتها على التمويل الذاتي وعلى الاستدانة قبل التاريخ الذي يتوجب عليها اللجوء لمثل ذلك النوع من العقود، لأنه في تلك الأثناء، قد يصبح إصدار الأسهم جـ مكلف، ومن ثم ترتب الأولوية في التمويل تظل قائمة: التمويل الداخلي، الاقتراض والرفع في رأس المال كآخر ملجأ.

يفترض (Williamson) في نموذج عام 1988، بأنه بغرض استمرارية العلاقة التعاقدية بين الأطراف (مساهمين ، مسيرين ومقرضين)، لابد من القيام بتعديلات توقعية Adjustements Ex-post على الدوام، في هذا الصدد ، لا تعد الاستدانة والرفع من رأس المال كمصادر للتمويل فقط، بل وسائل تسمح بتحقيق تلك التعديلات، وإذا كان الأصل نوعياً، فإن الرفع من

رأس المال (بإصدار كمية محدودة من الأوراق المالية) ، أكثر فعالية من الاقتراض من أجل تحقيق تعديلات في العقود التي تربط المؤسسة بحاملي الأموال ، لأنه في حالة ما إذا كان الاستثمار نوعيا ، كمشروع البحث والتطوير ، فإن المساهمين سوف يكونون أكثر تساهلا من المقرضين في كون المشروع لا يفرز المردودية في الآجال المتوقعة ، بالمقابل إذا كان الأصل ليس نوعيا ، فالاستدانة تبدو صيغة أكثر ملائمة وبساطة للتمويل .

إذا حسب هذا الباحث ، تبقى خصوصية الأصل ميزة المفتاح المفسرة لاختيار نمط التمويل والهيكلية المالية ، كما يرى بأنه خلافا للمقاربة الاتفاقية Approche Conventionnelle التي تعتبر المؤسسة في البداية ممولة بالكامل بالأموال الخاصة ، بعدئذ تبحث عن مبررات للاقتراض ، بل يجب اعتبار الديون كأداة " طبيعية " للتمويل والأموال الخاصة كحل يلجأ إليه في الأخير .

في نموذج Myers S لعام 1990 ، تصور المؤسسة ككتل Coalition تسعى إلى الزيادة في حجم الأموال الخاصة ، وفي الفائض المنظماتي (أي قدرتها على توزيع إكراميات للمستخدمين) ، وفي هذا الإطار سوف تفضل الزيادة في رأس المال على الاستدانة . بين هذا الكاتب ، أن الفائض يزداد بزيادة رأس المال وليس الاستدانة ، ولكنه ضبط تلك الزيادة بحدود ، إذ يرى بأن المؤسسة تفضل الاحتفاظ بالأرباح لتمويل استثماراتها على الرفع من رأس المال الذي يجبرها ضمنا على توزيع مكافآت إضافية ، وعليه تفضل المؤسسات التمويل الذاتي على الزيادة في رأس المال ، بذلك خلص مايرز إلى أن كل مؤسسة تطبق ترتيبا في تمويلاتها على النحو التالي : التمويل الذاتي أولا ، يليه الرفع في رأس المال ، ثم الاقتراض كملاذ أخير ، وهو ما يتناقض مع نموذج Mayers & Majluf لعام 1984 .

وفي نفس الإطار ، سمحت نماذج أخرى بالإثبات على أن نموذج Mayers & Majluf لعام 1984 ، قد لا يكون سليما ، لما يكون للمؤسسات خيارات تمويلية إضافية ، ولعل من بينها

نموذج Brennan & Kraus سنة 1987، الذي أضاف إلى الخيارات التمويلية كون المؤسسات قد تصدر ديونا ولكنها ليست فعلية (لا تتحقق فعليا)، ويتبع ذلك ، نموذج Noe سنة 1988، إذ يرى بأن قرار إصدار الشركة للأوراق المالية قد يتحكم فيه السوق، وذلك عندما لا تحد استجابة للأوراق التي أصدرتها، وفي الأخير نموذج Constanitnides & Grundy سنة 1989، الذي غير في نموذج Mayers & Majluf ، بحيث يمكن للمؤسسات إصدار أوراق مالية مقصودة وإعادة شراء أموال خاصة موجودة.

■ الفرع الثاني: نتائج نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل :

تتمثل نتائج ترتيب أفضلية مصادر التمويل في :

1-تفضل المؤسسات التمويل الداخلي (التمويل الذاتي)

2-تضبط المؤسسات معدلات توزيع مكافآت رأس المال تبعا لفرصها في الاستثمار، تفاديا للتغيرات المفاجئة في قيمة تلك المكافآت.

3- لما تنتهج مؤسسة سياسة صارمة في توزيع المكافآت آخذة بعين الاعتبار التقلبات المفاجئة في المردودية وفي فرص الاستثمار، فإن الأموال المتولدة تكون أحيانا أكبر بكثير من احتياجات الاستثمار، وأقل منها أحيانا أخرى، ففي حالة ما إذا كانت أكبر، تستغل المؤسسة الفائض في تسديد ديونها أو توظيفها في أوراق مالية سهلة التسويق.

عند عدم كفاية موارد التمويل الداخلية، وكان اللجوء إلى التمويل الخارجي ضرورة، فإن إصدار أوراق مالية بدون خطر يأتي في المقام الأول، وإن لم يكن في المتناول الاستعانة بالاستدانة الكلاسيكية، تكون الأفضلية لإصدار السندات الأقل خطرا نحو الأكثر خطرا،

ثم الأوراق المالية الهجينة كالسندات القابلة للتحويل، وفي حالة عدم كفاية الأموال السالفة الذكر، فإن الرجوع إلى إصدار الأسهم يكون في المقام الأخير.

حسب هذه النظرية، لا وجود لنسبة استدانة مستهدفة محددة، وهذا لوجود نوعين من التمويل بالأموال الخاصة، إحداها داخلي، يقع في قمة الهرم أو الترتيب، والآخر خارجي يلجأ إليه كخيار أخير، وأن الاستدانة بالنسبة لكل مؤسسة تعكس احتياجها المتراكم للتمويل الخارجي. تفسر هذه النظرية كيف أن المؤسسات الأكثر مردودية عموما أقل اقتراضا، إذ يعزى ذلك إلى عدم احتياجها لأموال خارجية، وليس السبب انخفاض نسبها المثلث للاستدانة، في حين المؤسسات الأقل مردودية تستدين، وهذا راجع إلى عدم كفاية الأموال الداخلية لتمويل مشاريعها الاستثمارية، من جهة أخرى الاقتراض يأتي في قمة أفضليات التمويل الخارجي. تفترض هذه النظرية كذلك، أن الوفورات الضريبية المتولدة عن فوائد القروض الربوية تمثل آثارا ثانوية، وأن نسب الاستدانة تتغير لما يكون هناك عدم توازن بين التدفقات النقدية الداخلية، مكافآت رأس المال الموزعة، وفرص الاستثمار الحقيقية، فالمؤسسات التي تتمتع بمردودية جيدة والتي لها فرص محدودة للاستثمار تميل إلى نسب الاستدانة الضعيفة، بالمقابل المؤسسات التي لها فرص استثمار تفوق الأموال المفزة داخليا عرضة للاقتراض أكثر فأكثر. تشرح هذه النظرية أيضا، العلاقة العكسية بين المردودية والرفع المالي لمؤسسات تنتمي إلى نفس القطاع، على افتراض أنها تستثمر عموما من أجل مسايرة نمو قطاعها، لذلك يجب أن تكون معدلات الاستثمار متماثلة داخل القطاع. وفي حالة ثبات مكافآت رأس المال المدفوعة، فإن المؤسسات القليلة المردودية سوف تكون لها أموالا داخلية قليلة وبالتالي تكون الأكثر اقتراضا. تسمح نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل بتوقع تغيرات نسب استدانة للمؤسسات التي بلغت مرحلة النضج: ارتفاع النسب في حالة تسجيل مؤسسة خسائر مالية، وانخفاضها في حالة تسجيل فوائض.

غير أن هذه النظرية لم تشرح سبب الاختلاف في نسب الاستدانة لمؤسسات تنتمي إلى نفس القطاع، فمثلا نجد نسب المديونية جد ضعيفة في الصناعات ذاك التكنولوجيا العالية، والصناعات القوية النمو، حتى وإن كان احتياجها للأموال الخارجية معتبرا، وقطاعات أخرى ناضجة ومستقرة كقطاع الكهرباء على سبيل المثال، لا تستخدم التدفقات النقدية المعتبرة التي تتمتع بها في سداد ديونها، وإنما توجه تلك السيولة لدفع مكافآت رأس المال ذات المعدلات المرتفعة للمستثمرين.

■ الفرع الثالث: نظرية عدم تماثل المعلومات Asymmetric Information :

جاءت هذه النظرية لمايرز لتفسير نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، التي تقوم على فرض عدم كمال السوق المالي، وعدم تماثل المعلومات بين المؤسسة والسوق، إذ يفترض مايرز بأن المسيرين بحوزتهم معلومات أكثر من المستثمرين، وبالتالي إصدار أسهم جديدة قد لا يكون في خدمة المساهمين الحاليين إلا في بعض الحالات، كحالة توفر فرصة استثمارية للشركة، لا يمكن تأجيلها، تتوقع منها تحقيق أرباحا كبيرة، أو حالة توفر معلومات في غير صالح الشركة. تقضي نظرية عدم تماثل المعلومات بأن التمويل بالأموال المقترضة، يعد أفضل كثيرا من التمويل بإصدار أسهم عادية، ليس بسبب الوفورات الضريبية على فوائد القروض الربوية، ولكن بسبب التأثير السلبي لإصدار الأسهم العادية على الملاك القدامى، فإصدار الأسهم العادية لا ينبغي أن يكون إلا في حالة وجود فرصة استثمارية غير عادية لا ينبغي فواتها، أو لأن الإدارة تدرك أن المستقبل غير مبشر، وأن إصدار أسهم جديدة سيكون في صالح حملة الأسهم الحاليين، بل وتقضي النظرية بالاعتماد كلما أمكن على الأرباح المحتجزة في التمويل، قبل اللجوء إلى الأموال المقترضة، وحتى إذا لجأت إلى الاقتراض، فلا ينبغي أن تصل إلى النقطة التي توصي بها نظرية العلاقة التوازنية، أما السبب فيمكن في الإبقاء على طاقة افتراضية

احتياطية، يمكن استخدامها في الظروف الطارئة، حتى لا تضطر المؤسسة إلى استخدام البديل غير المرغوب، المتمثل في إصدار أسهم عادية جديدة.

خاتمة الفصل الثاني:

تم التطرق في هذا الفصل إلى أهم النظريات المفسرة للهيكل المالية ومما سبق نجد أن هناك جدلا كبيرا حول مدى تأثير الهيكل المالي على تكلفة الأموال، فبينما توصلت المقاربة التقليدية إلى أن هناك هيكل مالي أمثل يرفع من قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى من خلال تدنية التكاليف، جاء نموذج Modigliani et Miller سنة 1958 ليؤكد أن تكلفة الأموال تظل ثابتة مهما اختلفت تركيبة الهيكل المالي، وأن هذه الأخيرة مستقلة تماما عن قيمة المؤسسة، إلا أن الباحثان وفي سنة 1963 نشرا مقالة تصحيحية، أسقطا من خلالها فرضية عدم وجود الضرائب، وخلصا إلى أن قيمة المؤسسة المستدينة تفوق قيمة المؤسسة غير المستدينة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

وبعد ذلك ظهرت نظرية الإفلاس والتي توصلت إلى أنه بإمكان المؤسسة الاستدانة ولكن هناك نقطة (نسبة استدانة مثلى) تبدأ فيها تكلفة الإفلاس بالظهور، وبالتالي فإن الهيكل المالي الأمثل يتم الحصول عليه عن طريق إحداث التوازن بين الوفورات الضريبية وتكاليف الإفلاس.

الفصل الثالث

دراسة حالة مؤسسة

مطاحن الحضنة

تمهيد:

تدعيما لما تم تناوله في الجانب النظري من خلال الفصلين السابقين ، نقوم بدراسة حالة إحدى المؤسسات الجزائرية التابعة للقطاع العام وهي مطاحن الحضنة، والتي سيتم التعريف بها من خلال هذا الفصل حسب المعلومات المتوفرة؛ وسنحاول دراسة العوامل المحددة لهيكلها المالي باستخدام المعلومات المحاسبية المتضمنة في قوائمها المالية للفترة (2012-2014). ومن أجل الإلمام بهذا الفصل تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: تقديم عام للمؤسسة محل الدراسة

المبحث الثاني: عرض القوائم المالية لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)

المبحث الثالث: السلوك التمويلي لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)

المبحث الأول: تقديم عام للمؤسسة محل الدراسة

قبل أن نتطرق إلى مؤسسة محل الدراسة وهي مؤسسة مطاحن الحضنة -المسيلة-، والتي تعتبر كفرع من فروع أو كوحدة من وحدات المؤسسة الأم، لابد أن نلقي بإطلالة على المؤسسة الأم.

المطلب الأول: تقديم المؤسسة الأم - الرياض سطيف -

بعد أن تحصلت الجزائر على استقلالها بدأت في تأميم المؤسسات، وفي سنة 1965 وبالضبط في 25 مارس تم تأميم جميع القطاعات الخاصة بالطن وأصبحت تسمى المؤسسة الوطنية للدقيق والطن غير أن دورها آنذاك كان مقتصرًا على صلاحيات الإدارة العامة الذي عهدته، وكذلك وضع خطة لتجديد المصانع الضرورية ووضع وحدات أخرى في بعض المناطق، وفي سنة 1982 إثر إعادة الهيكلة للمؤسسة الوطنية للدقيق والطن "سمباك" انبثقت منها خمسة مؤسسات رئيسية موزعة على التراب الوطني، ودورها تغطية الولايات المجاورة لها في توزيع مختلف منتجاتها، وهذه المؤسسات هي:

- مؤسسة الرياض بسيدي بلعباس

- مؤسسة الرياض بالجزائر العاصمة

- مؤسسة الرياض بتيارت

- مؤسسة الرياض بقسنطينة

- مؤسسة الرياض بسطيف

وبموجب المرسوم التنفيذي رقم 367/32 بتاريخ 1982/11/27 نشأت المؤسسة الصناعية للحبوب ومشتقاتها بسطيف "الرياض"، وفي 1990/04/02 اتخذت شكل شركة مساهمة برأس مال 50.000.000,00 دج، حيث نجد تركيبة رأسمالها الاجتماعي تتكون من:

- 80%: الشركة القابضة العمومية الزراعية الغذائية.

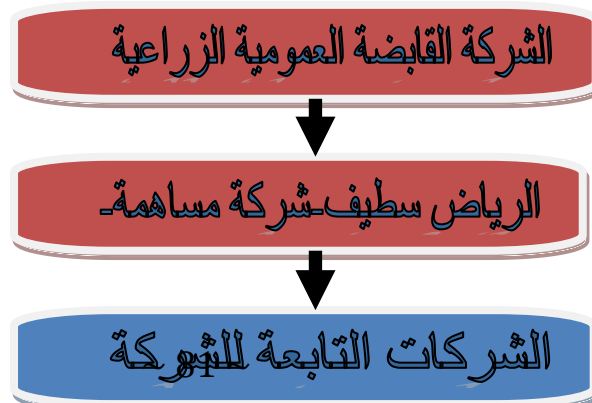
الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة – المسيلة-

- 11%: المؤسسات المالية والبنوك وشركات التأمين.

- 09%: أشخاص طبيعيين.

ويمكن النشاط الأساسي لمجمع الرياض سطيف في تحويل الحبوب (القمح الصلب واللين) وإنتاج وتسويق المواد المشتقة كالسميد، الدقيق، العجائن الغذائية والكسكسي، ويمتلك المجمع عدة وحدات موزعة على عدة ولايات منها (سطيف، المسيلة، برج بوعريريج، بجاية، بسكرة، ورقلة) ويمكن توضيح اختصاصات الشركات التابعة لرياض سطيف في الشكل التالي:

شكل رقم(3-1): الهيكل التنظيمي " لرياض سطيف "





المطلب الثاني: تقديم المؤسسة محل الدراسة- مطاحن الحضنة -

1- نشأة مطاحن الحضنة بالمسيلة:

انشأت مطاحن الحضنة بالمسيلة بتاريخ 1997/10/02 في إطار إعادة هيكلة مؤسسة الصناعات الغذائية من الحبوب ومشتقاتها بسطيف إلى مجمع "الرياض سطيف"، وتبلغ المساحة الإجمالية لمطاحن الحضنة 30.775 م² منها 12.555 م² مغطاة.

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة - المسيلة-

وتقع مؤسسة مطاحن الحضنة - المسيلة - في الشمال الشرقي لولاية المسيلة، وذلك بمحاذاة طريق برج بوعريريج، وتحوز المؤسسة على:

- مطحنة السميد والدقيق، أنجزت من طرف الشركة السويسرية "Buhler" بتكلفة انجاز قدرت بـ 220.915.480,55 دج، وكان تاريخ بداية استغلالها سنة 1981 بقدرة إنتاجية 2000 قنطار يوميا (1000 قنطار من القمح الصلب و 1000 قنطار قمح لين)، وارتفعت القدرة الإنتاجية إلى 3000 قنطار يوميا سنة 1999 بزيادة 500 قنطار قمح صلب و 500 قنطار قمح لين وقدرت تكلفة رفع القدرة الإنتاجية حوالي 242.202.253,51 دج.

2- أهداف المؤسسة:

تنشط المؤسسة في بيئة تسودها منافسة قوية وشديدة يشكلها 24 منافس لها داخل تراب الولاية لهذا فان المؤسسة تسعى إلى تحقيق مجموعة من الأهداف المستقبلية، ومن أهم هذه الأهداف:

- تعظيم الربح الناتج عن الفرق بين سعر البيع والتكلفة النهائية.
- زيادة الإنتاجية عن طريق الاستعمال الأمثل لوسائل الإنتاج وتحسين نوعيتها.
- محاولة تقديم سلع ذات جودة عالية.
- التسيير الأحسن للموارد البشرية في المؤسسة.
- تمويل السوق المحلية بالمنتجات الوطنية.
- سد حاجات المستهلك من مادتي السميد والفرينة.
- المساهمة في بناء وتطوير الاقتصاد الوطني.

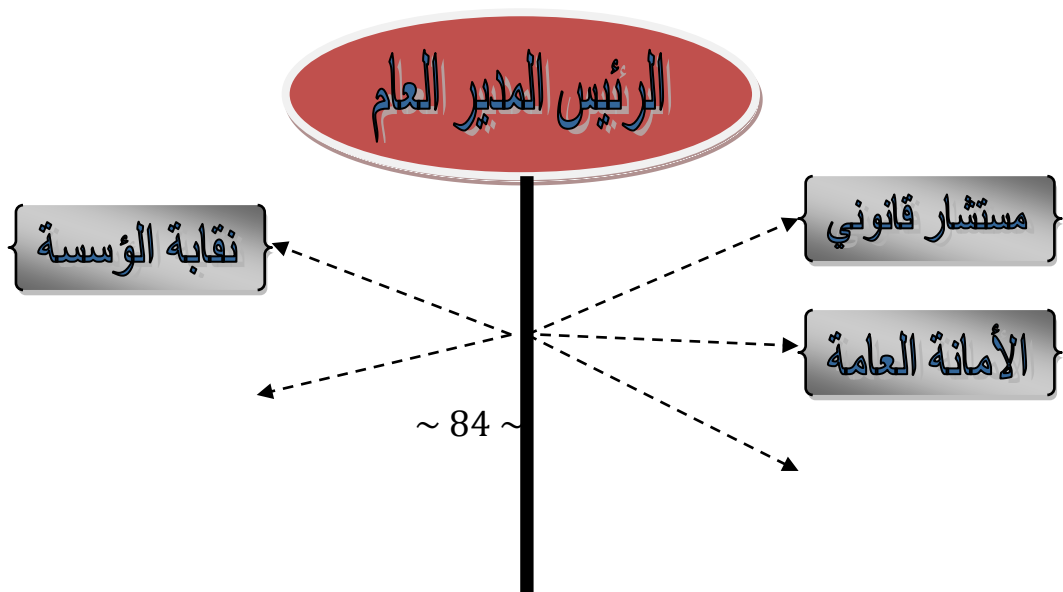
الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة - المسيلة-

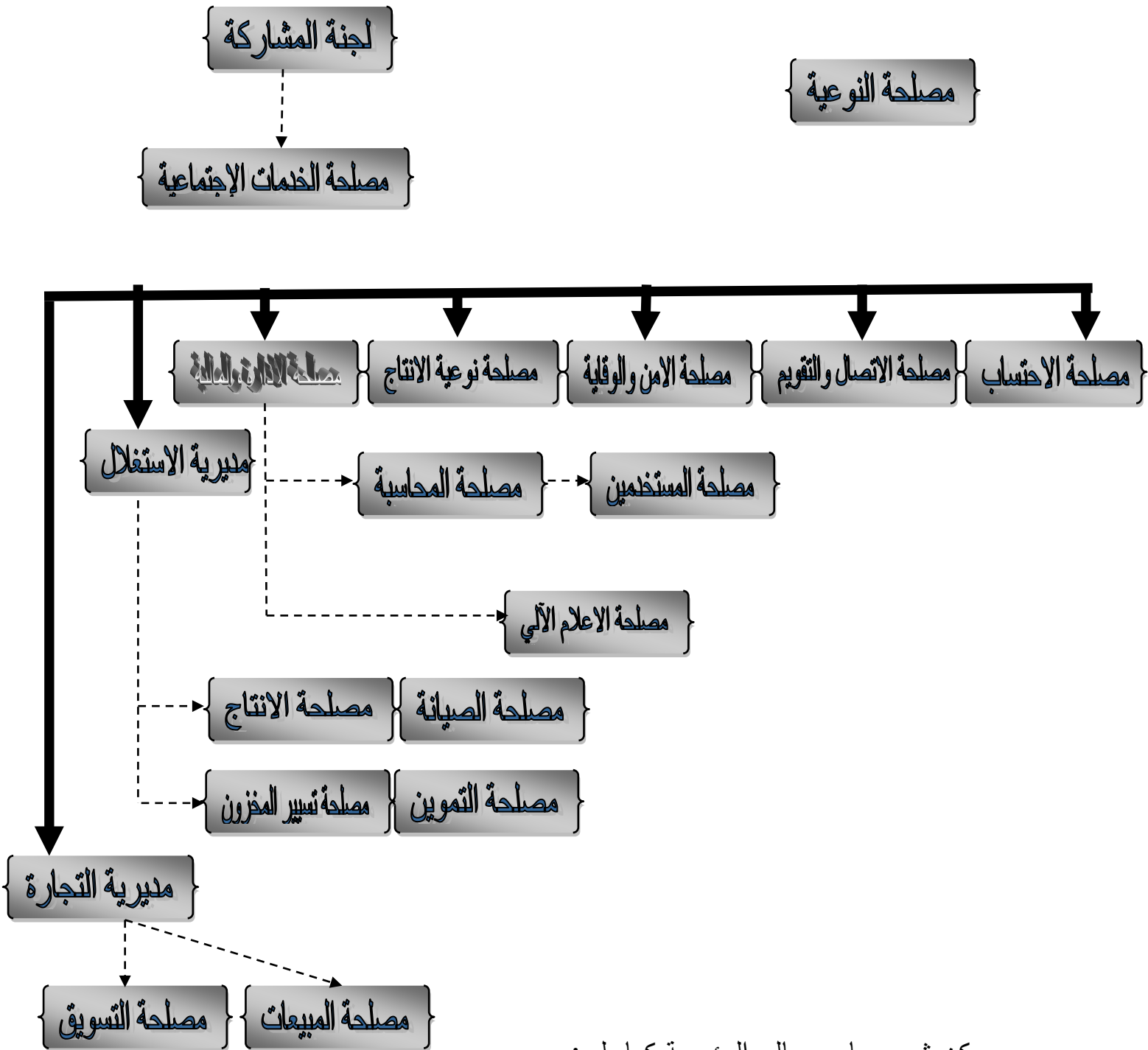
- خلق جو تنافسي على مستوى الوحدة.
- الطموح إلى خلق جو تنافسي خارجي لزيادة كمية الإنتاج وتسويقه.
- محاولة كسب رضا الزبائن والحصول على ولائهم بأقل تكلفة وبجودة عالية.
- محاولة القضاء على المشاكل داخل المؤسسة مثل: مشاكل الإنتاج، التوزيع.
- الحصول على أفضل نقاط بيع داخل الولاية وخارجها.

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمطاحن الحضنة

إن الهيكل التنظيمي للوحدة ما هو إلا وسيلة للإعلام يمكننا من خلاله معرفة تقسيم العمل والتركيب الإداري ،مصالح وفروع هذه الوحدة وهو ما يساعدنا على تحديد الاختصاصات حتى نستخلص فكرة عامة عن هذه المؤسسة، ويمكن توضيح الهيكل التنظيمي للوحدة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-2): الهيكل التنظيمي لمطاحن الحضنة





يمكن شرح مهام مصالح المؤسسة كما يلي:

الرئيس المدير العام:

يتكفل الرئيس المدير العام بإدارة جميع شؤون الوحدة والتنسيق بين مختلف المصالح المتواجدة بالوحدة وكذلك التنسيق بين الوحدة ومثيلاتها من نفس القطاع والاتصال بجميع السلطات المعنية بنشاط الوحدة، وهو يقوم بتنفيذ المهام التالية:

- الاتصال بكل السلطات المعنية بنشاط المؤسسة.
- التنسيق بين الوحدة ومثيلاتها من نفس القطاع.
- يقوم بالربط بين جميع الدوائر.
- يقوم بإعلام الرئيس المدير العام برياض سطيف بالوضع الإنتاجية والمالية للمؤسسة.

وتنقسم المصالح التابعة للمدير العام إلى:

- **الأمانة العامة:** تابعة للمدير العام ومكلفة بتسجيل البريد الصادر والوارد وطبع المراسلات الصادرة عن المديرية العامة.
- **مسؤول ضمان النوعية:** مكلف بمتابعة نوعية الإنتاج وفقا للمعايير المحددة سواء كانت هذه المعايير قانونية متمثلة في الكمية والتغليف أو معايير إنتاجية متمثلة في الجودة.
- **المحاسب:** يقوم بتسجيل ومراقبة كل العمليات المتعلقة بالنشاط التجاري للمؤسسة، وتسيير جميع العمليات المحاسبية .
- **المستشار القانوني:** يقوم المدير العام باستشارته أو بمناقشته في القرارات التي سوف تصدرها المؤسسة وذلك لتفادي الوقوع في أي خطأ قانوني، وهو المحامي لدى المؤسسة والمكلف بالمنازعات التي تدخل فيها الشركة، سواء كانت بين المؤسسة ومورديها أو زبائنهما.
- **مكتب مساعد الأمن والوقاية:** ومهمته حماية المؤسسة داخليا وكذا الوقاية، خاصة من ناحية الحرائق السرقة وحركة مختلف وسائل النقل في الوحدة وحمايتها من مختلف الأخطار.

❖ مديرية الإدارة والمالية، الاستغلال، والتسويق :

- **مديرية التسويق:** وهي مديرية حديثة النشأة بعدما كانت مصلحة تابعة لمديرية الاستغلال وتشرف هذه المديرية على توزيع جميع المواد المنتجة عبر المراكز الموجودة تحت تصرفها (المسيلة، بوسعادة، عين الملح) كما لها نقاط بيع محلية.
- **مديرية الإدارة والمالية:** وتنقسم إلى ثلاث مصالح هي:
 - أ. مصلحة المحاسبة والمالية: يقع على عاتقها تسجيل كل العمليات المتعلقة بالنشاط التجاري مع الوحدات، التقييد المحاسبي وإعداد القوائم المالية، المشاركة في إعداد البرامج المالية والميزانيات التقديرية.
 - ب. مصلحة الموارد البشرية: تهتم بالشؤون الإدارية للعمال وبكيفية تنظيم الموارد البشرية داخل الوحدة بكيفية تتماشى مع متطلبات العمل.
 - ج. مصلحة الوسائل العامة: ومن مهام هذه المصلحة متابعة جميع الأشغال والتزميمات التابعة للوحدة.
 - د. مكتب الإعلام الآلي: له علاقة بكل ما يتعلق بوسائل الإعلام الآلي ومتطلباته.
- **مديرية الاستغلال:** وهي مسؤولة عن إدارة كل المراحل التي يمر بها المنتج من شراء، صيانة تموين، وإنتاج وتنقسم بدورها إلى أربعة مصالح هي:
 - أ. مصلحة التموين: من مهامها شراء الحبوب والمواد الأولية التي تدخل في عملية الإنتاج وتزويد مختلف المصالح والمديريات بالتجهيزات الخاصة بالتنظيم والإنتاج.
 - ب. مصلحة الصيانة: ويشغلها رئيس المصلحة ومهمته إصلاح العطب الخاص بآلات الإنتاج وضمان تشغيل هذه الأجهزة 24/24 سا.
 - ج. مصلحة تسيير المخزونات: تتكفل بتخزين المواد الأولية والمنتجات ودورها الرئيسي هو تسجيل حركة المخزون والقيام بعملية الجرد الشهرية والسنوية.

د. مصلحة الإنتاج: تهتم برسم وتنظيم مخطط الإنتاج وعمليات تنفيذه في ورشات الإنتاج والعمل على احترام كل مراحل الإنتاج وطرق تنفيذها محددة علميا.

المبحث الثاني: عرض القوائم المالية لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة

(2014-2012)

من خلال هذا المبحث سنحاول عرض أهم القوائم المالية لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2014-2012)، والمتمثلة في الميزانية، جدول حسابات النتائج.

المطلب الأول: عرض الميزانية

تتكون ميزانية المؤسسة من جانبين أساسيين هما: الأصول والخصوم، فالأصول تمثل استخدامات الموارد المالية التي تحصل عليها المؤسسة، أما الخصوم فتتمثل الموارد المالية التي هي تحت تصرف المؤسسة.

1. جانب الأصول لميزانية المؤسسة:

الجدول رقم (3-1): جانب الأصول لميزانية مؤسسة مطاحن الحضنة للفترة

الوحدة: دج

(2014-2012)

المبالغ الصافية			البيان
2014	2013	2012	أصول غير جارية

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة – المسيلة-

23.130,70	46.261,39	69.392,09	تثبيات غير عينية
1.249.237.748,03	1.212.026.257,90	1.231.010.171,59	تثبيات عينية
255.898.153,36	255.898.153,36	255.898.153,36	الأراضي
915.641.126,65	934.077.675,15	952.575.567,74	المباني
22.858.585,47	14.968.096,60	17.957.806,28	المنشآت التقنية، المعدات والأدوات الصناعية
54.839.882,55	7.082.332,79	4.578.644,21	تثبيات عينية أخرى
			تثبيات في شكل امتيازات
481.992.211,17			التثبيات الجاري انجازها
18.800,00	18.800,00	18.800,00	تثبيات مالية
			سندات الفروع المنتسبة
			المساهمات والديون الدائنة الأخرى
			السندات المثبتة الأخرى
18.800,00	18.800,00	18.800,00	القروض والأصول المالية الغير جارية الأخرى
11.880.809,56	10.741.976,43	10.497.385,17	الضرائب المؤجلة على الأصول
1.743.152.699,46	1.222.833.295,72	1.241.595.748,85	مجموع الأصول غير الجارية
169.259.857,95	80.194.647,80	178.514.391,22	<u>أصول جارية</u>
			منتجات قيد التنفيذ
118.885.219,44	21.276.827,23	129.041.497,63	المواد الأولية واللوازم
46.681.865,05	42.519.129,76	44.599.117,83	التموينات الأخرى
3.692.773,46	16.398.690,81	4.873.775,76	المخزونات من المنتجات
			مخزونات أخرى
56.374.478,05	45.838.009,99	441.296.671,44	ديون واستخدامات مماثلة
			ديون على الضرائب الزراعية
		394.694.700,39	ديون ضمن المجموعة
21.051.573,30	9.228.457,63	14.979.931,86	الزيائن
9.778.716,59	18.015.840,14	6.420.344,53	مدينون آخرون
25.544.188,16	18.593.712,22	25.201.694,66	ضرائب وما يماثلها
			ديون أخرى واستخدامات مماثلة
679.006.015,59	1.044.417.998,87	819.251.997,95	الموجودات وما يماثلها

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة – المسيلة-

679.006.015,59	443.000.000,00	819.251.997,95	التوظيفات والأصول المالية الجارية الأخرى الخزينة
904.640.351,59	1.170.450.656,66	1.439.063.060,61	مجموع الأصول الجارية
2.647.793.051,05	2.393.283.952,38	2.680.658.809,46	مجموع الأصول

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن أصول الميزانية عرفت انخفاض بنسبة 10.72% في سنة 2013 بالمقارنة مع سنة 2012، وهذا راجع إلى الانخفاض الملحوظ في معظم عناصر تركيبة الأصول للمؤسسة لسنة 2013.

وعرفت زيادة بنسبة 10.63% في سنة 2014 بالمقارنة مع السنة الماضية وسببه ظهور حساب التثبيات الجاري انجازها في أصول سنة 2014 والذي قدر بـ 481.992.211,17 دج، ولأن الفرق بين مجموع الأصول لسنة 2014 و مجموع الأصول لسنة 2013 أقل من قيمة التثبيات الجاري انجازها.

2. جانب الخصوم لميزانية المؤسسة:

الجدول رقم (3-2): جانب الخصوم لميزانية مؤسسة مطاحن الحضنة للفترة

(2014-2012) الوحدة: دج

المبالغ	البيان
---------	--------

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة – المسيلة-

2014	2013	2012	الأموال الخاصة
1.449.460.000,00	1.449.460.000,00	1.449.460.000,00	رأس مال صادر
			رأس مال غير مستعان به
190.237.647,23	190.237.647,23	190.237.647,23	علاوات واحتياطات
112.022.925,11	114.026.511,20	77.329.412,63	فارق إعادة التقييم
	-30.096.507,06	-30.096.507,06	النتيجة الصافية
	-146.835.602,53	-224.165.015,16	تسوية نتيجة تغيير الطريقة/ تصحيح الأخطاء
			أموال خاصة أخرى
1.688.814.973,95	1.576.792.048,84	1.462.765.537,64	مجموع الأموال الخاصة
217.633.433,97			الخصوم غير الجارية
			إعانات التجهيز
			سندات الخزينة
			اقتراضات أخرى وديون مماثلة
			الديون المرتبطة بالمساهمات
			ديون أخرى غير جارية
45.181.039,08	41.167.491,10	50.343.058,92	منتجات أخرى وأعباء مؤجلة
			المؤونات للمعاشات والالتزامات المماثلة
			المؤونات للأعباء - (الضرائب/ تجديد التثبيات
			الجاري إنجازها
			المؤونات الأخرى للأعباء
			المؤونات والمنتجات
190.605,63	1.543.951,19	1.321.747,30	الضرائب المؤجلة على الخصوم
263.005.078,68	42.711.442,29	51.664.806,22	مجموع الخصوم غير الجارية
640.000.000,00	670.810.961,25	1.064.920.078,07	الخصوم الجارية
			سندات الخزينة
			ديون على الضرائب الزراعية
			ديون ضمن المجموعة
1.236.951,66	3.793.340,81	1.293.426,84	موردو المواد الأولية

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة – المسيلة-

7.399.113,46	47.265.117,47	49.536.948,95	موردون آخرون والحسابات الملحقة
33.315.421,24	31.317.610,00	21.856.925,00	الضرائب
14.021.512,06	20.593.431,72	28.521.086,74	ديون أخرى جارية
			خزينة الخصوم
695.972.998,42	773.780.461,25	1.166.228.465,60	مجموع الخصوم الجارية
2.647.793.051,05	2.393.283.952,38	2.680.658.809,46	المجموع العام للخصوم

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أن خصوم المؤسسة في سنة 2013 عرفت انخفاض بنسبة 10.72% بالمقارنة مع سنة 2012، وهذا راجع إلى انخفاض مجموع الديون وبالأخص الديون قصيرة الأجل (ديون ضمن المجموعة)، رغم أن هناك زيادة معتبرة في النتيجة الصافية لسنة 2013.

في حين أن خصوم المؤسسة لسنة 2014 ارتفعت مقارنة بسنة 2013 وسببه الزيادة في الخصوم الغير جارية.

المطلب الثاني: عرض جدول حسابات النتائج

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، والجدول الموالي يوضح جدول حسابات النتائج لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)

الجدول رقم (3-3): جدول حسابات النتائج لمؤسسة مطاحن الحضنة (حسب الطبيعة)

الوحدة: دج

للفترة (2012-2014)

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة – المسيلة-

2014	2013	2012	البيان
1 756 578 029,90	1.566.238.417,88	1.568.732.126,16	رقم الأعمال
1 174 134,50	1.236.697,10	934.500,00	مبيعات من البضائع
1 750 793 163,41	1.559.772.678,85	1.560.696.082,40	مبيعات من المنتجات التامة
556 542,39	395.327,34	352.570,66	مبيعات المنتجات الأخرى
4 054 189,60	4.833.714,59	6.748.973,09	خدمات أخرى
-12 705 917,36	11.528.743,87	-2.278.390,87	تغير مخزون المنتجات التامة وقيد التنفيذ
			الإنتاج المثبت
617 454,55	853.407,71	1.116.976,18	إعانات الاستغلال
1 744 489 567,09	1.578.620.569,46	1.567.570.711,46	1-إنتاج الفترة
-1 410 759 309,15	-1.295.054.886,21	-1.271.898.532,81	مشتريات مستهلكة
-34 051 875,38	-28.825.312,67	-17.837.495,90	خدمات خارجية واستهلاكات أخرى
-1 444 811 184,53	-1.323.880.198,88	-1.289.736.028,71	2-استهلاك الفترة
299 678 382,56	254.740.370,58	277.834.682,75	3- القيمة المضافة للاستغلال
-138 184 316,03	-133.087.981,54	-160.594.431,65	أعباء المستخدمين
-5 246 167,00	-5.544.148,06	-4.873.040,65	ضرائب ورسوم، والمدفوعات المشابهة
156 247 899,53	116.108.240,98	112.367.210,45	4- الفائض الإجمالي للاستغلال
18 146 369,55	28.465.316,53	30.400.186,84	المنتجات العملياتية الأخرى
-1 662 862,67	-1.018.136,91	-17.148.391,98	الأعباء العملياتية
-31 995 558,99	-24.921.901,08	-29.229.064,22	مخصصات الاهتلاكات والمؤونات
-335 181 909,74	-333.168.913,77	-34.700.364,75	مخصصات عن خسائر القيمة والمؤونات
334 054 083,80	347.622.705,92	341.125.814,49	استرجاع عن خسائر القيمة والمؤونات
139 608 021,48	133.087.311,67	90.515.390,83	5- النتيجة التشغيلية
1 288 947,94	9.143.494,16	4.810.800,00	نواتج مالية
			أعباء مالية
1 288 947,94	9.143.494,16	4.810.800,00	6- النتيجة المالية
140 896 969,42	142.230.805,83	95.326.190,83	7- النتيجة العادية قبل الضريبة (5+6)
-31 366 223,00	-28.226.682,00	-19.735.863,00	الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية
2 492 178,69	22.387,37	1.739.084,80	الضرائب المؤجلة (التغيرات) على النتائج العادية
2 097 978 968,38	1.963.852.086,07	1.943.907.512,79	مجموع نواتج النشاطات العادية
-1 985 956 043,27	-1.849.825.574,87	-1.866.578.100,16	مجموع أعباء النشاطات العادية
112 022 925,11	114.026.511,20	77.329.412,63	8- النتيجة الصافية للنشاطات العادية

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة – المسيلة-

			العناصر الغير العادية (نواتج) (للتوضيح)
			العناصر الغير العادية (أعباء) (للتوضيح)
			9- النتيجة غير العادية
112 022 925,11	114.026.511,20	77.329.412,63	10- النتيجة الصافية للفترة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية للمؤسسة.

المطلب الثالث: إعداد الميزانيات المالية :

1. الميزانية المالية المختصرة جانب الأصول:

الجدول رقم (3-4): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-

2014)

الوحدة: دج

جانب الأصول

2014	2013	2012	البيان
1.743.152.699,46	1.222.833.295,72	1.241.595.748,85	الأصول الثابتة
1.743.152.699,46	1.222.833.295,72	1.241.595.748,85	مجموع الأصول الثابتة
			الأصول المتداولة
169.259.857,95	160.389.295,60	357.028.782,44	قيم الاستغلال
56.374.478,05	408.643.362,19	262.782.280,22	قيم قابلة للتحقيق
679.006.015,59	601.417.998,87	819.251.997,95	قيم جاهزة
904.640.351,59	1.170.450.656,66	1.439.063.060,61	مجموع الأصول المتداولة
2.647.793.051,05	2.393.283.952,38	2.680.658.809,46	مجموع الأصول

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمؤسسة

• الميزانية المالية المختصرة جانب الخصوم:

الجدول رقم (3-5): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)

الوحدة: دج

جانب الخصوم

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة – المسيلة-

2014	2013	2012	البيان
			الأموال الدائمة
1.688.814.973,95	1.576.792.048,84	1.462.765.537,64	الأموال الخاصة
263.005.078,68	42.711.442,29	51.664.806,22	ديون طويلة الأجل
1.951.820.052,63	1.619.503.491,13	1.514.430.343,86	مجموع الأموال الدائمة
695.972.998,42	773.780.461,25	1.166.228.465,60	الديون قصيرة الأجل
2.647.793.051,05	2.393.283.952,38	2.680.658.809,46	مجموع الخصوم

المبحث الثالث: السلوك التمويلي لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2014-2012)

سنحاول في هذا المبحث القيام بتشخيص لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2014-2012)، من خلال تحليل وضعيتها المالية ومصادر التمويل المستخدمة ، وبعدها سنحاول استنتاج بعض المحددات الأساسية للهيكل المالي للمؤسسة محل الدراسة.

المطلب الأول: تحليل الوضعية المالية للمؤسسة:

أولاً: تحليل الوضعية المالية للمؤسسة من خلال مؤشرات التوازن المالي:

أ. حساب رأس المال العامل:

يعتبر رأس المال العامل مؤشر أساسي لتقييم التوازنات المالية داخل المؤسسة والجدول التالي يوضح لنا حساب مختلف رؤوس الأموال العاملة لمؤسسة مطاحن الحضنة خلال الفترة (2014-2012).

رأس المال العامل الدائم (الصافي) = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة

رأس المال العامل الأجنبي = مجموع الخصوم - الأموال الخاصة

الجدول رقم (3-6): مختلف رؤوس الأموال العاملة لمؤسسة مطاحن الحضنة
للفترة (2012-2014)

البيان	2012	2013	2014
الأموال الدائمة	1.514.430.343,86	1.619.503.491,13	1.951.820.052,63
- الأصول الثابتة	1.241.595.748,85	1.222.833.295,72	1.743.152.699,46
رأس المال العامل الدائم (الصافي)	272.834.595,01	396.670.195,41	208.667.353,17
مجموع الأصول	2.680.658.809,46	2.393.283.952,38	2.647.793.051,05
- الأصول الثابتة	1.241.595.748,85	1.222.833.295,72	1.743.152.699,46
رأس المال العامل الإجمالي	1.439.063.060,61	1.170.450.656,66	904.640.351,59
مجموع الخصوم	2.680.658.809,46	2.393.283.952,38	2.647.793.051,05
- الأموال الخاصة	1.462.765.537,64	1.576.792.048,84	1.688.814.973,95
رأس المال العامل الأجنبي	1.217.893.271,82	816.491.903,54	958978077,10

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة.

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

- بالنسبة لرأس المال العامل الدائم (الصافي): من خلال الجدول نلاحظ أن رأس المال العامل الدائم موجب خلال السنوات محل الدراسة بسبب زيادة الأموال الدائمة عن الأصول الثابتة مما يدل على توازن مالي مريح يزيد من ثقة المتعاملين الماليين مع المؤسسة، أي أن المؤسسة تمتلك هامش أمان تستطيع من خلاله تسديد قروضها القصيرة الأجل في حالة عدم توافق آجال تحول الأصول المتداولة إلى سيولة مع آجال استحقاقية الديون قصيرة الأجل.
- بالنسبة لرأس المال العامل الإجمالي: نلاحظ من خلال الجدول انخفاض رأس المال العامل الإجمالي سنة 2014 بالمقارنة مع السنتين الماضيتين وهذا راجع إلى زيادة في الأصول الثابتة مما أدى إلى زيادة في مجموع الأصول.
- بالنسبة لرأس المال العامل الأجنبي: نلاحظ انخفاض رأس المال العامل الأجنبي بالمقارنة مع الأموال الخاصة للمؤسسة سنة 2013، وأن قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة – المسيلة-

في ارتفاع مستمر، حيث بلغ انخفاض رأس المال العامل الأجنبي لسنة 2013 نسبة 48.22% بالمقارنة مع الأموال الخاصة لنفس السنة، وهذا يعني أن المؤسسة مستقلة ماليا عن الأطراف الخارجية.

ب. حساب احتياجات رأس المال العامل:

احتياجات رأس المال العامل = احتياجات الدورة - موارد الدورة

احتياجات رأس المال العامل = (الأصول المتداول - القيم الجاهزة) - (الديون قصيرة الأجل - السلفات المصرفية)

الجدول رقم (3-7): احتياجات رأس المال العامل لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2014-2012)

البيان	2012	2013	2014
احتياجات الدورة	619.811.062,66	569.032.657,79	225.634.336,00
موارد الدورة	1.166.228.465,60	773.780.461,25	695.972.998,42
احتياجات رأس المال العامل	-546.417.402,94	-204.747.803,46	-470.338.662,42

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على ميزانية المؤسسة.

من خلال الجدول نلاحظ أن احتياجات رأس المال العامل سالبة خلال الفترة (2012-2014) وهذا يعني أن المؤسسة قد غطت احتياجات دورتها، ولا تحتاج إلى موارد أخرى، أي أن الحالة المالية للمؤسسة جيدة، ولكن يعاب على المؤسسة أن الموارد الفائضة لم تستخدم في تنشيط ودعم الاستثمار.

ج. حساب الخزينة:

الخزينة الصافية = رأس المال العامل الدائم - احتياجات رأس المال العامل

يمكن حساب خزينة المؤسسة خلال فترة الدراسة من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-8): الخزينة الصافية لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)

البيان	2012	2013	
رأس المال العامل الدائم	272.834.595,01	396.670.195,41	208.667.353,17
احتياجات رأس المال العامل	-546.417.402,94	-204.747.803,46	-470.338.662,42
الخزينة الصافية	819.251.997,95	601.417.998,87	679006015,59

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على النتائج السابقة.

بمقارنة رأس المال العامل مع الاحتياجات من رأس المال العامل، استطاعت المؤسسة تغطية كل احتياجات الدورة الاستغلالية وتحقيق خزينة صافية موجبة تعتبر هامش أمان للمؤسسة، إلا أن تجميد الأموال في خزينة المؤسسة ليس في صالح المؤسسة لذلك ينبغي توظيف هذه الأموال في العديد من الاستثمارات.

المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي باستخدام النسب المالية

إن تغير النسب المالية يسمح بمراقبة التطور المالي للمؤسسة ورسم سياسة مالية مستقبلية للسنوات المقبلة، فالنسب المالية تستعمل كأداة من أجل الوصول إلى نتيجة أو صورة واضحة عن الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة، ويمكن تتبع تطور أداء مؤسسة مطاحن الحضنة انطلاقا من مجموعة النسب المالية الأكثر استعمالا في التقييم، والتي تم حسابها انطلاقا من الوثائق المحاسبية التي تم الحصول عليها.

1. نسب النشاط:

تستخدم نسب النشاط لتقييم مدى نجاح إدارة المؤسسة في إدارة أصولها، والجدول التالي يظهر أهم نسب النشاط لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014).

الجدول رقم (3-9): نسب النشاط لمؤسسة مطاحن الحضنة للفترة (2012-2014)

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة – المسيلة-

النسبة	العلاقة	2012	2013	2014
معدل دوران الأصول المتداولة	صافي المبيعات / مجموع الأصول المتداولة	1.09	1.33	1.94
معدل دوران إجمالي الأصول	صافي المبيعات / مجموع الأصول	0.59	0.65	0.66

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أن:

- **معدل دوران الأصول المتداولة:** يتراوح هذا المعدل بين 1.09 و 1.94 وهو معدل منخفض بالمقارنة مع المعدل الصناعي 1 و2، وهذا يعني أن المؤسسة لا تستطيع إدارة أصولها المتداولة بكفاءة من أجل توليد المبيعات المرغوب فيها، (سوء تسيير المخزون).

- **معدل دوران إجمالي الأصول:** يتراوح هذا المعدل بين 0.59 و 0.66 وهذا المعدل منخفض بالمقارنة مع معدل الصناعة 2، مما يعني أن المؤسسة لا تستخدم استثماراتها بشكل فعال، أي أنها لا تحقق مبيعات كافية تتناسب مع حجم أصولها.

2. نسب التمويل و الاستقلالية المالية (نسب الهيكل المالي):

الجدول التالي يوضح أهم نسب التمويل والاستقلالية المالية المستعملة في تقييم الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن الحضنة.

الجدول رقم (3-10): نسب التمويل والاستقلالية المالية لمؤسسة مطاحن الحضنة خلال

الفترة (2012-2014).

النسبة	العلاقة	2012	2013	2014
نسبة التمويل الدائم	الأموال الدائمة/الأصول الثابتة	1.22	1.32	1.12
نسبة التمويل الذاتي	الأموال الخاصة/الأصول الثابتة	1.18	1.29	0.97
نسبة الاستقلالية المالية	الأموال الخاصة/مجموع الديون	1.20	1.93	1.76
نسبة التمويل الخارجي	مجموع الديون/مجموع الأصول	0.45	0.34	0.36

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانية المالية للمؤسسة.

- **نسبة التمويل الدائم:** من خلال حساب هذه النسبة لمؤسسة مطاحن الحضنة نجد أنها أكبر من 1 خلال فترة الدراسة، وهذا يعني أن المؤسسة تمكنت من تغطية أصولها الثابتة من أموالها الدائمة وبقي لها هامش أمان من رأس المال العامل يغطي احتياجات الاستغلال، وهذا ما يدل على أن المؤسسة متوازنة مالياً.

- **نسبة التمويل الذاتي:** من خلال الجدول نلاحظ أن نسبة التمويل الذاتي خلال سنتي 2012 و 2013 أكبر من 1، هذا يدل على أن المؤسسة باستطاعتها تمويل أصولها الثابتة بأموالها الخاصة، أي أن المؤسسة ليست في حاجة إلى الموارد الخارجية لتمويل أصولها الثابتة، إلا أن النسبة انخفضت خلال سنة 2014 بسبب حصولها على قرض من أجل شراء معدات وأدوات جديدة.

- **نسبة الاستقلالية المالية:** نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة الاستقلالية المالية تتراوح بين 1.2 و 1.93 وهذه النسبة تدخل ضمن مجال النسبة المثلى أي بين 1 و 2، مما يعني أن المؤسسة لا تواجه أي صعوبة في تسديد قيمة الديون والفوائد الربوية في مواعيد استحقاقها وباستطاعتها الحصول على قروض إضافية دون اللجوء إلى تقديم ضمانات.

- **نسبة التمويل الخارجي:** إن نسبة التمويل الخارجي انخفضت خلال سنة 2013 مقارنة بالسنة التي قبلها مما يجعل المؤسسة قادرة على سداد ديونها في مواعيد استحقاقها ويزيد كذلك من ثقة الممولين في المؤسسة إلا أنه في سنة 2014 ارتفعت النسبة لارتفاع نسبة الديون الطويلة الأجل.

3. دراسة ملاءة المؤسسة

الجدول رقم (3-11): دراسة ملاءة مؤسسة مطاحن الحضنة والسيولة المتاحة لدى المؤسسة

البيان	2012	2013	2014
الأصول المتداولة	1.23	1.51	1.29
الخصوم المتداولة			
المتاحات	0.7	0.77	0.97
الخصوم المتداولة			

التعليق:

- النسبة الأولى تجاوزت الواحد خلال السنوات محل الدراسة وهذا يعني أنه يمكن للمؤسسة تغطية ديونها التي سوف تسدد في مواعيدها المحددة، إلا أن النسبة انخفضت خلال سنة 2014 لانخفاض الأصول المتداولة و زيادة الخصوم المتداولة مقارنة مع سنة 2013.
- هذه النسبة تمثل السيولة المتاحة لدى المؤسسة إلى مجموع الديون قصيرة الأجل، فنلاحظ أن النسبة أقل من الواحد وهذا يعني أن المؤسسة في الغالب تمول أصولها بأموالها الخاصة دون اللجوء إلى الديون.
- نستنتج أن هناك علاقة موجبة بين السيولة و نسبة الديون فالمؤسسة التي لها نسبة سيولة عالية لها القدرة على الوفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل.

المطلب الثالث: دراسة محددات الهيكل المالي للمؤسسة

سوف يتم التعرض إلى أهم المحددات التي تم على أساسها اختيار المزيج التمويلي لمؤسسة مطاحن الحضنة والتي يمكننا قياسها.

أولاً: دراسة معدل نمو المؤسسة

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة – المسيلة-

لمعرفة إذا كانت المؤسسة في مرحلة نمو أو لا يكون ذلك من خلال قياس تطور رقم أعمالها كما هو مبين في الجدول التالي:

حيث أن:

رع n : رقم الأعمال للسنة الحالية

رع n-1 : رقم الأعمال للسنة السابقة

الجدول رقم (3-12): تطور معدل نمو مؤسسة مطاحن الحضنة خلال الفترة

(2014-2012)

رقم الأعمال لسنة 2011 يقدر بـ: 1.742.545.814,21 دج الوحدة: دج

البيان	2012	2013	2014
$\frac{\text{رع } n - \text{رع } n-1}{\text{رع } n-1}$	$\frac{1742545814,21 - 1568732126,15}{1742545814,21}$	$\frac{1568732126,15 - 1566238417,88}{1568732126,15}$	$\frac{1566238417,88 - 156578029,9}{1566238417,88}$
نسبة النمو	-9.97%	-0.15%	12.15%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على جدول حسابات النتائج
كيفية الحساب:

$$\frac{1.742.545.814,81 - 1.566.238.417,88}{1.742.545.814,81} \text{ لسنة 2012 باعتبار أن رع } n-1 \text{ يمثل سنة 2011}$$

التعليق:

إن نظرية الإشارة ونظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل تُقران بوجود طردية بين معدل نمو المؤسسة ونسبة الديون في هيكلها المالي. نظرية الإشارة اعتمدت في تفسيرها لهذه العلاقة الطردية بكون المقرضين يفضلون إقراض المؤسسات التي لديها معدل نمو مرتفع والذي

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة – المسيلة-

يعتبر مؤشر ايجابي (للهيكلة المالية) بحيث يعكس قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح مستقبلية تضمن تسديد التزاماتها في آجال الاستحقاق.

حسب نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، المؤسسة ذات معدلات النمو المرتفعة تكون لديها احتياجات تمويلية لذا تتوجه إلى الاقتراض لتغطيتها.

ونلاحظ أن رقم الأعمال لسنة 2014 ارتفع بنسبة كبيرة مقارنة بالسنتين السابقتين وهذا نتيجة ارتفاع حجم الإنتاج بنسبة 11%، كما أن مؤسسة مطاحن الحضنة استفادت من قرض طويل الأجل لشراء معدات جديدة.

مما سبق يمكننا أن نستخلص أن هناك علاقة طردية بين نمو رقم أعمال المؤسسة واللجوء إلى الاستدانة وبالتالي ارتفاع نسبة الديون في هيكلها التمويلي، وهذا ما يتوافق مع نظرية الوكالة التي ترى بوجود علاقة طردية بين المتغيرين السابقين.

ثانياً: دراسة حجم المؤسسة

تستعمل القيمة المضافة كمقياس لحجم المؤسسة، وسيتم قياس تطور حجم المؤسسة كما في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-13): تطور حجم مؤسسة مطاحن الحضنة خلال الفترة

(2014-2012)

البيان	2011	2012	2013	2014
القيمة المضافة	307.771.446,13	277.834.682,75	254.740.370,58	299.678.389,56
ق مضافة n _ ق مضافة n-1	—	-10%	-8%	18%
ق مضافة n-1				

كيفية الحساب:

$$\begin{array}{r} 307\,771\,446,13 - 277\,834\,682,75 \\ \hline 307\,771\,446,13 \end{array}$$

باعتبار أن: ق مضافة لـ n-1 تمثل سنة 2011

التعليق:

إن تطور حجم مؤسسة مطاحن الحضنة حسب مقياس القيمة المضافة خلال فترة الدراسة (2012-2014) يعكس العلاقة الطردية بين حجم المؤسسة ونسبة الديون في هيكلها المالي. ف سنة 2014 تميزت بتحقيق قيمة مضافة أكبر بكثير من السنتين السابقتين (2012،2013) وتزامن ذلك مع ارتفاع نسبة الديون في الهيكل المالي للمؤسسة وهو ما يتطابق أيضا مع نظرية الوكالة.

ثالثا : دراسة مردودية المؤسسة

سيتم حساب كل من المردودية الاقتصادية (العائد الاقتصادي المحقق من الأموال المستثمرة) و المردودية المالية (معدل العائد على حقوق الملكية) والرفع المالي كما هو مبين في الجداول التالية:

1. حساب المردودية الاقتصادية للمؤسسة:

وتحسب بقسمة الفائض الإجمالي للاستغلال على مجموع الأصول

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة – المسيلة-

الجدول رقم (3-14): المردودية الاقتصادية لمؤسسة مطاحن الحضنة

البيان	2012	2013	2014
القيمة المضافة	277.834.682,75	254.740.370,58	299 678 382,56
+ اعانات الاستغلال	1.116.976,18	853.407,71	617 454,55
- مصاريف المستخدمين	160.594.431,65	133.087.981,54	-138 184 316,03
- الضرائب والرسوم	4.873.040,65	5.544.148,06	-5 246 167,00
=الفائض الاجمالي للاستغلال	112.367.210,45	116.108.240,98	156 247 899,53
مجموع الاصول	2.680.658.809,46	2.393.283.952,38	2.647.793.051,05
معدل المردودية الاقتصادية	%4.19	%4.85	%5.9

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على جدول حسابات النتائج

2. حساب المردودية المالية للمؤسسة:

نسبة المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

الجدول رقم (3-15): المردودية المالية لمؤسسة مطاحن الحضنة

البيان	2012	2013	2014
النتيجة الصافية	77.329.412,63	114.026.511,20	112 022 925,11
الأموال الخاصة	1.462.765.537,64	1.576.792.048,84	1.688.814.973,95
المردودية المالية	5.28%	7.23%	6.63%

التعليق:

نعلم أن ارتفاع مستوى المردودية في المؤسسات الاقتصادية يجعلها تتمتع بمرونة أكبر في تسديد التزاماتها المالية. لقد حضيت العلاقة القائمة بين معدل مردودية المؤسسة ونسبة

الاستدانة بهيكلها المالي إلى اهتمام العديد من النظريات المفسرة للمحددات المتحركة في الهيكل المالي.

في هذا الصدد نشير إلى أن الآراء حول العلاقة المذكورة تختلف من نظرية لأخرى، فحسب نظرية التوازن الأمثل وتكلفة الوكالة فإن العلاقة بين معدل المردودية ونسبة الديون بالهيكل المالي هي علاقة طردية إلا أن التفسير المقدم من النظريتين مختلف. فالنظرية الأولى تفسر العلاقة الطردية بتفضيل المؤسسة التي تحقق معدل مردودية مرتفع باللجوء إلى الاستدانة من أجل الاستفادة من الوفورات الضريبية من خلال تخفيض الوعاء الخاضع للضريبة. بينما نظرية الوكالة فسرت العلاقة الطردية بكون أصحاب المؤسسات يسعون إلى ضبط سلوك المسيرين من خلال إلزامهم بتسديد أقساط القروض والفوائد الربوية في الآجال المحددة، الأمر الذي يدفع بالمؤسسة التوجه نحو الاستدانة وبالتالي ارتفاع نسبتها في هيكلها المالي.

في الجهة المقابلة، نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ترى أن العلاقة بين معدل مردودية المؤسسة ونسبة الديون بهيكلها المالي هي علاقة عكسية لأن المؤسسة تلجأ لتمويل احتياجاتها على التوالي إلى التمويل الذاتي ثم إلى الديون وفي الأخير إلى إصدار الأسهم. هذا التسلسل في اختيار مصادر التمويل يجعل العلاقة بين المردودية المرتفعة (التي تمكن من رفع مستوى التمويل الذاتي للمؤسسة بفضل ارتفاع الأرباح المحتجزة) ونسبة الاستدانة بالهيكل المالي علاقة عكسية.

من الجدولين (3-14) و (3-15) نلاحظ أن كل من المردودية الاقتصادية والمالية كانتا موجبة خلال فترة الدراسة، الأمر الذي قد يفسر من هذه الناحية اعتماد مؤسسة مطاحن الحضنة في سلوكها التمويلي على التمويل الذاتي بنسبة مرتفعة مقارنة بالمصادر التمويلية الأخرى، هذه النتيجة تتطابق مع تفسير نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل وبالتالي فإن

العلاقة بين معدل المردودية لمؤسسة مطاحن الحضنة ونسبة الاستدانة في هيكلها المالي علاقة عكسية.

خاتمة الفصل الثالث:

من خلال هذا الفصل قمنا بتقييم الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن الحضنة بالمسيلة خلال الفترة (2012-2014) باستخدام مؤشرات التوازن والنسب المالية، يمكن القول أن المؤسسة تمكنت من تحقيق التوازن المالي خلال فترة الدراسة (2012-2014) وذلك من خلال تحقيقها لخزينة موجبة، مما يعني أن المؤسسة استطاعت توفير السيولة الكافية للوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في مواعيد استحقاقها إضافة إلى استقلاليتها عن الأطراف الخارجية وعدم اعتمادها بشكل كبير على الموارد الخارجية في تمويل احتياجاتها.

إن دراسة كل من مردودية المؤسسة، معدل نمو رقم أعمالها، وحجمها خلال الفترة (2012-2014) سمحت باستنتاج وجود علاقة طردية بين المؤشرين الثاني والثالث ونسبة الاستدانة في هيكلها المالي، في حين أن العلاقة بين المؤشر الأول (المردودية الاقتصادية والمالية) ونسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة هي علاقة عكسية.

إن يمكن القول أن حجم المؤسسة ومعدل نموها و مردوديتها تعد من بين العوامل المحددة للهيكل المالي لمطاحن الحضنة خلال فترة الدراسة.

الخاتمة

الخاتمة:

يعتبر موضوع الهيكل المالي من بين أهم القضايا التي نالت اهتمامات البحث العلمي في مجال الإدارة المالية ، حيث ظهرت عدة نظريات حول أمثلية اختيار الهيكل المالي للمؤسسة وتفسير السلوك التمويلي لها، إذ كشفت دراسة المداخل المختلفة للهيكل المالي عن تدعيم مفهوم المدخل التقليدي فيما يتعلق بأن القيمة السوقية للمؤسسة يمكن أن تزداد وكذلك يمكن تخفيض متوسط التكلفة الكلية للأموال بتحديد المزيج المناسب من أموال الملكية والاقتراض ، وطالما استخدم الرفع المالي عند حد معقول فإنه يمكن أن يتواجد الهيكل المالي الأمثل ولقد تدعم هذا المفهوم بالآراء التصحيحية لمودجيلياني وميلر سنة 1963 بعد إسقاط فرض عدم وجود ضرائب على الدخل والسماح بخصم فوائد القروض للأغراض الضريبية. غير أن أطروحة مودجيلياني وميلر تجاهلت متغيرات أخرى تدخل في تحديد الهيكل المالي الأمثل وهي تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

إن المؤسسة الاقتصادية الجزائرية 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 البدائل التمويلية المتاحة ومن ثم تحليل المعايير التي يتم على أساسها اختيار الهيكل المالي للمؤسسة.

توصلنا من خلال دراستنا لهذا الموضوع من الناحية النظرية إلى عدة نتائج، أهمها:

- لكل مصدر من مصادر التمويل تكلفته الخاصة به وتحديد تكلفة رأس المال يعتبر أمرا بالغ الأهمية، لما له من علاقة في تحديد الهيكل المالية واختيار المشاريع الاستثمارية

- يتم اختيار هيكل مالي للمؤسسة يتناسب مع واقعها والمحيط الذي تنشأ فيه بما يحقق أعلى عائد (مردودية) وأقل مخاطر (الإفلاس) عندها نكون بصدد الهيكل المالي الأمثل.
 - اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة لا يكون بطريقة عشوائية وإنما وفق محددات المتمثلة في سيولة المؤسسة، المردودية المحققة من عملية مزج كل موارد التمويل المتاحة للمؤسسة، نمو المؤسسة، وحجمها.
 - لا تتوافق نظريات الهيكلية المالية للمؤسسات فيما بينها فكل نظرية نتائجها، وتختلف هذه النتائج بسبب الفرضيات التي تركز عليها كل نظرية.
 - المحددات المعتمدة في اختيار الهيكل المالي للمؤسسة تتفاوت أهميتها من مؤسسة إلى أخرى وحتى في المؤسسة بحد ذاتها طيلة فترة حياتها.
 - صعوبة اتخاذ قرار المصدر التمويلي الأمثل المتاح أمام المؤسسة وذلك لكثرة المتغيرات والعوامل التي يتأثر بها.
- أما أهم النتائج التي توصلنا إليها بعد الدراسة الميدانية فتتمثل فيما يلي:
- يعتبر التمويل الذاتي والمتمثل في تمويل المؤسسة من خلال مواردها الداخلية المصدر الأول الذي تلجأ إليه مطاحن الحضنة لتمويل احتياجاتها والذي يعتبر مصدر قليل التكلفة والمخاطرة.
 - أن كل من المتغيرات: معدل النمو، حجم المؤسسة ومعدل المردودية تلعب دوراً جوهرياً في تفسير الهيكلية المالية لمؤسسة مطاحن الحضنة، حيث تحققنا من وجود علاقة طردية بين المتغيرين الأول والثاني (معدل النمو وحجم المؤسسة) ونسبة الاستدانة في الهيكل المالي لمطاحن الحضنة وهي النتيجة التي تتطابق مع نظرية الوكالة، كما تحققنا من وجود علاقة عكسية بين المردودية الاقتصادية والمالية لمطاحن الحضنة ونسبة الاستدانة في هيكلها المالي وهي النتيجة التي تتوافق مع نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.

الاقتراحات:

يمكن وضع بعض الاقتراحات في نهاية هذا البحث، من بينها:

- ينبغي على مؤسسة مطاحن الحضنة توظيف السيولة الزائدة عن حاجتها في مشاريع استثمارية أخرى لزيادة مستوى ربحيتها في المدى الطويل.
- دراسة عوامل أخرى تؤثر على الهيكلية المالية لم يتم التطرق إليها في هذا البحث على غرار طبيعة القطاع، المخاطر التشغيلية، عمر المؤسسة.....الخ وهي العوامل التي نصت عليها الدراسات السابقة في هذا المجال على أنها تؤثر على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية.

قائمة المراجع

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع:

❖ المراجع باللغة العربية:

أولا :الكتب

- 1- اندراوس وليم عاطف، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006 .
- 2- الحناوي محمد صالح و آخرون ، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر , 2004 .
- 3- الحناوي محمد صالح، أدوات التحليل و التخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، مصر , سنة النشر غير مذكورة.
- 4- الحناوي محمد صالح، العبد جلال إبراهيم ، الإدارة المالية مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006 .
- 5- الحنفي عبد الغفار , قباقص زكي سمية، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 6- الزبيدي حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، درا الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2004 .
- 7- الزعبي محمد هيثم، الإدارة و التحليل المالي، دار الفكر، الاردن، 2000 .
- 8- الشمخي حمزة ، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء، الأردن، 1998.
- 9- الصياح عبد الستار، العامري سعود، الإدارة المالية، دار النشر غير مذكورة، بلد النشر غير مذكورة, سنة النشر غير مذكورة.
- 10- العصار رشاد و آخرون، الإدارة و التحليل المالي، دار البركة، الاردن، 2001.

قائمة المصادر والمراجع

- الميداني عزت محمد أيمن , الإدارة التمويلية في الشركات , جامعة الملك فهد للبترول والمعادن 1993.
- 11- النعيمي تايه عدنان و آخرون، الإدارة المالية ، دار المسيرة، الأردن، 2007 .
- 12- النعيمي تايه عدنان، راشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2009.
- 13- بريجهام أوجين، إيرهاردت ميشال، ترجمة : سرور علي إبراهيم سرور، الإدارة المالية، دار المريخ، السعودية، 2009.
- 14- حنفي عبد الغفار، الإدارة المالية، دار النشر غير مذكورة، مصر، سنة النشر غير مذكورة.
- 15- دادي عدون ناصر، تقنيات مراقبة التسيير، دار المحمدية، الجزائر، 1999.
- 16- دريد آل الشيب كامل، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الاردن، 2007.
- 17- دريد درغام ، أساسيات الإدارة المالية الحديثة ، دار الرضا للنشر، 2000، ج2.
- 18- عبد الستار الصياح، سعود العامري، الإدارة المالية، دار النشر غير مذكورة، بلد النشر غير مذكورة: سنة النشر غير مذكورة.
- 19- عبد الهادي محمد سعيد، الإدارة المالية، دار حامد، الأردن، 2008.
- 20- غنيم حسين عطا، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005.
- 21- فضالة علي أبو الفتوح، الهياكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1994.
- 22- لسلوس مبارك، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.

قائمة المصادر والمراجع

23- مطر محمد، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي و الائتماني، دار وائل، ط2 ، الاردن، 2006.

24- هندي إبراهيم منير ، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط2 ، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2005 .

25- هندي منير إبراهيم، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، ط5، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.

26- هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1999.

ثانيا :المذكرات والأطروحات:

27- بوعابة محمد حافظ، دراسة خصوصيات الهيكل المالي وتحليل المردودية لمقاولات البناء والأشغال العمومية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011.

28- تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.

29- شباح نعيمة، دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2008.

30- رفاع توفيق، محددات اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة مع دراسة حالة مؤسسة فندق الأوراسي، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001 .

قائمة المصادر والمراجع

- 31- عدوي هاجر ، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2011.
- 32- قريشي يوسف، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.
- 33- قطاف عقبة، اثر التشخيص المالي على تنافسية المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2009 .
- 34- محمد بوشوشة، مصادر التمويل و أثرها على الوضع المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير اقتصاد و تسيير المؤسسة، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2007.

ثالثا: الملتقيات والمجلات:

- 35- تيماي عبد المجيد، معراج هواري، مداخلة بعنوان: مداخل تحديد هيكل رأس المال و دورها في تحديد قيمة المؤسسة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر ، 2005.
- 36- زغيب مليكة، مداخلة بعنوان: تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2005.
- 37- عبد الغاني دادن، و آخرون، مداخلة بعنوان: دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و الرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطويرها في الاقتصاديات المغاربية، الجزائر : 2003.

قائمة المصادر والمراجع

- 38- قش عبد الله، بدائل تمويل المؤسسة في ظل العولمة المالية، مجلة الكترونية، العدد 32، جانفي 2014 ،على الموقع الالكتروني www.uluminsania.net.
- 39- زغيب مليكة، بوجعادة إلياس، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية , موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي ، <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/%A8.pdf>

خامسا: المواقع الالكترونية

- 40- www.uluminsania.net
- 41- ويكيبيديا الموسوعة الحرة، هيكل رأس المال، 2015/03/07.

❖ المراجع باللغة الأجنبية

أولا: الكتب

- 42- E.OLIVIER, M.DE LACHAPELLE, Jansson, **Le décideur et les stratégies financières**, 2 édition, Dunod, Paris, 1997.
- 43- Farber André, **Eléments d'analyse financière**, Université Libre de Bruxelles, 2002.
- 44- Vernimmen Pierre, **Politique financières de l'entreprise**, Encyclopédie de gestion, Tome 3, Sous la direction de patrick jeffre - Simon yvers, Edition economica, Paris , 1989.
- 45- Cohen.e , **Gestion financière de l'entreprise et développement financier**, Edition UREF, Paris, 1991.

قائمة المصادر والمراجع

ثانيا:المجلات والمقالات

46- Barreau Jean, delahye Jacqueline, **Gestion financière**, 10ème édition, Dunod, France ,2000.

47- Taggart.R, **Corporate financing: too much debt?** , Financial analysis journal, Vol 42, May-June 1988.

48- Ydriss Ziane, la structure d'endettement des petites et moyennes entreprises Françaises: **une étude sur donnés de panel**,
www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/doclyon/ziane.pdf.

قائمة الملاحق

Tableau des Flux de Trésorerie

(Méthode Directe)

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >

Identifiant Fiscal : 99728010499903

Intitulé	Not	Exercice	Exercice Précédent
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles			
Encaissement reçus des clients et autres		1 609 516 043,62	1 748 842 481,64
Sommes versées aux fournisseurs , personnel et autre		-1 431 138 004,92	-2 150 900 843,34
Intérêts et autres frais financiers payés		-80 740,89	-108 756,75
Impôts sur les résultats payés		-56 559 680,50	-37 325 438,46
Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires			
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires (à préciser)			
Virement de fonds			
Souscription DAT			
Restitution DAT		428 836 400,00	415 000 000,00
Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)		550 574 017,31	-24 492 556,91
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement			
Décaissements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles			-3 008 415,42
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles			
Autres encaissements d'immobilisations corporelles ou incorporelles			-362 700,00
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières			
Intérêts encaissés sur placements financiers			7 096 500,00
Dividendes et quote-part de résultats reçus			
Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement (B)			3 725 384,58
Flux de trésorerie provenant des activités de financement			
Encaissements suite à l'émission d'actions			
Décaissement rachat des actions ERIAD Sétif /Spa			
Dividendes et autres distributions effectués			
Encaissements provenant d'emprunts			
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilés			
Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)			
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi – liquidités			
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		550 574 017,31	-20 767 172,33
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice		265 282 681,53	286 049 853,86
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice	18	817 982 768,62	265 282 681,53
Variation de trésorerie de la période		552 700 087,09	-20 767 172,33
Rapprochement avec le résultat comptable		630 029 499,72	92 964 782,09

Bilan Actif

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >
Identifiant Fiscal : 99728010499903

Libellé	Not	Brut	Amort. / Prov.	Net	Net (N-1)
ACTIFS NON COURANTS					
Immobilisations incorporelles		115 653,49	46 261,40	69 392,09	92 522,79
Immobilisations corporelles	01	2 921 006 053,87	1 689 995 882,28	1 231 010 171,59	1 255 198 097,17
<i>Terrains</i>		255 898 153,36		255 898 153,36	255 898 153,36
<i>Bâtiments</i>		1 451 462 857,84	498 887 290,10	952 575 567,74	971 089 365,44
<i>Installation technique.matrial et outil .ind</i>		1 098 152 328,69	1 080 194 522,41	17 957 806,28	17 656 969,29
<i>Autres immobilisations corporelles</i>		115 492 713,98	110 914 069,77	4 578 644,21	10 553 609,08
<i>Immobilisations en concession</i>					
Immobilisations en cours					
Immobilisations financières		18 800,00		18 800,00	2 521 572,00
<i>Titres filiales</i>					
<i>Autres participations et créances rattachées</i>					
<i>Autres titres immobilisés</i>					
<i>Prêts et autres actifs financiers non courants</i>	02	18 800,00		18 800,00	2 521 572,00
<i>Impôts différés actif</i>	03	10 497 385,17		10 497 385,17	9 234 569,57
TOTAL ACTIF NON COURANT		2 931 637 892,53	1 690 042 143,68	1 241 595 748,85	1 267 046 761,53
<u>ACTIF COURANT</u>					
Stocks et encours	04	180 759 105,31	2 244 714,09	178 514 391,22	198 421 082,17
Matière premières et fournitures		129 041 497,63		129 041 497,63	143 316 621,86
Autres approvisionnements		46 843 831,92	2 244 714,09	44 599 117,83	47 943 595,29
Stocks de produits		4 873 775,76		4 873 775,76	7 160 865,02
Autres stocks					
Créances et emplois assimilés		777 499 095,45	336 202 424,01	441 296 671,44	452 159 910,49
Créances parafiscalités céréalières					
Créances intra - groupe		394 694 700,39		394 694 700,39	394 694 700,39
<i>Clients</i>	05	351 182 355,87	336 202 424,01	14 979 931,86	31 951 241,80
<i>Autres débiteurs</i>		6 420 344,53		6 420 344,53	7 065 426,42
<i>Impôts et assimilés</i>	06	25 201 694,66		25 201 694,66	18 448 541,88
<i>Autres créances et emplois assimilés</i>					
Disponibilités et assimilés		819 251 997,95		819 251 997,95	688 400 898,80
<i>Placements et autres actifs financiers courants</i>	07				422 000 000,00
<i>Trésorerie</i>	08	819 251 997,95		819 251 997,95	266 400 898,80
TOTAL ACTIF COURANT		1 777 510 198,71	338 447 138,10	1 439 063 060,61	1 338 981 891,46
TOTAL GENERAL ACTIF		4 709 148 091,24	2 028 489 281,78	2 680 658 809,46	2 606 028 652,99

Bilan Passif

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >
Identifiant Fiscal : 99728010499903

Libellé	Not	Exercice	Exercice Précédent
<u>CAPITAUX PROPRES</u>			
Capital émis		1 449 460 000,00	1 449 460 000,00
Réserves consolidées			
Autres primes et réserves		190 237 647,23	190 237 647,23
Ecart de réévaluation			
Résultat net	09	77 329 412,63	113 731 954,42
Ajustement résultant changement de méthodes/correction d'erreurs		-30 096 507,06	-30 096 507,06
Autres capitaux propres	10	-224 165 015,16	-337 896 969,58
TOTAL CAPITAUX PROPRES I		1 462 765 537,64	1 385 436 125,01
<u>PASSIFS NON-COURANTS</u>			
Subventions d'équipement et d'investissement			
Obligations trésor			
Autre emprunts et dettes assimilés			
Dettes rattachées à des participations			
Autres dettes non courantes			
Autres produits et charges différés			
Provisions pour pensions et obligations similaires	11	50 343 058,92	43 527 747,75
Provisions pour charges -litiges fiscaux et sociaux			
Autres provisions pour charges -(impot/renouvellement des immobilisations en co			
Provisions et produits constatés d'avance			
Impôts différés passif	12	1 321 747,30	1 798 016,50
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		51 664 806,22	45 325 764,25
<u>PASSIFS COURANTS</u>			
Obligations trésor			
Dettes parafiscalites céréalières			
Dettes intra -groupe		1 064 920 078,07	1 064 920 078,07
Interets echus des obligations et des titres participatifs			
Fournisseurs matières premiers		1 293 426,84	1 021 238,45
Autres fournisseurs et comptes rattachés	13	49 536 948,95	37 531 590,17
Impôts		21 956 925,00	32 091 270,11
Autres dettes passifs courants	14	28 521 086,74	39 702 586,93
Trésorerie du passif			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		1 166 228 465,60	1 175 266 763,73
TOTAL GENERAL PASSIF		2 680 658 809,46	2 606 028 652,99
(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés			

Tableau des Flux de Trésorerie

(Méthode Directe)

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >

Identifiant Fiscal : 99728010499903

Intitulé	Not	Exercice	Exercice Précédent
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles			
Encaissement reçus des clients et autres		1 588 845 693,87	1 609 516 043,62
Sommes versées aux fournisseurs , personnel et autre		-1 334 700 741,42	-1 431 138 004,92
Intérêts et autres frais financiers payés		-1 215 503,44	-80 740,89
Impôts sur les résultats payés		-37 723 357,00	-56 559 680,50
Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires			
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires (à préciser)			
Virement de fonds			
Souscription DAT		-443 000 000,00	
Restitution DAT			428 836 400,00
Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)		-227 793 907,99	550 574 017,31
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement			
Décaissements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles		-8 818 018,03	
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles			
Autres encaissements d'immobilisations corporelles ou incorporelles			
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières			
Intérêts encaissés sur placements financiers			
Dividendes et quote-part de résultats reçus			
Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement (B)		-8 818 018,03	
Flux de trésorerie provenant des activités de financement			
Encaissements suite à l'émission d'actions			
Décaissement rachat des actions ERIAD Sétif /Spa			
Dividendes et autres distributions effectués			
Encaissements provenant d'emprunts			
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilés			
Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)			
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi – liquidités			
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		-236 611 926,02	550 574 017,31
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice		817 982 768,62	265 282 681,53
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice	23	581 370 842,60	817 982 768,62
Variation de trésorerie de la période		-236 611 926,02	552 700 087,09
Rapprochement avec le résultat comptable		-122 585 414,82	630 029 499,72

Bilan Actif

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >
 Identifiant Fiscal : 99728010499903

Libellé	Not	Brut	Amort. / Prov.	Net	Net (N-1)
ACTIFS NON COURANTS					
Immobilisations incorporelles		115 653,49	69 392,10	46 261,39	69 392,09
Immobilisations corporelles	01	2 926 920 910,56	1 714 894 652,66	1 212 026 257,90	1 231 010 171,59
<i>Terrains</i>		255 898 153,36		255 898 153,36	255 898 153,36
<i>Bâtiments</i>		1 451 478 762,95	517 401 087,80	934 077 675,15	952 575 567,74
<i>Installation technique.matrial et outil .ind</i>		1 099 136 199,70	1 084 168 103,10	14 968 096,60	17 957 806,28
<i>Autres immobilisations corporelles</i>		120 407 794,55	113 325 461,76	7 082 332,79	4 578 644,21
<i>Immobilisations en concession</i>					
Immobilisations en cours					
Immobilisations financières		18 800,00		18 800,00	18 800,00
<i>Titres filiales</i>					
<i>Autres participations et créances rattachées</i>					
<i>Autres titres immobilisés</i>					
<i>Prêts et autres actifs financiers non courants</i>		18 800,00		18 800,00	18 800,00
<i>Impôts différés actif</i>	02	10 741 976,43		10 741 976,43	10 497 385,17
TOTAL ACTIF NON COURANT		2 937 797 340,48	1 714 964 044,76	1 222 833 295,72	1 241 595 748,85
<u>ACTIF COURANT</u>					
Stocks et encours	03	83 802 737,56	3 608 089,76	80 194 647,80	178 514 391,22
Matière premières et fournitures		21 276 827,23		21 276 827,23	129 041 497,63
Autres approvisionnements		46 127 219,52	3 608 089,76	42 519 129,76	44 599 117,83
Stocks de produits		16 398 690,81		16 398 690,81	4 873 775,76
Autres stocks					
Créances et emplois assimilés		375 398 834,00	329 560 824,01	45 838 009,99	441 296 671,44
Créances parafiscalités céréalières					
Créances intra - groupe	04				394 694 700,39
<i>Clients</i>	05	338 789 281,64	329 560 824,01	9 228 457,63	14 979 931,86
<i>Autres débiteurs</i>		18 015 840,14		18 015 840,14	6 420 344,53
<i>Impôts et assimilés</i>	06	18 593 712,22		18 593 712,22	25 201 694,66
<i>Autres créances et emplois assimilés</i>					
Disponibilités et assimilés		1 044 417 998,87		1 044 417 998,87	819 251 997,95
<i>Placements et autres actifs financiers courants</i>	07	443 000 000,00		443 000 000,00	
<i>Trésorerie</i>	08	601 417 998,87		601 417 998,87	819 251 997,95
TOTAL ACTIF COURANT		1 503 619 570,43	333 168 913,77	1 170 450 656,66	1 439 063 060,61
TOTAL GENERAL ACTIF		4 441 416 910,91	2 048 132 958,53	2 393 283 952,38	2 680 658 809,46

Bilan Passif

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >
Identifiant Fiscal : 99728010499903

Libellé	Not	Exercice	Exercice Précédent
<u>CAPITAUX PROPRES</u>			
Capital émis		1 449 460 000,00	1 449 460 000,00
Réserves consolidées			
Autres primes et réserves		190 237 647,23	190 237 647,23
Ecart de réévaluation			
Résultat net	09	114 026 511,20	77 329 412,63
Ajustement résultant changement de méthodes/correction d'erreurs		-30 096 507,06	-30 096 507,06
Autres capitaux propres	10	-146 835 602,53	-224 165 015,16
TOTAL CAPITAUX PROPRES I		1 576 792 048,84	1 462 765 537,64
<u>PASSIFS NON-COURANTS</u>			
Subventions d'équipement et d'investissement			
Obligations trésor			
Autre emprunts et dettes assimilés			
Dettes rattachées à des participations			
Autres dettes non courantes			
Autres produits et charges différés			
Provisions pour pensions et obligations similaires	11	41 167 491,10	50 343 058,92
Provisions pour charges -litiges fiscaux et sociaux			
Autres provisions pour charges -(impot/renouvellement des immobilisations en co			
Provisions et produits constatés d'avance			
Impôts différés passif	12	1 543 951,19	1 321 747,30
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		42 711 442,29	51 664 806,22
<u>PASSIFS COURANTS</u>			
Obligations trésor			
Dettes parafiscalites céréalières			
Dettes intra -groupe	13	670 810 961,25	1 064 920 078,07
Interets echus des obligations et des titres participatifs			
Fournisseurs matières premiers		3 793 340,81	1 293 426,84
Autres fournisseurs et comptes rattachés	14	47 265 117,47	49 536 948,95
Impôts		31 317 610,00	21 956 925,00
Autres dettes passifs courants	15	20 593 431,72	28 521 086,74
Trésorerie du passif			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		773 780 461,25	1 166 228 465,60
TOTAL GENERAL PASSIF		2 393 283 952,38	2 680 658 809,46
(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés			

Tableau des Flux de Trésorerie

(Méthode Directe)

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >

Identifiant Fiscal : 99728010499903

Intitulé	Not	Exercice	Exercice Précédent
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles			
Encaissement reçus des clients et autres		1 741 109 204,66	1 588 845 693,87
Sommes versées aux fournisseurs , personnel et autre		-2 003 272 213,61	-1 334 700 741,42
Intérêts et autres frais financiers payés		-4 671 593,88	-1 215 503,44
Impôts sur les résultats payés		-45 696 830,00	-37 723 357,00
Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires			
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires (à préciser)			
Virement de fonds		47 450 900,00	
Souscription DAT			-443 000 000,00
Restitution DAT		444 160 053,15	
Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)		179 079 520,32	-227 793 907,99
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement			
Décaissements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles		-158 371 432,95	-8 818 018,03
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles			
Autres encaissements d'immobilisations corporelles ou incorporelles			
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières			
Intérêts encaissés sur placements financiers		7 176 600,00	
Dividendes et quote-part de résultats reçus			
Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement (B)		-151 194 832,95	-8 818 018,03
Flux de trésorerie provenant des activités de financement			
Encaissements suite à l'émission d'actions			
Décaissement rachat des actions ERIAD Sétif /Spa			
Dividendes et autres distributions effectués			
Encaissements provenant d'emprunts		67 749 133,35	
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilés			
Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)		67 749 133,35	
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi – liquidités			
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		95 633 820,72	-236 611 926,02
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice		581 370 842,60	817 982 768,62
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice	27	677 004 663,32	581 370 842,60
Variation de trésorerie de la période		95 633 820,72	-236 611 926,02
Rapprochement avec le résultat comptable		207 656 745,83	-122 585 414,82

Bilan Actif

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >
 Identifiant Fiscal : 99728010499903

Libellé	Not	Brut	Amort. / Prov.	Net	Net (N-1)
ACTIFS NON COURANTS					
Immobilisations incorporelles		115 653,49	92 522,79	23 130,70	46 261,39
Immobilisations corporelles	01	2 996 104 828,99	1 746 867 080,96	1 249 237 748,03	1 212 026 257,90
<i>Terrains</i>		255 898 153,36		255 898 153,36	255 898 153,36
<i>Bâtiments</i>		1 451 600 268,55	535 959 141,90	915 641 126,65	934 077 675,15
Installation technique.matrial et outil .ind		1 110 981 852,38	1 088 123 266,91	22 858 585,47	14 968 096,60
<i>Autres immobilisations corporelles</i>		177 624 554,70	122 784 672,15	54 839 882,55	7 082 332,79
<i>Immobilisations en concession</i>					
Immobilisations en cours	02	481 992 211,17		481 992 211,17	
Immobilisations financières		18 800,00		18 800,00	18 800,00
<i>Titres filiales</i>					
<i>Autres participations et créances rattachées</i>					
<i>Autres titres immobilisés</i>					
<i>Prêts et autres actifs financiers non courants</i>		18 800,00		18 800,00	18 800,00
<i>Impôts différés actif</i>	03	11 880 809,56		11 880 809,56	10 741 976,43
TOTAL ACTIF NON COURANT		3 490 112 303,21	1 746 959 603,75	1 743 152 699,46	1 222 833 295,72
<u>ACTIF COURANT</u>					
Stocks et encours	04	172 792 225,67	3 532 367,72	169 259 857,95	80 194 647,80
Matière premières et fournitures		118 885 219,44		118 885 219,44	21 276 827,23
Autres approvisionnements		50 214 232,77	3 532 367,72	46 681 865,05	42 519 129,76
Stocks de produits	05	3 692 773,46		3 692 773,46	16 398 690,81
Autres stocks					
Créances et emplois assimilés		383 125 302,06	326 750 824,01	56 374 478,05	45 838 009,99
Créances parafiscalités céréalières					
Créances intra - groupe					
<i>Clients</i>	06	347 802 397,31	326 750 824,01	21 051 573,30	9 228 457,63
<i>Autres débiteurs</i>		9 778 716,59		9 778 716,59	18 015 840,14
<i>Impôts et assimilés</i>	07	25 544 188,16		25 544 188,16	18 593 712,22
<i>Autres créances et emplois assimilés</i>					
Disponibilités et assimilés		679 006 015,59		679 006 015,59	1 044 417 998,87
<i>Placements et autres actifs financiers courants</i>	08				443 000 000,00
<i>Trésorerie</i>	09	679 006 015,59		679 006 015,59	601 417 998,87
TOTAL ACTIF COURANT		1 234 923 543,32	330 283 191,73	904 640 351,59	1 170 450 656,66
TOTAL GENERAL ACTIF		4 725 035 846,53	2 077 242 795,48	2 647 793 051,05	2 393 283 952,38

Bilan Passif

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >
Identifiant Fiscal : 99728010499903

Libellé	Not	Exercice	Exercice Précédent
<u>CAPITAUX PROPRES</u>			
Capital émis		1 449 460 000,00	1 449 460 000,00
Réserves consolidées			
Autres primes et réserves	10	127 332 048,84	190 237 647,23
Ecart de réévaluation			
Résultat net	11	112 022 925,11	114 026 511,20
Ajustement resultant changement de méthodes/correction d'erreurs			-30 096 507,06
Autres capitaux propres	12		-146 835 602,53
Liaison intre -unités			
TOTAL CAPITAUX PROPRES I		1 688 814 973,95	1 576 792 048,84
<u>PASSIFS NON-COURANTS</u>			
Subventions d'equipement et d'investissement			
Emprunts et dettes financieres	13	217 633 433,97	
Dettes rattachées à des participations			
Autres dettes non courantes			
Autres produits et charges différés			
Provisions pour pensions et obligations similaires	14	45 181 039,08	41 167 491,10
Provisions pour charges -litiges fiscaux et sociaux			
Autres provisions pour charges -(impot/renouvellement des immobilisations en co			
Provisions et produits constatés d'avance			
Impots différés passif	15	190 605,63	1 543 951,19
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		263 005 078,68	42 711 442,29
PASSIFS COURANTS			
Dettes parafiscalites céréalières			
Dettes intra -groupe	16	640 000 000,00	670 810 961,25
Interets echus des obligations et des titres participatifs			
Fournisseurs matières premiers		1 236 951,66	3 793 340,81
Autres fournisseurs et comptes rattachés	17	7 399 113,46	47 265 117,47
Impôts		33 315 421,24	31 317 610,00
Autres dettes passifs courants	18	14 021 512,06	20 593 431,72
Trésorerie du passif			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		695 972 998,42	773 780 461,25
TOTAL GENERAL PASSIF		2 647 793 051,05	2 393 283 952,38
(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés			