

العنوان :

المزيج التمويلي وأثره في تعظيم قيمة المنشأة

– دراسة حالة مؤسسة حليب بالمسيلة للفترة 2014-2017 –

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر (أكاديمي) في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الاستاذ:

عز الدين عبد الرؤوف

من إعداد الطالب :

بن حميدة عمار

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
غربي حمزة	أستاذ محاضر أ	المسيلة	رئيسا
عز الدين عبد الرؤوف	أستاذ محاضر أ	المسيلة	مشرفا و مقرا
نوي نبيلة	أستاذة محاضرة ب	المسيلة	ممتحنا

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

أحمد الله على جزيل نعمته وأشكره شكر المعترف بمننه وآلائه وأصلي وأسلم على صفوة أنبيائه محمد
صلى الله عليه وسلم ما تحرك بذكره اللسان وسارة بأخباره الركبان وردد حديثه الإنس والجان
إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله وأطال في عمرهما

إلى زوجتي ورفيقة دربي

إلى شموع البيت أسامة و ماهر

إلى أخي وأخواتي

إلى كل العائلة دون أن أخص بالذكر ففي التخصيص إعزاز وتنقيص
إلى كل من جمعني بهم الأقدار عبر طيات الحياة وسنين الجامعة أصدقائي
إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي...

شكر و تقدير

بادئ ذي بدء أشكر الله عز وجل ونحمده حمدا يوافي نعمه على ما منحنا من بصيرة العلم التي بها يصلح حال البلاد والعباد

بأسمى المعاني والشكر والتقدير أتوجه إلى أستاذي الفاضل " عز الدين عبد الرؤوف " الذي حظيت بإشرافه وذلك بفضل توجيهاته الفعالة التي ما فتئ يطر بها فسقت ثرى هذا العمل الذي أثمر بعد ذلك

وخرج بالصورة التي بين أيدينا فله مني أصدق العرفان والشكر

ولا يفوتني أن أشكر القائمين بقسم علوم التسيير من أساتذة وعمال

كما أشكر القائمين بمؤسسة حضنة حليب على حسن استقبالهم ومساعدتهم

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
IV	البسملة
IV	إهداء
IV	شكر و تقدير
IV	فهرس المحتويات
IV	فهرس الجداول و الأشكال
أ-د	مقدمة
الفصل الأول : مصادر تمويل المنشأة الإقتصادية وتكاليفها	
06	تمهيد
07	المبحث الأول : مصادر تمويل المنشأة الإقتصادية.....
07	المطلب الأول : مصادر التمويل قصيرة الأجل.....
10	المطلب الثاني : مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل
14	المطلب الثالث: المزيج التمويلي والعوامل المؤثرة في بنائه
17	المبحث الثاني : نسب الهيكل المالي، تكلفة الأموال و الرافعة المالية.....
17	المطلب الأول : نسب الهيكل المالي.....
20	المطلب الثاني : تكلفة الأموال.....
21	المطلب الثالث : الرافعة المالية.....
24	خلاصة الفصل
الفصل الثاني : أثر الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة الإقتصادية	
26	تمهيد
27	المبحث الأول : العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المنشأة الإقتصادية.....
27	المطلب الأول: مؤشرات خلق القيمة.....
29	المطلب الثاني : تأثير الاقتراض على قيمة المنشأة الإقتصادية.....
33	المطلب الثالث : تأثير التمويل الذاتي على قيمة المنشأة الإقتصادية.....
35	المبحث الثاني : تقدير تكلفة الاموال وكيفية علاج سلبيات الهيكل التمويلي.....

35	المطلب الأول : تكلفة رأس المال.....
36	المطلب الثاني: مداخل حساب التكلفة المرجحة لرأس المال.....
38	المطلب الثالث : كيفية علاج سلبيات الهيكل التمويلي للوصول إلى الهيكل التمويلي الأمثل
40	خلاصة الفصل
الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة حضنة حليب بالمسييلة خلال الفترة 2014-2017	
42	تمهيد
43	المبحث الأول : تقديم عام لمؤسسة حضنة حليب.....
43	المطلب الأول : التعريف بمؤسسة حضنة حليب.....
45	المطلب الثاني : مهام وأهداف مؤسسة حضنة حليب.....
46	المطلب الثالث : الهيكل التنظيمي لمؤسسة حضنة حليب.....
51	المبحث الثاني: تحليل المزيج التمويلي ومدى تأثيره على قيمة مؤسسة حضنة حليب.....
51	المطلب الأول : تحليل المزيج التمويلي لمؤسسة حضنة حليب.....
55	المطلب الثاني: تحليل نسب الهيكل المالي لمؤسسة حضنة حليب.....
59	المطلب الثالث : حساب أثر الرافعة المالية لمؤسسة حضنة حليب.....
65	خلاصة الفصل
67	خاتمة
72	قائمة المصادر و المراجع
74	الملاحق

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
52	الميزانية المحاسبية للمؤسسة جانب الأصول للفترة (2017-2014)	(2-3)
53	الميزانية المحاسبية للمؤسسة جانب الخصوم للفترة (2017-2014)	(3-3)
54	الميزانية المالية المختصرة للمؤسسة جانب الأصول للفترة (2017-2014)	(4-3)
54	الميزانية المالية المختصرة للمؤسسة جانب الخصوم للفترة (2017-2014)	(5-3)
56	الهيكل المالي لمؤسسة حضانة حليب للفترة (2017-2014)	(6-3)
57	قدرة التمويل الذاتي لمؤسسة حضانة حليب خلال الفترة (2017-2014)	(7-3)
57	تركيبة الأموال الخاصة لمؤسسة حضانة حليب خلال الفترة (2017-2014)	(8-3)
58	تطور الديون قصيرة الأجل لمؤسسة حضانة حليب للفترة (2017-2014)	(9-3)
59	تطور الديون متوسطة وطويلة الأجل للمؤسسة للفترة (2017-2014)	(10-3)
60	نسب الهيكل المالي لمؤسسة حضانة حليب للفترة (2017-2014)	(11-3)
62	تطور المردودية الإقتصادية للمؤسسة خلال الفترة (2017-2014)	(12-3)
63	أثر الرافعة المالية لمؤسسة حضانة حليب خلال الفترة (2017-2014)	(13-3)
64	تطور القيمة المضافة لمؤسسة حضانة حليب خلال الفترة (2017-2014)	(14-3)

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
50	الهيكل التنظيمي لمؤسسة حضانة حليب	(1-3)

مقدمتہ

مقدمة

تمتاز الاقتصاديات المعاصرة بالتمايز بين نمط الإنفاق ونمط توزيع الدخل، مما يؤدي إلى ظهور وحدات فائض تتفق أقل من دخلها، ووحدات عجز تتفق أكثر من دخلها، وهكذا تقوم الحاجة إلى نقل الفائض من وحدات الفائض ووضعه تحت تصرف الوحدات ذات العجز مع توفير عائد معقول مقابل ذلك، ويمثل التمويل بمختلف مصادره الوسائل والأدوات التي يمكن أن يتم عبرها ذلك الانتقال.

ومن هنا يحظى التمويل في العصر الحديث بأهمية بالغة، لأنه أصبح يمثل الحجر الأساس في الإدارة المالية لأي منشأة اقتصادية، وكذا لدى المجتمع ككل لما يلعبه من دور فعال في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، وإذا كانت هذه الأخيرة قد احتلت مركزا هاما في الفكر الاقتصادي المعاصر، فإن التمويل قد أخذ حيز أكبر من هذا الاهتمام، ذلك أن نقصه أو عدم توفره في الوقت المناسب في الكثير من الأحيان يمثل عقبة أمام تنفيذ بعض المشاريع الاستثمارية المربحة والمتاحة أمام المنشأة.

إن تمويل هذه الاستثمارات يحتاج إلى تشكيلة مناسبة من مصادر التمويل، هذه التشكيلة يجب أن تجعل تكلفة الأموال في أدنى حد لها، وبما أن الهدف الرئيسي لأي منشأة اقتصادية هو تعظيم قيمتها، وللوصول إلى تحقيق هذا الهدف فإنه يجب العمل على مراعاة العوامل التي لها تأثير على هذه القيمة والمتمثلة أساسا في القرارات الاستثمارية التي ينتج عنها زيادة في التدفقات النقدية المتوقعة، بالإضافة إلى قرارات التمويل المحددة للمزيج التمويلي التي تجعل تكلفة الأموال في أدنى حد لها.

وتكوّن مصادر التمويل المختلفة الهيكل المالي للمنشأة الاقتصادية، والذي يكون عبارة عن مجموع العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم من الميزانية سواء كانت تلك المصادر قصيرة الأجل و/ أو متوسطة وطويلة الأجل، والهيكل المالي بهذا المفهوم يختلف عن هيكل رأس المال الذي يتكون فقط من مصادر التمويل طويلة الأجل، غير أن اختيار مصدر من مصادر التمويل أو تشكيلة الهيكل المالي يرتكز على عدة عوامل، وتعتبر تكلفة الأموال من أهم هذه العوامل التي تؤخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ مثل هذه القرارات.

تسعى المنشآت عموما إلى تحسين الأداء المالي لها، ولكن المشكلة التي تواجهها تكمن في صعوبة تحديد ذلك المزيج التمويلي الذي يؤدي إلى تعظيم قيمتها السوقية وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين، لذلك جاءت هذه الدراسة لتأخذ من المزيج التمويلي وأثره في تعظيم قيمة المنشأة عنوانا لها.

1- إشكالية البحث :

بناء على ما سبق يمكن طرح و صياغة الإشكالية الرئيسية للبحث على النحو التالي :

ما مدى مساهمة المزيج التمويلي في تعظيم قيمة المنشأة الاقتصادية ؟

تندرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية وهي :

- ما هي أهم مصادر التمويل المتاحة أمام المنشأة الاقتصادية ؟
- هل يوجد تأثير للرفع المالي مقاسا بالديون المالية إلى إجمالي الأموال الخاصة على نسبة المردودية

المالية؟

- ما هي أهم النظريات والمداخل التي تناولت العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المنشأة الاقتصادية؟

2- فرضيات البحث :

من خلال طرح الإشكالية و الأسئلة الفرعية لها فإن من الضروري تقديم بعض الفرضيات التي ستكون منطلق للدراسة و هي كما يلي :

- تتنوع مصادر التمويل المتاحة للمنشأة الاقتصادية بين مصدرين أساسيين، هما التمويل قصير الأجل والتمويل متوسط وطويل الأجل والتي تشكل الهيكل التمويلي للمنشأة الاقتصادية؛

- يوجد أثر للرفع المالي مقاسا بالديون المالية إلى إجمالي الأموال الخاصة على نسبة المردودية المالية لمؤسسة حضنة حليب؛

- من بين أهم النظريات والمداخل التي تناولت العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المنشأة، نجد نظرية صافي الربح، نظرية صافي ربح العمليات، المدخل التقليدي، مدخل مودكلياني وميلر (Modigliani and Miller).

3- أهمية البحث :

تكمن أهمية هذا البحث في دراسة العلاقة بين هيكل التمويل وقيمة المنشأة الاقتصادية، فالأداء الايجابي لأي مؤسسة يتوقف على قدرتها في تشكيل التوليفة المثلى للهيكل التمويلي، ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة والرفع من معدل النمو، وبالتالي قيمة المنشأة بشكل عام.

4- أهداف البحث :

من بين أهم النقاط التي تهدف هذه الدراسة إلى معالجتها، نذكر منها مايلي:

- التعرف على أهم المصادر التمويلية للمنشأة الاقتصادية؛
- تحديد أهم محددات اختيار المزيج التمويلي للمنشأة الاقتصادية؛
- إبراز العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المنشأة.

5- دوافع إختيار الموضوع : من أهم الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار الموضوع ما يلي :

- الرغبة الشخصية في دراسة الموضوع لتوافقه مع تخصصي العلمي.
- ضعف الاهتمام بالربط بين الهيكل التمويلي وقيمة المنشأة في الدراسات النظرية والميدانية.
- أهمية الموضوع في العصر الحالي، حيث تعد مسألة تمويل المنشأة الاقتصادية ودراسة تشكيلة هيكلها المالي وعلاقته بقيمة المنشأة من بين المواضيع الحساسة ذات الأهمية البالغة في مجال مالية المنشأة.

6- منهج البحث :

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة، والتي تعكس إشكالية الدراسة واختيار صحة الفرضيات المذكورة أعلاه، تم اعتماد منهجين أساسيين للمعالجة؛ وهما المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، حيث يتم اعتماد المنهج الوصفي لتوضيح مختلف مصادر تمويل المنشأة الاقتصادية وتكلفتها، وكذلك التعرف على أهم النظريات التي تناولت بالدراسة المزيج التمويلي وعلاقته بقيمة المنشأة الاقتصادية، وبعدها تم الاعتماد على المنهج التحليلي في دراسة الهيكل التمويلي لمؤسسة حضانة حليب وتحليل وضعيتها المالية.

7- الأدوات المستخدمة في الدراسة :

- المراجع والمصادر المختلفة المتعلقة بالموضوع، فضلا عن الاعتماد على الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع، بالإضافة إلى استخدام بعض المجلات والمقالات المنشورة؛
- استخدام أسلوب التحليل و التعليق على مختلف الجداول المقدمة .
- توظيف أداة الملاحظة و الاستنباط لدى الباحث.

8- الدراسات السابقة :

- دراسة محمد بشوشة: تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، الجزائر، 2016/2015، حيث تبلورة إشكالية البحث حول كيفية تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، وخلص البحث إلى أن اعتماد سياسة تمويلية معينة سيؤثر على الهيكل المالي للمؤسسة، فكلما كان توجه السياسة التمويلية نحو تحقيق شروط الهيكل المالي الأمثل، كلما أدى إلى تحسين وضعية الهيكل المالي للمؤسسة، أما في الحالة العكسية كلما كان التوجه نحو سياسة تبتعد عن شروط الهيكل الأمثل كلما أدى إلى الإخلال بوضع الهيكل المالي.

- مليكة زغيب: مداخلة بعنوان تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر 2005، تناولت المداخلة طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة، وخلصت الدراسة إلى وجود وجهتي نظر: الأولى خاصة بالعالمين مودكلياني وميلر (Modigliani and Miller) والتي مفادها أنه ليست هناك علاقة بين الهيكل المالي و بين كل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة، أما الثانية فهي ترى أن للهيكل المالي تأثير على كل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة، من خلال تأثير كل من الوفرات الضريبية وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

9- هيكل البحث :

تم تقسيم موضوع البحث إلى ثلاثة فصول أساسية، و ذلك لضمان إيجاد أجوبة للإشكالية المطروحة و اختبار مدى صحة الفرضيات التي انطلقت منها الدراسة، حيث خصص الفصل الأول للتعريف بأهم المصادر التمويلية المتاحة أمام المنشأة الاقتصادية وكذلك تكلفة كل عنصر تمويلي، كما تم التطرق إلى نسب الهيكل المالي و الرافعة المالية.

أما الفصل الثاني يدرس تأثير تركيبة مصادر الأموال على قيمة المنشأة، وكذلك التعرف على مؤشرات خلق القيمة، كما تناولنا خطوات اختيار المزيج التمويلي الأمثل انطلاقاً من حساب التكلفة المرجحة لرأس المال. والفصل الثالث يعتبر محاولة لتجسيد وتطبيق أهم النقاط التي تم التطرق لها في الجانب النظري من هذا البحث ميدانياً، من خلال دراسة تطبيقية لمؤسسة حضنة حليب، وهذا بدراسة تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة خلال الفترة (2014-2017)، حيث يخصص المبحث الأول من هذا الفصل لإعطاء تقديم عام لمؤسسة حضنة حليب، وفي المبحث الثاني تم التطرق إلى تحليل المزيج التمويلي ومدى تأثيره على قيمة مؤسسة حضنة حليب. وفي الأخير ختمت هذه الدراسة بمجموعة من النتائج، بالإضافة إلى بعض الاقتراحات والآفاق.

10- صعوبات البحث :

تتمثل أهم الصعوبات التي واجهت البحث فيما يلي :

- صعوبات في مجال الحصول على بعض المعلومات خاصة المالية منها للمؤسسة محل الدراسة وذلك لسرية تلك المعلومات، وعدم التصريح بها حتى لغرض استخدامها في بحوث علمية.
- قلة المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر حال دون تمكننا من ربط الجانب النظري بالجانب الميداني، ذلك أن بعض المعادلات تتطلب أن تكون المؤسسة مسعرة في البورصة لكي يمكن قياس قيمتها السوقية.

الفصل الأول :

مصادر تمويل المنشأة

الاقتصادية وتكاليفها

تمهيد:

تعد مسألة التمويل من الاهتمامات المشتركة بين معظم المنشآت الاقتصادية- العامة والخاصة منها الصغيرة والكبيرة- والتي تواجهها بدرجات متفاوتة، بسبب تعدد المصادر التمويلية المتاحة من ناحية، والتفاوت في مدى ندرتها أو وفرتها من ناحية أخرى، فضلا عن تكلفة الحصول على كل منها.

إن الهدف المتوخى من هذا الفصل، هو التفصيل في معظم المصادر التمويلية للمنشأة الاقتصادية، والمتمثلة في مجموع أموال الملكية بالإضافة الى مجمل أموال الاستدانة قصيرة ، متوسطة وطويلة الاجل، والتي تشكل ما يصطلح على تسميته بالهيكل التمويلي او الهيكل المالي، وهذا تمييزا له عن هيكل رأس المال الذي يشتمل فقط على مصادر التمويل طويلة الاجل.

وكذلك سيتم التطرق إلى أهم نسب الهيكل المالي، حيث تنصب هذه الأخيرة على دراسة قيم العناصر الظاهرة في القوائم المالية والتقارير المحاسبية، بهدف إضفاء دلالة ذات مغزى وأهمية على البيانات الواردة بهذه القوائم.

كما تم التعرف على تكلفة كل عنصر تمولي على حدى، حيث تعتبر من المسائل الهامة التي تعرض على المسير المالي، وذلك لأهميتها في تحديد معدل المردودية الأدنى الواجب تحقيقه من الاستثمار، وبعدها تم عرض أثر الرافعة المالية ولاحظنا كيف أن هذا الأثر هام ويقيس درجة المخاطرة وحدود استخدام الديون وأثرها على مردودية الأموال الخاصة.

المبحث الأول: مصادر تمويل المنشأة الاقتصادية

إن من أكثر الأمور التي تشغل تفكير الإدارة المالية، كيفية اختيار المزيج التمويلي المناسب لتمويل استثمارات المنشأة، هذا المزيج الذي يصطلح على تسميته بالهيكل المالي، وهذا تميزاً له عن هيكل رأس المال الذي يشتمل فقط على مصادر التمويل طويلة الأجل، لذلك تم تصنيف مصادر التمويل في بحثنا هذا إلى مصدرين أساسيين هما التمويل قصير الأجل والتمويل متوسط وطويل الأجل، وهذا اعتماداً على معيار التصنيف القائم على أساس الزمن.

المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل

يحتل التمويل قصير الأجل أهمية بالغة ضمن الهيكل المالي لأي منشأة أعمال، وذلك لكونه عادة ما يستخدم لمواجهة النفقات المتعلقة أساساً بالتشغيل العادي للطاقت الإنتاجية للمنشأة، وذلك بغرض الاستفادة وتحقيق التوازن المالي في أبعد حدوده.

أما بالنسبة لمفهوم التمويل قصير الأجل فهو مجموعة الأموال المستخدمة من قبل المنشأة من أجل تمويل احتياجاتها الجارية؛ والتي لا تتعدى عادة السنة المالية الواحدة، والمتمثلة في الأصول الجارية. يتميز هذا النوع من التمويل بتعدد أنواعه، ونحاول في بحثنا هذا تصنيفه في ثلاثة مجموعات أساسية هي: الائتمان المصرفي و الائتمان التجاري والتمويل قصير الأجل المضمون.

1- الائتمان المصرفي

يقصد بالائتمان المصرفي القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المنشأة من البنوك لتغطية احتياجاتها المالية؛ وهي من مصادر التمويل المهمة التي قد تلجأ إليها العديد من منشآت الأعمال، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين المنشأة و البنك¹.

وهناك عدة أنواع من القروض المصرفية قصيرة الأجل، التي سنحاول التركيز على الشائعة منها:

1-1 القروض الفردية: يشير هذا النوع من القروض المصرفية قصيرة الأجل إلى تلك القروض

التقليدية والشائعة، وأن مدة هذه القروض قد تمتد لغاية سنة واحدة، إلا أنها غالباً ما تنحصر بين (30-90) يوم. من خصائص هذه القروض أنها تتم على أساس التفاوض، وأنها تمنح لغرض محدد ويتم توثيقه عن طريق الكمبيالة، وهي تسدد دفعة واحدة حسب التاريخ المحدد بموجب الكمبيالة، وأنها قابلة للتجديد.

¹ - عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص141.

1-2 خطوط الائتمان: خط الائتمان هو اتفاق يتيح للمنشأة الاقتراض لغاية مبلغ يتم تحديده من قبل المصرف كحد أعلى خلال مدة الاتفاق، وهذا الاتفاق يقلل من الجهود التفاوضية، كما أنه يوفر للمنشأة مصدر تمويل يتمتع بالمرونة، وهذا النوع من القروض يستخدم بالغالb لموجهة الاحتياجات المالية الموسمية.

1-3 الائتمان المتجدد أو الدوار: استنادًا لهذا النوع من القروض فإن المصرف يلتزم بتقديم الائتمان بناء على طلب المنشأة لغاية حد أقصى يتم الاتفاق عليه، ويتوجب على المنشأة دفع رسوم التزام تكون محصورة ما بين (0.125%-0.5%) سنويًا عن الجزء غير المستخدم من المبلغ المتفق عليه (أي الحد الأقصى المتفق عليه مطروح منه المبلغ المستخدم)، فإذا لم يتم استخدام الأموال المتفق عليها فإن المنشأة أن تدفع رسوم الالتزام عن كامل الحد الأقصى المتفق عليه، وأن تدفع الفائدة عن أي مبلغ يتم استخدامه في أي وقت.

2- الائتمان التجاري

يمكن تعريف الائتمان التجاري " بأنه نوع من التمويل قصير الاجل تحصل عليه المنشأة من الموردين، ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية¹ ". وتتعتمد المنشآت على هذا المصدر التمويلي بدرجة أكبر من اعتمادها على الائتمان المصرفي، وقد يعتبر المصدر الوحيد- قصير الأجل- متاح لبعض المنشآت.

هذا ويطلق على الائتمان التجاري الائتمان التلقائي نظراً لأنه عادة ما يزيد وينقص مع التقلبات في حجم النشاط، أي أنه عادة ما يكون متاح بالقدر الملائم وفي الوقت المناسب، وتعد هذه واحدة من أهم مزايا الائتمان التجاري، يضاف إليها انه يتم دون إجراءات أو تعهدات رسمية. وهناك ثلاثة أشكال من الائتمان التجاري هي²:

1-2 الحساب الجاري: في هذا النوع من الحساب يقوم التاجر (المورد) بمنح العميل تسهيلات بالدفع دون توقيع العميل على كمبيالات وهذه تعتبر ميزة بالنسبة للمدين لعدم وجود وثيقة إثبات قانونية بيد الدائن.

2-2 الكمبيالات: الكمبيالة هي تعهد بدفع مبلغ معين بتاريخ معين، وهذا النوع فيه مزايا للدائن (المورد) منها:

- الكمبيالة تعتبر وسيلة إثبات قانونية بيد الدائن؛
- يستطيع الدائن تظهير الكمبيالة لتاجر آخر أو خصمها لدى البنك والحصول على قيمتها نقدًا.

¹- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الحجار، عنابة، 2008، ص 36 .

²- عبد الحليم كراجة و آخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الثانية، 2006م، ص 73

2-3 الشيكات المؤجلة: وهي وسيلة غير مرغوبة من قبل المدينين نظرا للإجراءات القانونية الصعبة بحق المتخلفين عن الوفاء بقيمة الشيكات، وتجدر الإشارة هنا على أن الشيك هو أداة وفاء غير معلقة على شرط إلا أنها أصبحت تستخدم كأداة ائتمان.

3- التمويل قصير الاجل المضمون: التمويل المضمون هو ذلك النوع من التمويل قصير الأجل الذي يعزز بوجود أو بأصل معين من قبل المقرض، وأن الأصول الخاصة بالمقرض المستخدمة بهذه الطريقة يشار إليها بالضمانة، وهذه الضمانة تعمل كمصدر مضاف للأموال بالنسبة للمقرض، في حالة فشل المقرض بالدفع في الأجل المحدد للقرض، حيث يمكن للمقرض من التصرف بالضمانة لتغطية مبلغ القرض وفوائده، أو على الأقل تغطية جزء من كلاهما، وإن الضمانة المستخدمة في عقود التمويل قصيرة الاجل تكون بالعادة من الأصول المتداولة كالأوراق المالية، الحسابات (الذمم) المدينة، أو المخزون، وفي أدناه تعريف بكل تلك الضمانات¹.

3-1 اتفاقات إعادة الشراء: تتضمن هذه الاتفاقات جزئين هما: بيع الأوراق المالية القابلة للتسويق ومن ثم إعادة شراء نفس الأوراق من المشتري، ويشمل الاتفاق اقتراض الأموال لمدة تقل عن أجل استحقاق الأوراق المالية القابلة للتسويق المستخدمة في الاتفاق.

3-2 الحسابات أو الذمم المدينة: يمكن استخدام هذه الحسابات كضمانة للقرض المضمون، إن أبسط شكل لتمويل الحسابات المدينة هو التنازل عنها، وفي التنازل عن الحسابات المدينة فإن المقرض يقوم بتقديم القرض ويقبل الحسابات المدينة للمقرض كضمانة، واستنادا لما تقدم فإن المقرض يستلم النقد فورا مقابل تقديم اشعار أو كمبيالة للمقرض.

بشكل عام فإن القرض الذي يمنحه المقرض قد يصل لغاية (70% إلى 80%) من قيمة الحسابات المدينة، وأن المقرضين لا يقبلون الحسابات المدينة التي مضى أجل استحقاقها، أي التي تأخر سدادها.

3-3 المخزون: يمكن استخدام المخزون كضمان للتمويل كونه يمثل أحد الأصول السائلة إلى حد ما، وإن ليس كل أنواع المخزون تتمتع بأهمية متساوية كضمان، وأن مقدار الأموال التي يتم اقراضها تعتمد على السهولة التي يتمتع بها المخزون للتحويل إلى النقد من قبل المقرض.

¹ - عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشه، مرجع سابق، ص153.

وبشكل عام فإن المخزون النمطي أفضل من المخزون المتخصص، والمخزون غير القابل للتلف أفضل من المخزون القابل للتلف.

المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل

تتكون مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل من:

1- أموال الملكية: إن الهيكل المالي لمعظم المنشآت يتضمن حقوق ملكية (التمويل الممتلك)، وتنشأ هذه الحقوق بشكل أساسي من المدفوعات النقدية التي يقدمها المالكون لشراء الأصول المطلوبة للبدء بعمليات المنشأة، ويمكن أن تزداد حقوق الملكية عن طريق احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها في عمليات المنشأة، وضمن هذا الفرع سيتم استعراض مصادر التمويل الممتلك متوسط وطويل الأجل والمتمثلة في: الأسهم الممتازة، الأسهم العادية، والتمويل الذاتي.

1-1 الأسهم الممتازة: الأسهم الممتازة تصنف ضمن بنود حقوق الملكية للمنشأة 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 الإسمية للأسهم فقط، و في حالة تحقيق أرباح في المنشأة 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 بتوزيعها المنشأة، ولا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة¹.

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 الإلتزام بسداد قيمتها الإسمية عند التصفية، إلا أنها لا تعد ديون على المنشأة و لا يترتب على عدم سداد أرباحها إفلاس للمنشأة، كما أن توزيعات الأرباح الخاصة بها لا تخصم من الوعاء الضريبي.

1-2 الأسهم العادية: تعد الأسهم العادية أحد أشكال التمويل طويل الأجل الخارجي المتاحة أمام المنشأة، ومن المصادر الأساسية للتمويل الممتلك والمصدر الأول في المراحل الأولى لتأسيس الشركة؛ وكذلك عند ظهور الحاجة للأموال بعد سنوات التأسيس؛ فقد يجد المدير المالي نفسه أمام ضرورة القيام بإصدار أسهم عادية جديدة لتمويل برنامج التوسع الرأسمالي.

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

وفي مضمارة دراسة المنشأة لقرار التمويل بإصدار الاسهم العادية، يتوجب عليها هنا أن تأخذ بنظر الاعتبار الكيفية التي يقيّم بها المستثمرون المنشأة في السوق المالية، وبافتراض أن المعلومات في السوق تكون موزعة توزيعاً غير متماثل (أي تكون السوق المالية غير كفؤة كفاءة قوية)، هنا يقيّم المستثمرون المنشأة بأقل من قيمتها، وفي الحالة الأخرى وهي تقييم المنشأة بأكثر من قيمتها فهنا تكون الفرصة متاحة للمنشأة من إصدار هذا النوع من الملكية، ومن ذلك يتضح أن المنشأة توقّت إصدارها لهذا النوع من التمويل بالاسهم العادية على وفق ما تكون عليه قيمة هذا السهم في السوق¹.

1-3 التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي "الداخلي" المصدر الوحيد الناتج عن العمليات الإنتاجية للمنشأة الاقتصادية، وبذلك فهو يساهم بشكل كبير في نمو للمنشأة الاقتصادية، لأنه يضمن تجديد وسائل الإنتاج من جهة، ويضمن التمويل الكلي أو الجزئي لتوسعات المنشأة الاقتصادية من جهة أخرى، وبذلك فهو يحافظ على وجود للمنشأة الاقتصادية.

1-3-1 مفهوم التمويل الذاتي AF

للمويل الذاتي عدة مفاهيم أو عدة تعاريف نذكر منها:
"يقصد بالتمويل الذاتي الأموال المتولدة من العمليات الجارية للشركة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية"².

ويمكن تعريف التمويل الذاتي على أنه " تلك الموارد الجديدة المتكونة بواسطة النشاط الأساسي للمؤسسة، والمحتفظ بها كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية"³.

ومن هذه التعاريف نستخلص أن التمويل الذاتي هو عبارة عن مصدر تمويلي متولد من نشاط جاري للمؤسسة الاقتصادية، ولها حرية التصرف في استخدامه، دون شرط أو قيد وذلك بتوجيهه لتمويل الاستثمارات المستقبلية أو تمويل رأس المال العامل، ويمكن أن نقول أن التمويل الذاتي هو الضمان الوحيد على وجود المؤسسة الاقتصادية واستمرارها.

1-3-2 مكونات التمويل الذاتي: إن التمويل الذاتي ما هو ما هو إلا ثمرة نشاط المنشأة خلال الدورة المالية، مع طرح الجزء الموزع على ذوي الحقوق من النتيجة الصافية، مضافاً إليه كل من أقساط الاهتلاكات و المؤونات ذات الطابع الاحتياطي، والتي تعتبر وهمية ولا تمثل مخرجات نقدية حقيقية، فهي بحوزة المنشأة لذا يجوز أن تضيفها لتساهم في تكوين التمويل الذاتي للمنشأة.

¹- محمد علي أبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثناء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009، م، ص ص 702.703.

²- عاطف وليم أندوراس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007، ص 406.

³- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل، الطبعة الأولى، عمان، 2006، ص 240.

ومنه نخلص إلى أن التمويل الذاتي في أي منشأة يتكون من العناصر الأساسية التالية¹:

- الإهلاكات؛

- المؤونات والمخصصات؛

- الأرباح المحتجزة؛

التمويل الذاتي AF = النتيجة غير الموزعة + الإهلاكات + المؤونات ذات الطابع الاحتياطي

القدرة على التمويل الذاتي CAF = نتيجة الدورة الصافية + الإهلاكات + المؤونات ذات الطابع الاحتياطي

2- أموال الاستدانة

تسعى المؤسسات المعاصرة إلى توفير الموارد المالية من مصادر متعددة و بأشكال مختلفة وفقاً 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؛ السندات و القرض الإيجاري.

كما توجد طرق أخرى للتمويل طويل الأجل للمنشأة، وهي حديثة نسبياً مثل التمويل عن طريق الاندماجات أو باستعمال الخيارات أو بالتعهدات (التراخيص).

2-1 القروض طويلة الأجل

تحصل المؤسسة على القروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية المختلفة، حيث يتم الحصول على القروض عن طريق التفاوض المباشر، يتم من خلالها إنتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقاً لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما، و يتم سداد الفوائد بشكل دوري، فيما يتم إستهلاك القرض على أقساط متساوية في تواريخ معينة، أو قد يتم سداده مرة واحدة في تاريخ إستحقاق متفق عليه، و يتضمن العقد المبرم شروط تتعلق بالجوانب التالية:

- قيمة القرض و معدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ إستحقاقه؛

- الرهونات المرتبطة بالقرض؛

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

- أوجه الإستخدام التي سيخصص لها القرض.

من الدوافع التي تجعل المنشأة تلجأ لهذا النوع من التمويل ما يلي²:

- عدم امكانية طرح أسهم جديدة أو التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة؛

- ضعف الطلب في سوق الأوراق المالية واحتمالات عدم تغطية الإصدار؛

¹- أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 28.

²- براق محمد، غربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الطبعة الأولى، 2014، ص 46.

- عدم تأثير الاقتراض في السيطرة الحالية على إدارة المنشأة؛
- يقارب هذا النوع من التمويل في طبيعته رأس المال إلى حد ما، لذا يمكن استعماله لتمويل الموجودات الثابتة؛
- يوفر للمنشأة مرونة الاقتراض قصير الاجل؛
- أقل تكلفة من اصدار الاسهم.

2-2 السندات

السندات هي: " من الديون الطويلة الأجل، فهي تمثل ورقة مديونية تتضمن التزاما بالدفع خلال مدة تزيد عن السنة، تصدرها المؤسسات الخاصة أو الهيئات الحكومية، فالسند هو حصة قرض طويل الأجل مدفوع للجهة المصدرة لهذا السند ¹."

تعد الاستدانة بواسطة الدعوى العامة للادخار وسيلة من وسائل التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات الكبرى والهيئات العامة، حيث تلجأ المؤسسة إلى الجمهور بواسطة السوق المالي من أجل الاكتتاب وتوظيف أموالهم لدى المؤسسة، حيث تزداد أهمية الدعوى العامة للادخار من الجمهور خاصة في حالة تدني النتائج وتدهور أداء الاقتصاد وعدم قدرة البنوك على منح قروض جديدة استجابة لإجراءات السياسة النقدية في الحد من الائتمان من أجل كبح التضخم حيث يتم تجزئة القرض إلى عدة أجزاء بحيث يمكن للأفراد شراء السندات نظرا لانخفاض ثمنها ودرجة ضمان مهمة في الحصول على الربح والحق في الأصول في حالة التصفية. ولحامل السند الحق في الحصول على دخل ثابت، يدفع سنويا أو ربع سنوي بصرف النظر عن الأرباح التي حققتها المؤسسة، ويحصل حامل السند على الفوائد قبل دفع توزيعات للملاك مع الأولوية في الحصول على كافة حقوقه عند تصفية المؤسسة ².

2-3- القرض الايجاري: " هو عقد يبرم بين مستخدم الاصل ويسمى بالمستأجر وبين مالك الاصل وهو المؤجر، و ينص العقد على أن يدفع المستأجر القيمة الايجارية المتفق عليها وبذلك تعفى المنشأة الاقتصادية المستأجرة من مسألة تدبير الاموال لشراء الاصل لتقتصر التزاماتها المالية على دفع ايجار بشكل دوري للمؤجر يضمن له تغطية تكلفة الاصل، وتحقيق عائد بمعدل يماثل معدل الفائدة على قرض مضمون ³". ويمكن تعريف القرض الايجاري على أنه: " عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا لذلك، بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل

¹ - عدنان تايه النعيمي، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص 203.

² - عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 36.

³ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 555.

الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار¹.

يمكننا من خلال هذه التعاريف استنتاج الخصائص الأساسية للقرض الإيجاري:

- إن المنشأة المستفيدة من هذا النوع من التمويل والتي تسمى المنشأة المستأجرة غير مطالبة بإنفاق المبلغ الكلي للاستثمار مرة واحدة، وإنما تقوم بالدفع على أقساط تسمى ثمن الإيجار، وتتضمن هذه الأقساط جزء من ثمن شراء الأصل مضافا إليه الفوائد التي تعود للمؤسسة المؤجرة ومصاريف الاستغلال المرتبطة بالأصل المتعاقد حوله.
- إن ملكية الأصل أو الاستثمار أثناء فترة العقد تعود إلى المنشأة المؤجرة وليس المنشأة المستأجرة، وتستفيد هذه الأخيرة من حق الاستعمال فقط وتبعا لذلك تكون مساهمة المنشأة المؤجرة قانونية ومالية، بينما تكون مساهمة المنشأة المستأجرة إدارية واقتصادية.
- في نهاية العقد تتاح للمنشأة المستأجرة ثلاث خيارات إما أن تطلب تجديد عقد الإيجار وفق شروط يتفق بشأنها مجددا وتستفيد بالتالي لفترة أخرى من حق استعمال هذا الأصل دون أن تكسب ملكيته.
- وإما أن تشتري نهائيا هذا الأصل بالقيمة المتبقية المنصوص عليها في العقد وفي هذه الحالة تنقل الملكية القانونية للأصل للمنشأة المستأجرة إضافة إلى حق الاستعمال وهذا هو الخيار الأخير أن تمتنع عن تجديد العقد وتمتتع أيضا عن شراء الأصل وتنتهي بذلك العلاقة القائمة بينهما وتقوم بإرجاع الأصل إلى المنشأة المؤجرة.
- تقيم عملية القرض الإيجاري علاقة بين ثلاثة أطراف هي المنشأة المؤجرة و المنشأة المستأجرة باختيار الأصل الذي ترغب فيه لدى المنشأة الموردة، وتقوم المنشأة المؤجرة بإجراءات شراء هذا الأصل من المنشأة الموردة ودفه ثمنه بالكامل، ثم تقديمه إلى المنشأة المستأجرة على سبيل الإيجار طبعاً.

المطلب الثالث: المزيج التمويلي والعوامل المؤثرة في بنائه

بناءً على قرار التمويل يتم تحديد المزيج التمويلي المناسب للمشاريع الاستثمارية، لذلك وجب معرفة مفهوم المزيج التمويلي والعوامل المؤثرة في بنائه.

1- تعريف المزيج التمويلي: "هو مجموع الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المنشأة، وهو يتضمن

التمويل المقترض والتمويل الممتلك، وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية، أي أن المزيج التمويلي يتكون من نوعين من التمويل هما: التمويل المقترض الذي يتضمن التمويل المقترض قصير

¹ - الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 55.

الاجل ؛ والتمويل المقترض طويل الاجل، والتمويل الممتمك الذي يتضمن رأس المال المدفوع والارباح المحتجزة.¹

ويعرف كذلك على أنه: "تلك التوليفة بين الأموال الخاصة والقروض التي تستعملها المؤسسة في تمويل استثماراتها."²

كما تم تعريف المزيج التمويلي على أنه: "تشكيلة المصادر التي حصلت المنشأة منها على الأموال لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية."³ ومن خلال هذه التعاريف يمكن صياغة التعريف الاجرائي التالي:

المزيج التمويلي هو ذلك الخليط بين القروض قصيرة الأجل والقروض متوسطة و طويلة الأجل والأموال الخاصة، والذي يستعمل لتمويل مختلف أصول المنشأة .

2- العوامل المؤثرة في بناء المزيج التمويلي: يتأثر قرار المنشأة في تحديد تركيبة المزيج التمويلي بعوامل متعددة أهمها⁴:

- **المخاطر التشغيلية:** المنشأة ذات العوائد التشغيلية المستقرة نسبيا يمكنها أن تزيد من التمويل المقترض في هيكلها المالي، لان احتمال تعرضها للمخاطرة أقل قياسا بتلك التي تتصف بالتقلب في العوائد التشغيلية، وبالتالي فإنها تتمتع بحالة أمان عالية اتجاه تسديد فوائد القروض.
- **تركيبية الموجودات:** تؤثر تركيبية الموجودات في طريقة التمويل، فالمنشأة التي تتميز بكثافة موجوداتها طويلة الاجل تفضل التمويل المقترض طويل الاجل، بينما تمتاز المنشأة ذات رأس المال العامل الكثيف بالاعتماد على التمويل المقترض قصير الاجل.
- **معدل نمو المبيعات:** يمكن للمنشأة التي تتصف بنمو مضطرب في قيمة مبيعاتها أن تعتمد على التمويل المقترض بدرجة أكبر، إذ من المتوقع أن يترتب على ذلك زيادة العوائد التي تمكنها من تسديد التزاماتها المالية (الفوائد).

¹ - محمد علي أبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 159.

² - محمد بشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2016، ص 156.

³ - عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشه، مرجع سابق، ص 136.

⁴ - محمد علي أبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 168.

- **حجم المنشأة:** تتوقف قابلية المنشأة في اعتماد التمويل المقترض على حجمها، فالمنشآت صغيرة الحجم تعتمد على التمويل الممتمك بشكل أساسي، بينما يزداد اعتماد المنشآت على التمويل المقترض كلما توسعت وكبر حجمها، ويتباين مقياس الحجم فأما أن يكون موجودات المنشأة أو مبيعاتها.
- **المرحلة المعنية من دورة حياة المنشأة:** تقسم دورة حياة المنشأة عادة إلى أربع مراحل هي: الدخول، التوسع، النضوج، التدهور، ويساعد هذا التقسيم لدورة الحياة في تحديد استراتيجيات التمويل، ففي المرحلة الأولى يكون الاعتماد على التمويل المقترض قليل، يرتفع جدا في مرحلة التوسع، ويتناقص في مرحلة النضوج نظرا لتوافر الاموال الذاتية، وينخفض جدا في المرحلة الاخيرة.
- **موقف الادارة:** إدارة المنشأة التي تتصف بالحيطه تتحفظ في استخدام التمويل المقترض، على العكس من الادارة المجازفة التي تتوسع في استخدامه.
- **موقف الدائنين:** يمنح الدائنون القروض عندما تكون المعايير المالية للمنشأة المقترضة سليمة، لذلك ينبغي عليها أن تتمتع بمؤشرات مالية إيجابية لتشجيع الدائنين على اقراضها.

المبحث الثاني: نسب الهيكل المالي، تكلفة الأموال و الرافعة المالية

تلجأ المؤسسة عادة إلى مصادر مختلفة لتمويل إحتياجاتها، وتصنف هذه المصادر وفق معايير مختلفة، كمصدر الأموال ودرجة الاستحقاقية وطبيعة الملكية، وليس من السهل على المؤسسة إختيار إحدى الوسائل التمويلية، لأن لكل واحدة تكلفة معينة، إذ لا يوجد مصدر تمويلي مجاني بإستثناء الإئتمان التجاري في حالة غياب الخصم النقدي؛ وعليه ينبغي على المؤسسة دراسة المزايا والقيود التي تترتب عن هذا الإختيار بالموازنة بين العائد والمخاطر¹.

المطلب الأول:نسب الهيكل المالي

تحدد الهيكلية المالية للمنشأة طريقة ومصدر تمويل الاستخدامات، وحجم الاستدانة المالية، ويهدف استخدام هذه النسب بشكل عام الى دراسة تمويل استخدامات المنشأة، والحكم على درجة استقلاليتها المالية و مقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، بالاضافة لغرضها في الحصول على قروض جديدة.

1-نسب التمويل

انطلاقا من مبدأ التوازن العام بين الموارد الدائمة والاستخدامات الثابتة، فإنه من الضروري على مسيري المنشآت الاقتصادية أن يسعو على الأقل من أجل تحقيق التساوي بين هذين العنصرين، ومن خلال نسب التمويل نتمكن من دراسة وتحليل مساهمة كل مصدر تمويلي في تمويل أصول المنشأة وعلى وجه التحديد الأصول الثابتة.

1-1 نسبة تمويل الاصول الثابتة: تبين هذه النسبة مستوى تغطية الاستثمارات الصافية عن طريق

الاموال الدائمة وتحسب بالعلاقة التالية²:

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

- إذا كانت النسبة أكبر من الواحد فيعني أن الأموال الدائمة مولت كل الاصول الثابتة، وبقي فائض استعمل في تمويل الاصول المتداولة وهو يشكل رأس المال العامل الصافي الاجمالي.
 - إذا كانت أصغر من الواحد فتدل على أن الأموال الدائمة غير كافية لتمويل الاصول الثابتة أي أن جزء منها مول بالخصوم المتداولة مما يدل على أن رأس المال العامل الصافي الاجمالي سالب.
 - إذا كانت مساوية للواحد فالأموال الدائمة مولت الاصول الثابتة.
- وعليه يجب أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد لكي يتحقق التوازن المالي.

¹- مليكة زغيب، مداخلة بعنوان تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر 2005، ص 2.

²- خميسي شيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013، ص 94.

2-1 نسبة التمويل الخاص (الذاتي)

و تعتبر هذه النسبة مكملة للنسبة الأولى و تحسب بالعلاقة التالية¹:

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

- تقيس هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة.
- إذا ساوت الواحد فإن 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.

3-1 نسبة الإستقلالية المالية

و تقيس هذه النسبة مدى إستقلالية المؤسسة عن دائنيها و تحسب وفق العلاقة التالية²:

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

- يجب أن تكون أكبر أو تساوي (1) هذا يعني أن الاموال الخاصة أكبر من الديون.
- و تشير 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 اقتراض 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.

4-1 نسبة الديون إلى إجمالي الأصول

تحدد هذه النسبة هامش الأمان للمقرضين، و تحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية³:

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

- 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).
- حيث أنه كلما إنخفضت هذه النسبة زاد هامش الأمان بالنسبة للدائنين في حالة إشهار إفلاس المؤسسة و بيع أصولها، و على العكس من ذلك، يفضل الملاك نسبة الإقتراض مرتفعة لأحد السببين: زيادة نصيبهم من

¹- ناصر داداي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، دار المحمدية، الجزائر، 1999، ص 53.

²- دحموش محمد، التحليل المالي، الصفحات الزرقاء، البويرة، الجزائر، 2004، ص 54.

³- عقبة قطاف، أثر التشخيص المالي على تنافسية المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة بسكرة 2009، ص 71.

الأرباح، أو زيادة أموال الملكية تعني التنازل عن جزء من السيطرة على المؤسسة، وارتفاع هذه النسبة تعني ارتفاع مساهمة الإقراض في تمويل الأصول.

2-نسب المديونية

من أجل التفصيل أكثر في تركيبة الهيكل التمويلي للمنشأة الاقتصادية، بهدف معرفة نسبة حضور أموال الاستدانة مقارنة بأموال الملكية نقوم بحساب نسبة المديونية العامة.

1-2 نسبة المديونية العامة

هذه النسبة تعتبر مؤشر دقيق حول الوضع المالي للمنشأة على المدى الطويل، وتحسب بالعلاقة التالية¹:

$$\text{نسبة المديونية العامة} = \text{مجموع الديون} / \text{أموال الملكية}$$

يعبر انخفاض هذه النسبة عن حماية أفضل للدائنين وعن وجود قدرة كامنة على الاقتراض من قبل المنشأة، ويرى البعض أن الحد الأقصى لهذه النسبة هو الواحد (1) أي 100%.

ومن أجل التدقيق أكثر في نسبة حضور كل من أموال الاستدانة مقارنة بحضور أموال الملكية في الهيكل التمويلي للمنشأة الاقتصادية، نقوم بتصنيف أموال الاستدانة إلى صنفين رئيسيين؛ ديون طويلة ومتوسطة الأجل وديون قصيرة الأجل، وعليه حساب كل من نسبة المديونية طويلة ومتوسطة الأجل، وكذلك نسبة المديونية قصيرة الأجل إلى أموال الملكية.

2-2 نسبة المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل إلى أموال الملكية

$$\text{نسبة المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل} = \text{الديون الطويلة والمتوسطة الأجل} / \text{أموال الملكية}$$

تستخدم هذه النسبة من أجل التفصيل في نسبة المديونية العامة، حيث نتمكن من خلال حسابها من معرفة نسبة حضور جزء فقط من أموال الاستدانة، وهو الديون المتوسطة وطويلة الأجل مقارنة بأموال الملكية، ومن الواجب أن تتراوح هذه النسبة بين 30% و 35% من أموال الملكية.

2-3 نسبة المديونية قصيرة الأجل إلى أموال الملكية

$$\text{نسبة المديونية قصيرة الأجل} = \text{الديون قصيرة الأجل} / \text{أموال الملكية}$$

تستخدم كذلك هذه النسبة من أجل التفصيل في نسبة المديونية العامة، وذلك بهدف معرفة وزن الديون قصيرة الأجل مقارنة بأموال الملكية في المنشأة الاقتصادية، وقد حدد لها حد أقصى لا يجب تجاوزه وهو 65% من أموال الملكية.

¹ - شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2009 \ 2010، ص ص 125-126 .

نلجأ إلى استخدام نسبة المديونية طويلة ومتوسطة الأجل إلى أموال الملكية، وكذلك نسبة المديونية قصيرة الأجل إلى أموال الملكية، من أجل معرفة مدى حضور كل نوع من أموال الاستدانة في الهيكل التمويلي ومقارنته بأموال الملكية، وذلك بهدف تحديد و بأكثر دقة موقع الخلل.

المطلب الثاني: تكلفة الأموال

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 المملوكة

تعرف تكلفة التمويل المملوكة بأنها " الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الملكية للحفاظ على (قيمة الملكية الحالية) بدون أي تغيير".¹

1-1 - **تكلفة الاسهم العادية:** قبل أن تتخذ المنشأة القرار بالتمويل بالاسهم العادية يتطلب الأمر حساب تكلفة هذا التمويل، وهناك عدة نماذج يمكن استخدامها إلا أن أهمها هو نموذج قوردن (Gordon) وحسب هذا الأخير فإن تكلفة التمويل بالاسهم العادية تصاغ كما يلي²:

$$k_c = [D_0/P_0(1-F)] + g$$

حيث تمثل: k_c : تكلفة التمويل بالاسهم العادية.

D_0 : قيمة توزيع أرباح السهم في الفترة الأولى.

P_0 : السعر الحالي للسهم.

F : تكلفة الإصدار للاسهم الجديدة.

g : معدل النمو المتوقع لربح السهم.

1-2 - **تكلفة الاسهم الممتازة:** يحصل حملة الاسهم الممتازة على عائد ثابت يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم، غير أن هذا العائد عادة ما يقل عن التكلفة الفعلية التي تتكبدها المنشأة من جراء الاعتماد على الاسهم الممتازة في التمويل، لان القيمة الفعلية للمتحصلات من بيع الاسهم الممتازة عادة ما تقل عن القيمة الاسمية لتلك الاسهم، ويتمثل الفرق في تكاليف الإصدار، وإذا ما أخذنا في الحسبان أيضا أن التوزيعات على حملة الاسهم الممتازة لا تخضع للضريبة، فسوف يتضح أن تكلفة الاسهم الممتازة تفوق العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم وهو ما توضحه المعادلة التالية³:

$$K_r = D/P(1-C)$$

¹ - محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، دار الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2000، ص 351.

² - محمد براق، غربي حمزة، مرجع سابق، ص 51-52.

³ - أحمد بورس، مرجع سابق، ص 89.

حيث تمثل: Kr: تكلفة التمويل للسهم الممتاز.

D: قيمة التوزيعات السنوية.

P: القيمة التي بيع بها السهم.

C: نسبة المصروفات المصاحبة للاصدار.

1-3 تكلفة الأرباح المحتجزة: إن تكلفة الأرباح المحتجزة تساوي تكلفة الفرصة البديلة لهذه الأموال لأنه لو لم يتم حجزها لوزعت على المساهمين العاديين الذين سيقومون باستثمارها بأفضل البدائل، لذلك تحسب تكلفة الأرباح المحتجزة بنفس طريقة حساب الأسهم العادية كما يلي¹:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = (\text{الأرباح المتوقعة} / \text{صافي السعر}) + \text{معدل نمو الأرباح}$$

المطلب الثالث: الرافعة المالية

إن الرافعة المالية ترتبط ارتباطا وثيقا بقدرة الادارة المالية على تشغيل الاموال ذات التكاليف الثابتة مثل القروض والاسهم الممتازة بطريقة تمكنها من زيادة ربحية السهم العادي، وعليه يمكن اعتبار أثر الرافعة المالية ملائما عندما تتمكن المنشأة من جني أرباح عن أصولها تفوق تكلفة الاموال ذات الدخل الثابت التي استخدمتها. ومن أجل الفهم الجيد للأثر الناجم عن لجوء المنشأة لمصادر تمويل ذات تكاليف ثابتة، وخاصة أموال الاستدانة على مردوديتها المالية يجدر بنا التطرق أولا إلى مفهوم كلا من المردودية الاقتصادية والمردودية المالية.

1- المردودية الاقتصادية

تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من حساب النتائج، والاصول الاقتصادية من الميزانية الاقتصادية.

تقاس المردودية بمعدل المردودية الاقتصادية كما يلي²:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية} = \text{نتيجة الاستغلال} / \text{الاصول الاقتصادية}$$

يقيس معدل المردودية الاقتصادية مساهمة الاصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال، أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال.

1- المردودية المالية: (مردودية الاموال الخاصة)

¹ - نوي نبيلة، محاضرات في مصادر التمويل، منشورة، السنة الثانية ماستر، إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم

الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2017 \ 2018.

² - إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سابق، ص 268.

تهتم المردودية المالية باجمالي أنشطة المنشأة وتدخّل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية، حيث نأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج، والاموال الخاصة من الميزانية. ويمكن حساب المردودية المالية بالعلاقة التالية:

$$\text{المردودية المالية} = \text{النتيجة الصافية} / \text{الاموال الخاصة}$$

حيث تحدد العلاقة أعلاه مستوى مشاركة الاموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المنشأة من استعادة ورفع حجم الاموال الخاصة، ويمكن بقراءة معمقة تعريف مردودية الاموال الخاصة على أنها معدل المردودية الاقتصادية عند مستوى استنادة معدوم.

2- أثر الرافعة المالية

مبدأ أثر الرافعة المالية هو أنه عندما تقوم المنشأة بالاستنادة واستثمار الاموال المقترضة في مجال نشاطها الصناعي والتجاري، فإنها تحصل من جراء ذلك على نتيجة اقتصادية التي من المفروض أن تكون أعلى من التكاليف المالية للاستنادة، ففي هذه الحالة تحقق المنشأة فوائض تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاموال المقترضة، هذا الفائض سوف يعود الى المساهمين ويرفع بذلك مردودية الاموال الخاصة، و من هذه الخاصية سمي بأثر الرافعة.

تعطى الصياغة الرياضية لأثر الرافعة المالية كما يلي¹:

$$R_{cp} = [Re + (Re - i) \cdot D / C_p] \cdot (1 - iS)$$

حيث تمثل: R_{cp} : مردودية الاموال الخاصة.

Re : معدل المردودية الاقتصادية.

$(Re - i)$: الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستنادة.

D / C_p : الرافعة المالية.

D : الاستنادة الصافية (الديون البنكية والمالية القصيرة والمتوسطة والطويلة الاجل

مخفضا منها القيم المنقولة للتوظيفات المالية و المتاحات.)

C_p : الاموال الخاصة.

$(Re - i) \cdot D / C_p$: أثر الرافعة المالية.

i : المصاريف المالية (تكلفة الاستنادة)

iS : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 270.

3- حالات أثر الرافعة المالية

باستخدام العلاقة السابقة لأثر الرافعة المالية ندرس أثر الاستدانة على المردودية، وذلك وفقا للحالات التالية¹:

1-4 حالة المنشأة عديمة الاستدانة: وهي حلة نادرة الحدوث على أرض الواقع وعندها تمول الاحتياجات المالية حصرا بواسطة التمويل الذاتي والرفع في رأس المال:

$$D=0 \rightarrow R_{cp} = Re \times (1 - iS)$$

في هذه الحالة لا يوجد أثر للرافعة المالية، و بالتالي تتساوى مردودية الاموال الخاصة مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الارباح.

2-4 حالة المنشأة المستدنة

1-2-4 حالة المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الفائدة: ($Re > i$)

عندما تكون المردودية الاقتصادية (Re) أكبر من معدل الفائدة (i) فإن نسبة المردودية المالية (R_{cp}) تزداد كلما ا زادت نسبة الاستدانة (D/Cp) وبالتالي يكون أثر الرافعة إيجابيا .

2-2-4 حالة المردودية الاقتصادية تساوي معدل الفائدة: ($Re = i$)

عندما تكون نسبة المردودية الاقتصادية (Re) مساوية لمعدل الفائدة (i) فإن حجم الديون في هيكل رأس المال لا يكون له أي تأثير على المردودية المالية للمؤسسة وبالتالي فإن أثر الرفع المالية يختفي وفي هذه الحالة فإن المردودية المالية تساوي المردودية الاقتصادية بعد الضريبة وهذا مهما كان مستوى الاستدانة.

3-2-4 حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة: ($Re < i$)

عندما تكون نسبة المردودية الاقتصادية (Re) أقل من معدل الفائدة (i) فإن نسبة المردودية المالية (R_{cp}) تنخفض كلما ازدادت نسبة الاستدانة (D/Cp) وبالتالي يكون أثر الرافعة سلبيا أي أنه كلما زاد حجم الديون كلما تناقصت المردودية المالية.

من خلال ما سبق فإن أثر الرافعة هام ويقيس درجة المخاطرة وحدود استخدام الديون وأثرها على مردودية الأموال الخاصة، كما تؤثر الرافعة المالية على الربح الصافي بعد الفوائد والضرائب لأن الفوائد الثابتة التي تدفع على القروض يتم احتسابها وتخصم من الدخل الخاضع للضريبة، وبالتالي فإن استخدام الديون في تمويل استثمارات المنشأة من شأنه تعظيم قيمتها.

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل، الطبعة الثانية، عمان، 2011، ص-ص

خلاصة الفصل الأول

تشكل مسألة التمويل موضوعا حساسا في المنشأة الاقتصادية، هذا ما جعل العديد من الباحثين والمختصين في مجال مالية المنشأة يهتمون بدراسة وتحليل تركيبة الهيكل التمويلي للمنشأة الاقتصادية من عدة جوانب، ومن خلال هذا الفصل حاولنا عرض مصادر التمويل المختلفة للمنشأة سواء المصادر قصيرة الأجل، أو متوسطة و طويلة الأجل، وأيضا سواء ممتلكة أو مقترضة، كما تطرقنا الى تعريف المزيج التمويلي الذي هو ذلك الخليط بين القروض قصيرة الأجل والقروض متوسطة و طويلة الأجل والأموال الخاصة، والذي يستعمل لتمويل مختلف أصول المنشأة، واستعرضنا أهم العوامل التي تؤثر في قرار المنشأة بشأن تحديد تركيبة الهيكل المالي، كما قمنا بدراسة نسب الهيكل المالي بغرض الحكم على درجة استقلالية المنشأة ماليا و مقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، ثم تطرقنا الى حساب تكلفة كل عنصر من مصادر التمويل والتي تمثل الأساس للكثير من القرارات التي تعتمدها الادارة المالية في المنشأة.

كما تبين أن الرفع المالي ذو تأثير مزدوج على المردودية المالية للمنشأة ، فنجاح المنشأة ونموها مرهون بمدى قدرتها على تحقيق معدلا من المردودية الاقتصادية يغطي تكلفة الإستدانة، وهو ما يؤدي بالمنشأة إلى تحقيق رفع مالي مفضل، وبذلك يكون أثر الرافعة إيجابيا على المردودية المالية، كما يمكن أن يكون لها تأثير سلبي إذا كانت تكلفتها غير مغطاة بمردودية كافية.

الفصل الثاني:

أثر الهيكل التمويلي على

قيمة المنشأة الاقتصادية

الفصل الثاني أثر الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة الاقتصادية

تمهيد

بعد معرفة مصادر التمويل المختلفة ومعرفة تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، وجب على المدير المالي اختيار التوليفة المثلى من بين هذه المصادر التي يترتب عليها تعظيم القيمة السوقية للمنشأة بأقل تكلفة ممكنة، وعليه أيضا إيجاد الطرق و الأدوات التي يمكن من خلالها الحصول على هذه الأموال، فإذا نظرنا إلى أي هيكل مالي نجده غالبا ما يتكون من عنصرين أساسيين هما أموال الملكية وأموال الاقتراض، فتركيبية الأموال والقرارات المتعلقة بكيفية اختيارها تعد عنصرا هاما في رفع أو خفض قيمة المنشأة.

وعلى هذا الأساس سنتعرض في هذا الفصل إلى تأثير تركيبية مصادر الأموال على قيمة المنشأة كمبحث أول والذي تناولنا فيه مفهوم قيمة المنشأة وأهم مؤشرات قياسها كمطلب أول، كما سنتطرق في المطلب الثاني إلى تأثير الاقتراض على قيمة المنشأة، و تأثير مصادر الأموال الداخلية على قيمة المنشأة كمطلب ثالث.

كما تناولنا في المبحث الثاني خطوات اختيار المزيج التمويلي الأمثل انطلاقا من حساب التكلفة المرجحة لرأس المال وفق مدخلين أساسيين هما: مدخل الأوزان الفعلية ومدخل الأوزان المستهدفة، كما عرّجنا على كيفية علاج سلبيات الهيكل التمويلي للوصول إلى الهيكل التمويلي الأمثل، من خلال عملية التقييم التي تقوم بها إدارة المنشأة لهيكلها المالي، ومن ثم استصدار حكم حول تركيبته، هل هي تمتلك هيكل تمويلي أمثل أم لا.

الفصل الثاني أثر الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة الاقتصادية

المبحث الأول: العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المنشأة

إن زيادة وعي الشركات بالأهداف التي يجب عليها إنجازها و التي على أساسها يتم تقييم نجاح الإدارة، أصبح بداية تحول في فكر إدارة المنشآت، وقد أصبح التركيز على هدف تعظيم قيمة المنشأة كأحد أهم الأهداف الإستراتيجية التي يبقى على إدارة المنشأة إنجازها. إذ أن التركيز على تعظيم قيمة الشركة من خلال التفكير المستمر في زيادة القيمة السوقية لأسهمها يدفع إدارة الشركة إلى اتخاذ إجراءات إستراتيجية فعالة بقصد تحقيق هذا الهدف بدلا من التركيز على الأداء التشغيلي فقط للشركة الذي يركز على تعظيم الربح فقط.

ولما كانت المنشأة تهدف إلى تعظيم قيمتها من خلال تعظيم ثروة المساهمين، ظهرت مجموعة من النظريات حاول المفكرون من خلالها دراسة العلاقة بين تركيبة الهيكل المالي للمنشأة وقيمتها السوقية، سنحاول في هذا المبحث التطرق الى دراسة هذه العلاقة.

المطلب الأول: مؤشرات خلق القيمة

تعد قيمة المنشأة من المفاهيم الصعبة وغير الواضحة لكون كل تخصص يحدد مفهومها من الزاوية التي ينظر إليها، كما يختلف تبعا لطبيعة وأهداف الدراسة، حيث قد يستعمل بصفة عامة أو بصفة دقيقة، كما أن هناك مجموعة من المؤشرات لقياس قيمة المنشأة.

1- مفهوم قيمة المنشأة

يمكن التعبير عن قيمة المنشأة "بأنها القيمة السوقية لأسهمها المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويتم تحديد القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تحديد قيمة حملة أسهمها¹."

ركز هذا التعريف على أن القيمة السوقية للسهم هي التي تحدد قيمة المنشأة.

قيمة المؤسسة هي "القيمة الاقتصادية لمجموع الأصول التي تحوزها المؤسسة من أجل تحقيق هدف الاستمرارية في النشاط ورسملة توزيعات الأرباح حيث تقوم على فكرة بأن الأرباح الموزعة تمثل المصدر الأساسي لمداخيل مقدمي الأموال للمؤسسة."²

مضمون التعريف الثاني هو أن قيمة الاصول الاقتصادية هي التي تحدد قيمة المنشأة.

من خلال التعاريف السابقة نخلص إلى أن قيمة المنشأة هي ما تساويه في لحظة زمنية معينة، حيث تتطور هذه القيمة بصفة مستمرة، وخاصة عندما تكون المنشأة مسعرة في البورصة ونتيجة لذلك فإن قيمتها هي قيمة

¹ - ريم محسن خضير، أثر حوكمة الشركات في القيمة السوقية لأسهم رأس المال في الشركات المصرفية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، كلية العلوم والاقتصاد، جامعة بابل، العدد: 32 ، 2012، ص 304 .

² - محمد بشوشة، مرجع سابق، ص 184.

الفصل الثاني أثر الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة الاقتصادية

أصولها الاقتصادية التي تتكون أساسا من أموالها الخاصة بقيمتها السوقية أي رسملتها في البورصة والقيمة السوقية لديون المنشأة حيث تتغير هذه القيمة سواء بالزيادة أو النقصان.

أما في حالة كون المنشأة غير مسعرة في البورصة فإنه يتم تحديد قيمتها من خلال تقييم أصول المنشأة التي تعبر عن قيمتها.

2- مؤشرات خلق القيمة

تهدف أي منشأة اقتصادية مهما كان نوعها، سواء كانت مسعرة أو غير مسعرة في البورصة إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها (المساهمين) أو لجميع الأطراف المهتمة بها، وذلك مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة الذي يقاس بمؤشرات لخلق القيمة، ومن بين هذه المؤشرات نجد مؤشرات، ذات طبيعة محاسبية، ذات طبيعة مالية، ومؤشرات ذات طبيعة مهجنة، بالإضافة الى مؤشرات ذات طبيعة بورصية، وسنركز في بحثنا هذا على المؤشرات ذات الطبيعة المحاسبية¹.

2-2 مؤشرات ذات الطبيعة المحاسبية: حتى منتصف الثمانينات المنشأة كانت تهتم في المقام الأول بمؤشرات، النتيجة الصافية، ربحية السهم الواحد، نتيجة الاستغلال، والفائض الاجمالي للاستغلال، أما في الجيل الثاني حيث ارتبط المنطق بمفهوم المردودية والكفاءة بمدى تحقيق النتائج المتولدة عن حركة رؤوس الاموال، وهي العائد على الاموال الخاصة، أثر الرافعة المالية، مردودية الاصول الاقتصادية.

2-2-1 ربحية السهم الواحد: بقي هذا المؤشر المفضل في مالية المنشأة، فبالرغم من محدودية هذا المؤشر إلا أنه الأكثر استخداما اليوم، وذلك لوجود علاقة مباشرة لقيمة السهم الواحد بمضاعفة النتيجة الصافية. إن معيار ربحية السهم لا يعتبر مؤشر لخلق القيمة إلا إذا استوفى الشروط الثلاثة الآتية:

- خطر الأصل الاقتصادي هو نفسه من دورة لأخرى؛
- معدل نمو النتائج هو نفسه قبل وبعد الصفقة؛
- الهيكل المالي للمنشأة هو نفسه من دورة لأخرى.

2-2-2 معدلات المردودية المحاسبية: تتدخل في معدلات المردودية المحاسبية كل من :

- معدل مردودية الاموال الخاصة؛
- معدل المردودية الاقتصادية؛
- معدل مردودية الاموال الخاصة؛
- التدفق النقدي العائد للاستثمار، والذي في شكله البسيط يمثل نسبة الفائض الاجمالي للاستغلال إلى الاصل الاقتصادي المأخوذ بالقيمة الاجمالية، أي قبل حساب اهتلاكات الأصول الثابتة.

¹ - حميدة رضاني، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي، مذكرة ماستر غير منشورة، في العلوم المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011 \ 2012، ص ص،

الفصل الثاني أثر الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة الاقتصادية

على العموم فإن قيمة المنشأة تنمو بقيمة أعلى من الاموال المستعملة إذا كانت مردودية الاستثمار أعلى من معدل المردودية المطلوب.

المطلب الثاني: تأثير الاقتراض على قيمة المنشأة الاقتصادية

لابد عند مناقشة الهيكل المالي من تبيان أهم النظريات المالية والمداخل التي عالجت هذا الجانب الحيوي في الادارة المالية، وهناك أربع نظريات هي: نظرية صافي الربح، نظرية صافي ربح العمليات، المدخل التقليدي، مدخل مودكلياني وميلر (Modigliani and Miller).

1- تأثير الاقتراض على قيمة المنشأة في غياب الضرائب

هناك وجهات نظر عديدة في شأن تأثير الاقتراض على تكلفة الاموال وقيمة المنشأة في ظل افتراض عدم وجود ضرائب، وسوف نعرض أهم النظريات والمداخل التي عالجت هذه العلاقة.

1-1 نظرية صافي الربح: تشير هذه النظرية الى أن الزيادة في نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاضا

في تكلفة الاموال مما يؤدي الى ارتفاع في القيمة السوقية للمنشأة.

تقوم نظرية صافي الربح على ثلاثة فرضيات أساسية هي¹:

- لا تغير الزيادة في استخدام القروض من ادراك المستثمرين للمخاطر، ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين ومعدل العائد على السندات والقروض تظل ثابتة، ولن تتغير بتغير نسب الرفع المالي.

- نظرا لأن المساهمين يجمعون باقي فائض النشاط أي صافي الربح بعد الفائدة، فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون.

- لا يتغير حجم الاستثمار فهو ثابت، وهذا مايعني ضمنا أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال تبقى ثابتة.

حسب نظرية صافي الربح فإن تكلفة الاستدانة وتكلفة الاموال الخاصة لا يتغيران عند تغير نسبة الاستدانة داخل الهيكل المالي للمؤسسة، وطالما تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة الأموال الخاصة، فإن الاعتماد على الاقتراض في التمويل بنسبة أكبر يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال، وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة.

2-1 نظرية صافي ربح العمليات: يؤكد مؤيدي نظرية صافي ربح العمليات في صياغة هيكل

التمويل، إلى أن التغير في الرفع المالي لا يسبب أي تغير في تكلفة الأموال المرجحة، ولا في القيمة

¹ براق محمد، غربي حمزة، مرجع سابق، ص 149.

الفصل الثاني أثر الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة الاقتصادية

السوقية للمنشأة، والتي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية زائد القيمة السوقية للقروض، بمعنى أن القيمة السوقية للمنشأة سوف تكون مستقلة عن أي تغييرات في هيكل الأموال¹.

لإثبات وجهة النظر أعلاه حول هذه النظرية لا بد لنا من تحديد مجموعة الفروض التي تقوم عليها هذه النظرية وهي :

- تتحدد القيمة السوقية ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي كلفة الأموال المرجحة، لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين اقتراض وملكية.
- يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال، لذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم (كلفة الأموال المرجحة) يظل ثابت لا يتغير أيضا.
- إن معدل الفائدة على القروض ثابتة.
- لا توجد ضريبة على دخل المنشأة.

3-1 المدخل التقليدي

على عكس نظرية صافي ربح العمليات يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل مالي مثالي أو وجود نسبة اقتراض مثالية تتخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وبالتالي تصل عندها قيمة المنشأة إلى حدها الأقصى، كذلك يفترض هذا المدخل أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون يزداد مع ازدياد نسبة الاقتراض، وذلك بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه.

إن جوهر هذا المدخل يشير إلى أن تكلفة الأموال تخفض تدريجيا مع زيادة حجم الأموال المقترضة إلى أن نصل إلى حد معين بعده تأخذ هذه التكلفة في الارتفاع، وعند هذا الحجم من الاقتراض والذي يتحول عنده اتجاه تكلفة الأموال نحو الارتفاع تتحدد نسبة الاقتراض المثالية، وبالتالي يمكن للمنشأة أن تحقق هيكل مالي أمثل من خلال تحديد درجة المديونية التي تخفض تكلفة رأس المال، وبالتالي زيادة قيمة المنشأة مع زيادة المديونية ذات التكلفة المنخفضة يرتفع العائد المطلوب على الأموال الخاصة، إلا أن هذا الارتفاع لا يتم بالشكل الذي يتعادل تماما مع التخفيض في تكلفة الاستدانة، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى تخفيض التكلفة الكلية ولكن و مع استمرار الاستدانة يرتفع العائد الواجب تحقيقه على الأموال الخاصة بشكل يفوق تكلفة الأموال الكلية بسبب الاعتماد على مصادر التمويل المنخفضة التكلفة المتمثلة في الديون كما ترتفع تكلفة الديون مع استمرار المنشأة في الاستدانة².

4-1 مدخل مودكلياني وميلر: (Modigliani and Miller)

قدم مودكلياني وميلر نظريتهما حول هيكل رأس المال وقيمة المنشأة عام (1958م) والتي نصت على عدم وجود علاقة بين هيكل رأس المال المنشأة وكلفة تمويلها، وبالتالي قيمة المنشأة.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2009، ص 539.

² - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، المكتب العربي الحديث، مصر، الطبعة 4، 1999، ص 644.

الفصل الثاني أثر الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة الاقتصادية

وقد طور مودكلياني وميلر نظريتهما بالاستناد الى الافتراضات التالية¹:

- أن أسواق رأس المال هي أسواق منافسة تامة.
- تصنيف المنشأة على أساس المخاطرة نسبة الى التباين في الأرباح قبل الفوائد والضرائب.
- أن الاقتراض خالي من المخاطرة ولا توجد حدود للإصدار، لذلك فإن معدل الفائدة على الدين ثابت.
- أن قيمة المنشأة تعتمد على دخلها التشغيلي، وأن توقعات المستثمرين متجانسة حول القيمة المستقبلية المتوقعة لدخل المنشأة.

من أجل التدليل على أن تكلفة الأموال و القيمة السوقية للمنشأة مستقلتين عن الهيكل المالي، انطلق العالمان من افتراض وجود مؤسستين تنتميان لنفس فئة المخاطرة، ولهما نفس معدل مردودية الأصول ومتماثلتين في الحجم، وتتميزان بخصائص اقتصادية متشابهة مع افتراض أساسي أنهما مختلفتين من ناحية الهيكل المالي، بحيث أن احدهما ممولة بالأموال الخاصة في حين أن الثانية ممولة بمزيج من الأموال الخاصة والديون حيث يتم إثبات أن الهيكل المالي مستقل عن القيمة السوقية للمؤسسة كما يلي²:

أ- الحقيقة الأولى لمودكلياني وميلر: تتمثل في أنه لا يمكن للمنشأة أن تزيد من قيمتها السوقية وبالتالي قيمة الأموال الخاصة، حيث تتوقف قيمة المنشأة على التدفقات الناتجة من الاستثمارات والمتمثلة في صافي ربح العمليات أو (EBIT)، وبالتالي فإن قيمة المنشأة تتحدد من خلال العلاقة التالية:

$$V=EBIT/Ke$$

حيث Ke : التكلفة الكلية للأموال

نستنتج من هذه الحقيقة الأولى لمودكلياني وميلر ثبات التكلفة الكلية للأموال وأن قيمة المنشأة تتوقف على الأرباح الناتجة من استخدام استثماراتها.

ب- الحقيقة الثانية لمودكلياني وميلر: بين العالمان في هذه الحقيقة أن العائد المطلوب تحققه على الأموال الخاصة KC يرتبط طرديا مع حجم الاقتراض إذ يزيد العائد المطلوب تحقيقه بالنسبة للأموال الخاصة كلما ازدادت القروض ويرجع ذلك إلى زيادة مخاطر الأموال الخاصة مع زيادة الاقتراض وبالتالي ضرورة زيادة العائد المطلوب تحقيقه نتيجة لذلك .

وبالتالي فإنه يمكن التعبير عن الحقيقة الثانية لمودكلياني وميلر كما يلي:

لا تختلف قيمة المؤسسة والتكلفة الكلية باختلاف مصادر التمويل سواء كانت أموال خاصة أو أموال مقترضة.

¹- محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص ص، 174-175.

²- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل والتحليل المالي، المكتبة الأكاديمية، الإسكندرية، 2005، ص 507.

الفصل الثاني أثر الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة الاقتصادية

2- تأثير الاقتراض على قيمة المنشأة في ظل وجود الضرائب

تناولنا وجهة نظر كل من (مودكلياني وميلر) في عالم لا توجد فيه ضرائب، الآن نعرض وجهة نظرتهم في شأن تأثير الاقتراض (الاستدانة) على قيمة المنشأة، ولكن على فرض وجود ضرائب، ففي مقال لهما سنة 1963 حاولا استدراك الانتقادات التي وجهت لنموذجهما، خاصة تلك المتعلقة بتجاهلهما للضريبة على ربح المؤسسة والضريبة على دخل المستثمر الشخصي.

في مقالتهما الثانية المشار إليها، أعادا صياغة نموذجهما مع الأخذ في الاعتبار في هذه الحالة، الضريبة على أرباح الشركات و فقط في اقتصاد تكون فيه المصاريف المالية التي تدفعها المؤسسات قابلة للتخفيض الضريبي، ومكافأة رأس المال غير خاضعة للضريبة. النتيجة التي توصلوا إليها هي كالتالي¹:

- الأخذ في الاعتبار الضريبة على أرباح الشركات يقود الى تفضيل الاستدانة مقارنة بالاموال الخاصة. من بين الميزات التي تتيحها الاستدانة أنها تعتبر من بين التكاليف التي يمكن تخفيضها عند حساب الضريبة على الربح، ومن ثم فإن خضوع ربح المنشأة للضريبة يعني أن المنشأة التي يتكون هيكلها المالي من القروض الى جانب الاموال الخاصة تستطيع تحقيق وفورات ضريبية. فقابلية تخفيض المصاريف المالية من الوعاء الضريبي على الشركات، تمثل في واقع الأمر مساعدة من قبل الدولة للمنشأة، ومن أجل أن تستطيع هذه الأخيرة الاستفادة منها يكفي أن تكون خاضعة للضريبة، أي محققة لربح.

عندما تكون هناك ضريبة على أرباح الشركات، فإن القيمة الاقتصادية لمنشأة مستدينة يساوي إلى القيمة الاقتصادية لمنشأة غير مستدينة زائد القيمة الحالية للوفرات الضريبية المرتبطة بالاستدانة. وفقا لهذه الأخذ في الحسبان لدور الضرائب، فإن على المنشأة تعظيم حجم الديون في هيكلها المالي من أجل الاستفادة القصوى من ميزات الضرائب الملحقه.

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 369.

الفصل الثاني أثر الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة الاقتصادية

المطلب الثالث: تأثير التمويل الذاتي على قيمة المنشأة

يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل التي تلعب دورا هاما في تنمية المنشأة وتطويرها، حيث يضمن توفير الاحتياجات المالية للمنشأة دون اللجوء إلى مصادر خارجية لتلبيتها، وكما للتمويل الذاتي مزايا وفوائد فإن له عيوب من الممكن أن تؤثر سلبا على قيمة المنشأة.

1- مزايا استخدام التمويل الذاتي

- تتنوع وتتعدد مزايا استخدام التمويل الذاتي كمصدر لتمويل المنشأة الاقتصادية ومن بين أهمها نجد:
 - يساهم اعتماد التمويل الذاتي كمصدر للتمويل في تخفيض المخاطر المالية التي تتعرض لها المنشأة، وهذا ما يؤدي إلى توسيع قائمة المشاريع الاستثمارية المقبولة من طرف المنشأة، وعليه زيادة الفرص أمامها.
 - يعتبر اعتماد التمويل الذاتي كمصدر تمويلي مؤشر للنمو الطبيعي للمنشأة، وهذا ما يعطي صورة عن نشاط هذه الأخيرة.
 - تتميز عادة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدرجة ائتمانية ضعيفة نوعا ما، ما يجعل حصولها على أموال من مصادر تمويل خارجية أمر صعب المنال نسبيا، لذا يعتبر التمويل الذاتي الحل الأمثل بالنسبة لها.
 - من بين المكونات الأساسية للتمويل الذاتي نجد كل من الإهلاكات والأرباح المحتجزة، حيث أن الإهلاكات يتم خصمها من الوعاء الضريبي، أما الأرباح المعاد استثمارها فهي تحظى بتخفيضات ضريبية .
 - يرفع التمويل الذاتي من الدرجة الائتمانية للمنشأة الاقتصادية، وعليه يدعم قدرتها الاقتراضية.
 - يضمن التمويل الذاتي للمنشأة الاقتصادية الاستقلالية في اتخاذ قراراتها في منى عن تدخل الدائنين أو المساهمين الجدد.
- رغم المزايا العديدة التي يقدمها التمويل الذاتي للمنشأة الاقتصادية، إلا أنه لا يخلو من العيوب والتي تؤثر سلبا على قيمة المنشأة نذكر منها:

2 - عيوب استخدام التمويل الذاتي

- من الممكن أن يتسبب الاعتماد على التمويل الذاتي كمصدر تمويل وحيد في عرقلة وتعطيل نمو المنشأة، وذلك لعدم كفايته لتمويل كل المشاريع الاستثمارية.
- يعتبر التمويل الذاتي مصدر تمويلي داخلي، وعليه فإن عملية توظيفه واستخدامه لا تحظى بالرقابة الكافية، وهذا ما قد يؤدي الى استخدامه بطريقة غير مثلى.
- إن زيادة حجم الأرباح المحتجزة من أجل رفع قيمة التمويل الذاتي قد يؤدي الى استياء بعض المساهمين ، وذلك ما يؤثر على السعر السوقي لأسهم المنشأة.

الفصل الثاني أثر الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة الاقتصادية

- إن تدعيم سياسة التمويل الذاتي عن طريق تعظيم أقساط الاهتلاك في السنوات الأولى يؤدي إلى زيادة تكلفة السلع المنتجة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى ارتفاع الأسعار، والذي يكون على حساب المستهلك، وكذا انخفاض تنافسية المنشأة في السوق.¹

¹ - أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 33.

الفصل الثاني أثر الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة الاقتصادية

المبحث الثاني: تقدير تكلفة الاموال وكيفية علاج سلبيات الهيكل التمويلي

بعد التطرق إلى التكاليف النوعية لأهم مصادر التمويل المتاحة أمام المنشأة الاقتصادية، يأتي الدور الآن لمعرفة التكلفة الكلية لرأس المال، إن هذه الأخيرة تتوقف على أهم مكونات المزيج التمويلي في المنشأة الاقتصادية حيث يقتصر على مصادر التمويل طويل الأجل فقط، ونظرا لعدم تساوي نسب كل مصدر تمويلي في الهيكل المالي للمنشأة، فإنه يصبح من الخطأ استخدام فكرة المتوسط الحسابي البسيط لتقدير تكلفة الاموال، وعليه نصبح مجبرين لاستخدام متوسط التكلفة المرجحة للأموال، والمقصود بالمرجحة هنا هو الحصة النسبية لكل مصدر تمويلي في الهيكل الكلي للتمويل، ومن ثم يكون لكل مصدر وزنا معيناً، مقابل مصادر التمويل الأخرى.

كما سنعرض كيفية علاج سلبيات الهيكل التمويلي، وذلك من أجل الوصول الى المزيج التمويلي الامثل الذي يعظم القيمة السوقية للمنشأة.

المطلب الأول: تكلفة رأس المال

تمثل تكلفة رأس المال الأساس للكثير من القرارات التي تعتمدها الإدارة المالية، لذلك يجب على المنشأة تحديدها بدقة لما لها من أهمية بالغة عند حسابها.

1- مفهوم تكلفة رأس المال

تعرف تكلفة رأس المال " أنها أدنى معدل عائد مطلوب على الاستثمار".¹

كم يمكن تعريفها " بأنها مقدار ما تدفعه المؤسسة من أجل الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة".²

وتعرف أيضا " بأنها المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة".³

من خلال ما سبق، يمكن تعريف تكلفة رأس المال نظريا بأنها العائد الأدنى الذي يجب أن يتحقق في مشاريع المنشأة ، والعائد الأدنى الذي يطلبه المستثمرون.

أما رياضيا، فتكلفة رأس المال تعبر عن المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمنشأة، وبذلك فهي تعبر عن تكلفة مصادر التمويل، وهو المعدل الذي بواسطته يتم حساب صافي القيمة الحالية، وعند استخدام معدل العائد الداخلي ، فإنه يتم مقارنة هذا المعدل مع تكلفة رأس المال حتى يصبح بالإمكان اتخاذ قرار الاستثمار أو عدم الاستثمار في المشروع.

¹ - محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 179.

² - براق محمد، غربي حمزة، مرجع سابق، ص 49.

³ - أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير غير منشورة، في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، 2011 \ 2012، ص 46.

2 - أهمية حساب التكلفة المرجحة لرأس المال¹

- تُمكن حساب تكلفة الأموال لكل عنصر من عناصر التمويل الادارة المالية من اختيار أنسب تلك المصادر من ناحية التكلفة، وعند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر والمصاحبة له، فإنه يختار المصدر الذي يحمل المنشأة أقل تكلفة.
- تستخدم تكلفة الاموال كمعيار للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال.
- يفيد حساب تكلفة الأموال في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية ذاتها وتحديد مدلولاتها، إضافة الى دوره في قرارات الأسعار والربط بين قيمة المنشأة في الاسواق المالية وبين هيكلتها المالية.
- العديد من القرارات المالية من ضمنها تلك القرارات بإيجاد الموجودات وإعادة تمويل السندات، وسياسة رأس المال العامل، ستستخدم حسابا دقيقا لتكلفة الأموال.
- تعظيم القيمة السوقية للمنشأة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المنشأة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا، لذلك ولغرض تخفيض تكلفة الأموال فإن المنطق يتطلب حسابها.

المطلب الثاني: مداخل حساب التكلفة المرجحة لرأس المال

- 1- **مدخل الأوزان الفعلية (التاريخية):** لكي يتحقق حساب تكلفة الأوزان على أساس الوزن الفعلي أو التاريخي، يجب أن تكون تكلفة كل عنصر ثابتة وإذا ما كان لهذا التغير صفة الاستمرارية فإن حسابها يكون ملائما في حالة واحدة فقط، وهي الحلة التي يكون فيها المزيج التمويلي مستقر أي لا يتغير من وقت لآخر، ذلك أنه يعني أن أي أموال إضافية تتحصل عليها المنشأة في المستقبل لا بد أن تكون من نفس العناصر التي يتكون منها المزيج التمويلي الحالي وبنفس النسب، لذلك فإن تكلفة المزيج الفعلي للهيكل المالي للمنشأة تحسب على أساس القيمة الدفترية التاريخية أو القيمة السوقية.²

- 1-1 **تكلفة الأموال على أساس القيمة الدفترية:** يقصد بالقيمة الدفترية وزن كل عنصر من عناصر التمويل حسب قيمته في سجلات المنشأة.

في هذه الحالة يمكن حساب متوسط تكلفة الأموال كما يلي:

$$م = مـج و س \times ك س$$

¹- براق محمد، غربي حمزة، مرجع سابق، ص 62.

²- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 576.

الفصل الثاني أثر الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة الاقتصادية

حيث: م = التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال.

وس = الوزن الترجيحي لكل عنصر تمويلي.

ك س = تكلفة التمويل لكل عنصر.

مج = مجموع مصادر التمويل الموجودة في الهيكل المالي.

2-1 تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية: يقصد بالقيمة السوقية قيمة كل عنصر من عناصر

التمويل في السوق وخاصة القيمة السوقية للسهم على اختلاف أنواعها، والسندات تتعرض لتقلبات في قيمتها السوقية، أما القروض فليس لها قيمة سوقية ومن ثم فهي تبقى كما هي ويعتبر حساب تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية أكثر ملائمة من مثيله المحسوب على أساس القيمة الدفترية، وذلك بسبب توافر شرط وحدة القياس، فتكلفة كل عنصر تحسب على أساس ما هو سائد في السوق، لذا يصبح من الضروري أن يتم حساب وزن العنصر على أساس قيمته السوقية.

2- مدخل الأوزان المستهدفة: سبق أن ذكرنا أنه من أهم الانتقادات الموجهة إلى مدخل الأوزان الفعلية،

هو أن التشكيلة التي يتكون منها المزيج التمويلي قد تختلف من وقت لآخر، مما قد يترتب عليه عدم الاستقرار في تكلفة الأموال، وجعلها عديمة الجدوى، وللتغلب على هذه المشكلة يقترح استخدام مدخل بديل هو مدخل الأوزان المستهدفة، ويقتضي هذا المدخل قيام المنشأة بوضع هيكل مالي مستهدف تسعى إلى تحقيقه وعدم الانحراف عنه قدر الإمكان، ويوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليها في التمويل، والوزن النسبي لكل مصدر، وعلى هذا أساس هذا الهيكل يتم تقدير تكلفة الأموال بالنسبة للمنشأة ككل¹.

تحسب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال وفق هذا المخل كما يلي:

$$W_A = W_1 \cdot K_1 (1-T) + W_2 \cdot K_2 + \dots + W_n \cdot K_n$$

حيث: W_A = التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال

W_1 = نسبة الديون في الهيكل المالي.

K_1 = تكلفة التمويل لعنصر الديون.

T = معدل الضريبة.

n = عدد مصادر التمويل في الهيكل المالي.

¹ - أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 93.

المطلب الثالث: كيفية علاج سلبيات الهيكل التمويلي للوصول الى الهيكل التمويلي الأمثل

تتمكن المنشأة الاقتصادية من خلال عملية تقييم هيكلها المالي من استصدار حكم حول تركيبته، هل هي تمتلك هيكل تمويلي أمثل أم لا، وينبثق عن هذا الحكم العديد من القرارات، فإذا كان الحكم يقضي بأمثلية الهيكل المالي، فإن المنشأة تسعى إلى المحافظة عليه وذلك بالحرص والحفاظ على مختلف نسب مصادر التمويل المشكلة له، أما إذا كانت عملية التقييم تقضي بعدم أمثلية الهيكل المالي، توجب على المنشأة تقييم هيكلها التمويلي من أجل السير به نحو الأفضلية.

تعتبر أمثلية الهيكل المالي للمنشأة الاقتصادية من بين أسى أهداف الإدارة المالية لأي منشأة، لذا نجد معظم المنشآت تسعى جاهدة من أجل تقييم تركيبته هيكلها المالي لتحقيق أو تقترب من تركيبته المثلى، والتي تعتبر مؤشراً قوياً على سلامتها المالية.

توجد أربع طرق أساسية لعلاج وتصحيح سلبيات الهيكل المالي هي¹:

- **الطريقة الأولى:** تتمحور حول إعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي، وذلك باستخدام أموال ملكية جديدة من أجل تخفيض نسبة الاستدانة، وهذا في حالة ارتفاعها أو اللجوء إلى أموال الاستدانة من أجل تخفيض نسبة أموال الملكية في حالة كون نسبة أموال الاستدانة منخفضة.
- **الطريقة الثانية:** تتعلق بالتنازل عن الاستثمارات واستخدام الأموال المتحصل عليها من هذه العملية؛ إما في إرجاع الأموال المقترضة إذا كان الهدف هو تخفيض نسبة الأموال المقترضة، أو استخدامها في تخفيض أموال الملكية وهذا إذا كان الهدف هو الرفع من نسبة الاستدانة.
- **الطريقة الثالثة:** انتقاء مصادر التمويل بالنسبة للاستثمارات الجديدة، وذلك بمراعاة تحقيق نسبة الاستدانة المثلى، فعملية تجديد استثمارات المنشأة من الممكن أن تكون حلاً لتصحيح خلل الهيكل، فإذا كانت المنشأة تعاني من هيكل مالي مثقل بالديون فإنها تلجأ إلى تمويل الاستثمارات الجديدة بالاعتماد أكثر على أموال الملكية، أما إذا كانت تملك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استدانة منخفض فإنها تلجأ إلى تمويل هذه الاستثمارات عن طريق اللجوء أكثر إلى الاستدانة، وهذا من أجل الوصول دائماً إلى الهيكل التمويلي الأمثل.
- **الطريقة الرابعة:** تغيير نسب توزيعات الأرباح على المساهمين، إن المنشأة التي تتميز بنسبة استدانة ضعيفة يمكنها تصحيح هذا الخلل من خلال الموافقة على توزيع أكبر نسبة من الأرباح على المساهمين، وبهذا تضعف قدرتها على التمويل الذاتي، وتلجأ عند الحاجة إلى الاستدانة.

¹ - شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2009 \ 2010، ص 133.

الفصل الثاني أثر الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة الاقتصادية

أما المنشأة التي تعاني من نسبة استنادة عالية، وتود تخفيضها فيمكنها أن تنتهج سياسة التقليل من توزيعات الأرباح على المساهمين، من أجل رفع قدرتها على التمويل الذاتي ما يغنيها عن اللجوء الى أموال الاستنادة عند الحاجة إلى التمويل، وهذا ما يعيد نسبة الاستنادة الى مستوياتها المثلى.

من الممكن في بعض الأحيان أيضا، أن يرجع سبب اختلال الهيكل التمويلي للمنشأة الاقتصادية إلى اختلال على مستوى دورتها الاستغلالية، وذلك لارتفاع احتياجات رأس المال العامل، ما يضطر المنشأة للجوء إلى أموال الاستنادة قصيرة الأجل أو إلى الأموال الدائمة، من أجل سد هذه الاحتياجات، وعليه يتوجب على المنشأة اتخاذ إجراءات للحد من احتياجات دورة الاستغلال، وتبقى هذه الإجراءات صحيحة سواء تميز معدل الاستنادة بقيم تفوق أو تقل عن معدل الاستنادة المثلى، ومن بين أهم الإجراءات الواجب القيام بها للحد من احتياجات رأس المال العامل نجد:

- التخفيض من كمية المخزونات: والحل الأمثل هو محاولة التسريع من دورانها، من أجل تحويلها لسيولة في أقصر وقت ممكن، وبالتالي التخفيض من احتياجات دورة الاستغلال.
- التخفيض من الحقوق: تعاني العديد من المنشآت من عدم الفعالية في تحصيل حقوقها، نتيجة التأخر الكبير في الدفع من قبل الزبائن، وبالتالي على المنشأة إعادة النظر في سياسة تحصيل حقوقها في آجالها.
- الرفع من مدة استحقاق ديون الموردين: لا بد على المنشأة السعي من أجل تحصيل موارد أكبر ولفترة أطول، فذلك سيوفر لها الوقت من أجل استرداد حقوقها وتحويل مخزوناتنا إلى سيولة.

الفصل الثاني أثر الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة الاقتصادية

خلاصة الفصل الثاني

لقد جاء هذا الفصل ليلقي الضوء على مضمون ومفهوم قيمة المنشأة، حيث تعددت المفاهيم التي تناولها العديد من الباحثين منها " أنها القيمة الاقتصادية لمجموع الأصول التي تحوزها المؤسسة من أجل تحقيق هدف الاستمرارية في النشاط ورسملة توزيعات الأرباح حيث تقوم على فكرة بأن الأرباح الموزعة تمثل المصدر الأساسي لمداخيل مقدمي الأموال للمؤسسة."

ولدراسة أثر التمويل على قيمة المنشأة حاولنا عرض أهم النظريات والمداخل المهمة بالهيكل المالي للمنشأة الاقتصادية، حيث عالجت هذه النظريات الهيكل المالي وعلاقته بقيمة المنشأة، وقد تباينت آراء المفكرين والباحثين حول وجود علاقة بين تركيبة الهيكل المالي وقيمة المنشأة من عدمها، فالنظرية التقليدية أقرت بوجود نسبة اقتران مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وبالتالي تصل عندها قيمة المنشأة إلى حدها الأقصى، أما نظرية مودكلياني وميلر (Modigliani and Miller) فقد نصت على عدم وجود علاقة بين هيكل رأس المال المنشأة وكلفة تمويلها، وبالتالي قيمة المنشأة.

لذلك ينبغي على المنشأة أن تحدد بوضوح معالم المزيج التمويلي سواء من حيث العناصر المكونة لهذا المزيج، أو من حيث نسبة كل عنصر فيه، كما ينبغي عليها العمل على تحقيق هذا الهيكل التمويلي والالتزام به قدر الإمكان، إذ من المتوقع أن يكون الهيكل المثالي قد تم اختياره على أساس مدى مساهمته في تحقيق الهدف المنشود وهو تعظيم قيمة المنشأة أي تعظيم ثروة الملاك.

الفصل الثالث :

دراسة حالة مؤسسة حضنة

حليب بالمسييلة خلال الفترة

(2017-2014)

تمهيد

بهدف محاولة الإجابة على التساؤل الرئيسي، وكذا مجموعة الأسئلة الفرعية المطروحة في بداية هذا البحث وتدعيما لجانبه النظري، نتناول خلال هذا الفصل دراسة تطبيقية تتعلق بدراسة وتحليل تركيبية الهيكل التمويلي لمؤسسة حضنة حليب للفترة من سنة 2014 إلى غاية سنة 2017.

نتناول هذا الفصل بتقسيمه إلى مبحثين، حيث يخصص المبحث الأول إلى تقديم عام لمؤسسة حضنة حليب، وذلك بالتعريف به وعرض تاريخ نشأته وتطوره وكذلك التطرق إلى هيكله التنظيمي، أما المبحث الثاني من هذا الفصل فيخصص إلى تحليل المزيج التمويلي لمؤسسة حضنة حليب، وذلك بدراسة أهم مصادر التمويل المستخدمة من طرف المؤسسة للفترة المدروسة، بالإضافة إلى التطرق لدراسة بعض النسب المالية ذات العلاقة بتركيبية الهيكل التمويلي، وكذلك تم التطرق إلى حساب أثر الرافعة المالية حيث سنتناول بالدراسة والتحليل تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة.

المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة حضانة حليب

يتم في هذا المبحث التعريف بمؤسسة حضانة حليب، من خلال الاطلاع على المؤسسة محل الدراسة بالإضافة إلى مهامها و أهدافها و الهيكل التنظيمي لها داخل المؤسسة.

المطلب الأول: التعريف بمؤسسة حضانة حليب

حضانة حليب هي مؤسسة تجارية من القطاع الخاص، وهي مؤسسة ذات مسؤولية محدودة SARL والتي كانت تسمى ملبنة الحضانة لاقتصارها على إنتاج الحليب فقط، وبعد تخصصها في إنتاج الحليب ومشتقاته بالتدريج، أصبحت تسمى حضانة حليب SARL HODNA LAIT نشأت في 15/12/1998 بطاقة إنتاجية قدرها 40000 لتر يوميا من الحليب المعاد تصنيعه، وبرأس مال اجتماعي قدره 600000 دج استثمرت منها 80 مليون دج، 50% منها تمويل ذاتي من الشركاء والباقي قرض بنكي طويل الأجل من القرض الشعبي الوطني مع العلم أن رأس مالها ناتج عن أربع شركاء الأخوين ديلمي بالإضافة إلى شخصين آخرين من ولاية باتنة، وتتواجد هذه المؤسسة بالجنوب الشرقي للمنطقة الصناعية في ولاية المسيلة، حيث تترجع على مساحة قدرها 32000 متر مربع، وتمت إقامة البنايات على مساحة 22000 متر مربع من المساحة الإجمالية، ومنها 10000 متر مربع غير مبنية .

قامت المؤسسة بتوسيع نشاطها خلال فترة حياتها فرضتها عليها ظروف السوق. واهم هذه التوسعات مايلي:

1. التوسع الأول: وكان ذلك بتاريخ 15/10/2001، وكانت تكلفة هذا التوسع هي 50.000.000 دج بأموال خاصة 100% وبفعل هذا التوسع ازدادت الطاقة الإنتاجية من 40000 إلى 140000 لتر يوميا، وارتفع عدد العمال من 38 عامل إلى 55 عامل دائم، وجراء هذا التوسع أصبحت المؤسسة تنتج:

- حليب بقر مبستر في أكياس بلاستيكية (1 لتر).
- حليب بمسحوق مبستر في كيس بلاستيكي مرن.
- لبن في كيس بلاستيكي مرن.

2. التوسع الثاني: في 15/10/2005 قامت المؤسسة بتوسع ثاني بمبلغ 9 مليار سنتيم مقسما بين 30% أموال ذاتية، و70% قرض بنكي عبارة عن قرض استغلال، وقدمت قطعة الأرض المخصصة للمؤسسة كضمان للبنك. وبالتالي ارتفعت الطاقة الإنتاجية من 140000 إلى 380000 لتر يوميا، وعرف هذا التوسع إضافة مجموعة من المنتجات الجديدة وهي كالتالي:

- حليب مبستر في قارورات واحد لتر.
- لبن في قارورات واحد لتر.
- رايب في قارورات واحد لتر.
- حليب بقر في قارورات واحد لتر.
- ياغورت للشرب في قارورات واحد لتر.

- ياغورت ممزوج بالفواكه في قارورات واحد لتر.
- ياغورت معطر في علب.
- ياغورت ممزوج بالفواكه في علب.
- حلوى قشدية بالفواكه.

كما تم إنشاء وحدة لتربية البقر الحلوب: بعد الدراسة المنجزة على هذه الوحدة تم استيراد حوالي 3000 بقرة موزعين بين 120 مربي (25 بقرة لكل مربي) وقسم بيطرة مؤلف من 20 شخص.

وفي عام 2006 زاد رأس مال المؤسسة إلى 97.000.000 دج.

3-التوسع الثالث: امتد هذا التوسع من 2007 إلى 2009 حيث ارتفع رأس مال المؤسسة من 97.000.000 دج إلى 120.000.000 دج، وارتفعت الطاقة الإنتاجية من 380000 لتر يوميا إلى 450000 لتر يوميا. إضافة إلى زيادة منتجات جديدة متمثلة في :

- قشدة تحلية في علب صغيرة.
- فلان كراميل في علب.
- يا غورت ممزوج في علب.

من سنة 2008 إلى سنة 2009 ارتفع رأسمال المؤسسة من 120.000.000 دج إلى 170.000.000 دج وقدرة الإنتاج إلى 54000 لتر يوميا، ووصل عدد زبائن المؤسسة إلى 164 زبونا. مع بداية 2010 بدأ العمل في وحدة الجبن، لكن ليس بوتيرة متسارعة ، وقد بدأت عمليات الإنتاج والتسويق لمادة الجبن، وتم انتشاره في جميع السوق الوطنية.

4-التوسع الرابع: هذه المرحلة من 01 جانفي 2012 إلى 31 ديسمبر 2014 مبلغ الاستثمار في هذه المرحلة يقدر ب 3.038.126.247 دج بطاقة إنتاج تقدر ب 660.000 لتر /في اليوم وتجاوز 920.000 ل/اليوم موزعة كالتالي:

- 280.000 لتر من حليب الأكياس.
 - 330.000 لتر من اجل ياؤورت علب.
 - 180.000 لتر من اجل يا وؤورت قارورة.
 - 130.000 لتر حليب معبأ في علب ذات 1 لتر.
- خلال هذه المرحلة حققت المؤسسة رقم أعمال يقدر ب:
- 8.825.711.596 دج، في 2012 مع 742 عامل.
 - 9.063.713.049 دج، في 2013 مع 795 عامل.
 - 10.601.606.265 دج، في 2014 مع 883 عامل.
 - 10.122.567.130 دج، في 2015 مع 964 عامل.

في حين رأس المال الاجتماعي ارتفع من 1.600.000.000 دج في 2013 إلى 2.100.000.000 دج في 2016.

إضافة إلى توسيع وتنويع خطوط إنتاج المؤسسة كما يلي:

- كرام ديسير علبة 100 غرام.
- كرام ديسير علبة 80 غرام.
- الفلان كراميل علبة 100 غرام.
- الفلان كراميل علبة 80 غرام.
- حليب مبستر في علب UHT، (حليب في علب معقم بالحرارة الفائقة).
- حليب بقر مبستر في علب UHT .
- حليب فيتامين مبستر في علب UHT .
- زبدة.

5- معلومات إضافية: عدد الموردين الذين تتعامل معهم مؤسسة حضنة حليب 20 مورد خارج الوطن، أما داخل الوطن فيبلغ عددهم 180 مورد، أما عدد الزبائن 500 زبون، بينما عدد موزعي الحليب 70 موزع، أما عدد مستودعات البيع 02 في الجزائر العاصمة و عناية¹.

المطلب الثاني: مهام وأهداف مؤسسة حضنة حليب

1- مهام المؤسسة: تتولى المؤسسة عدة مهام يمكن ايجازها فيما يلي:

- تغطية كامل نقاط البيع بمختلف منتجاتها.
- مواجهة المنافسة وذلك باعتمادها على خطط واستراتيجيات تسويقية تمكنها من ذلك.
- ضمان النوعية، وهي تعمل جاهدة حتى تستطيع أن تضمن لزيائنها ومستهلكيها النوعية الجيدة والجودة العالية.
- بقاء المؤسسة في السوق رغم التغيرات الدائمة وتنمية النشاط السوقي .
- التجديد بحيث يعتبر هذا العنصر من ابرز السياسات المتبعة لدى المؤسسة والتجديد يكون إما في التغليف أو تجديد المنتج.
- توسيع تشكيلتها السلعية مستغلة بذلك تكنولوجيا متمثلة في استعمالها لوسائل متطورة.
- التسيير ومحاولة تطوير قطاعاتها المختلفة من تخزين وتوزيع وصيانة وضمان عملية التموين بالمواد الأولية.
- العمل على تلبية حاجات ورغبات القطاعات السوقية المستهدفة.

2- أهداف المؤسسة: لكل مؤسسة أهداف تسعى إلى الوصول إليها من خلال:

¹ المديرية التجارية، مؤسسة حضنة حليب، المسيلة، سنة 2018.

- توفير القدر الكافي من مادة الحليب لتلبية احتياجات المواطنين.
- التخلص التدريجي من التبعية للخارج.
- ترمي المؤسسة إلى توسيع دائرة الإنتاج بإنتاج منتجات أخرى مثل القشطة، العصير.....الخ.
- المساهمة في التخفيض من البطالة، وهذا بتوفير مناصب عمل لعدد كبير من المواطنين وخاصة الشباب.
- كسب رضا الزبائن الحاليين والمرقبين.
- تطوير وتسيير الحليب ومشتقاته.
- الرغبة في أن تكون حاضرة وناشطة في إجمالي أسواقها.
- الحصول على حصص هامة في أسواقها بواسطة التنقيب أو المسح في السوق الوطنية.
- توسيع تشكيلة المنتجات الموجهة لفئة صغار السن.

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمؤسسة حضانة حليب

الهيكل التنظيمي للمؤسسة هو المرآة العاكسة التي تعكس كيفية أداء المؤسسة لأنشطتها من خلال الوظائف والمصالح المختلفة، إضافة إلى أنه يعكس أسلوب الإدارة ونطاق الإشراف، ويبين كذلك قوة إدارة المؤسسة في تطبيق استراتيجياتها.

ويبرز الهيكل التنظيمي للمؤسسة جميع الوظائف سواء كانت إدارية أو إنتاجية، التي تربطها علاقات وأنشطة متعددة فيما بينها من جهة، ومن جهة أخرى مع محيطها الخارجي من خلال العلاقات مع السوق أو الموردين، وذلك لتحقيق الفعالية في مجال الاتصال واتخاذ القرار واستمرارية النشاط، ويتكون الهيكل التنظيمي لمؤسسة حضانة حليب من إدارة عامة و ست مديريات هي: مديرية الإدارة العامة، مديرية الإنتاج، المديرية التقنية، مديرية التجارة، مديرية الجودة ومديرية التموين، وفيما يلي الهيكل التنظيمي لمؤسسة حضانة حليب:

1- المديرية العامة : وتتكون من المدير العام وهو صاحب القرار ويمكن تلخيص مهامه في:

- السهر على تطبيق القوانين الأساسية الداخلية للمؤسسة.
- لديه الحق في اتخاذ القرارات التي تخص المؤسسة
- له مهمة التنسيق بين جميع المصالح والإشراف عليها.
- العمل على تحسين علاقة المؤسسة مع الأطراف الخارجية.
- المصادقة والتوقيع على البريد بأنواعه.
- عقد الاجتماعات والإشراف عليها.
- إعطاء التعليمات والتأكيد على تنفيذها.
- إعطاء تعليمات وتوجيهات لرؤساء المصالح.
- اقتراح الحلول والاستراتيجيات التي تناسب وضعية المؤسسة.

ويوجد ضمن المديرية العامة:

- السكرتارية:التي تقوم بتنظيم المواعيد وجمع المعلومات الأخيرة يوميا، والتنسيق بين الإدارات ومكاتب المديرية.

- المكلف بالعلاقات والأعمال القانونية: يقوم بإدارة وتسيير كل ما يخص المؤسسة من النواحي القانونية والعلاقات العامة.

- مراقبة التسيير .

- المكلف بالمالية.

2- الإدارة العامة: وتحتوي على المصالح التالية:

- مصلحة المستخدمين

- مصلحة المحاسبة المالية: يتولى مهام تسييره إطار له 28 سنة خبرة في هذا المجال يساعده في ذلك

محاسبين آخرين ويتضمن هذا الفرع المحاسبة العامة ومحاسبة المواد والمحاسبة التحليلية، كما

تستخدم المؤسسة برنامج للإعلام الآلي في إدارة وتسجيل العمليات اليومية.

ويقوم هذا الفرع بعدة مهام من بينها نذكر:

- مطابقة الوثائق المحاسبية من مصاريف وإيرادات.

- مسك سجلات البنوك والخزينة وتأمين الحسابات .

- السهر على تحقيق الموازنات، كما أنها تصدر وتتابع الصكوك ودفعها لأجل قبضها.

- السهر على دفع الديون والقروض وتغطية الزبائن.

- متابعة ملفات المنازعات (الزبائن التجارية).

- العمل على استهلاك المواد في وقتها.

- السهر على التصريحات الضريبية ومراجعة الحسابات.

- الحفاظ على تنسيق أعمال الميزانية (المحاسبة والمالية).

- السهر على المراقبة الدورية على الخزينة.

- مصلحة الوسائل العامة.

- السكرتارية.

3- مديرية الإنتاج: تعتبر أهم مديرية بالمؤسسة، وهي التي تتوقف عليها استمرارية نشاط المؤسسة، تتكون

من الأمانة وخمس ورشات، حيث أن ورشتي الجبن والعصير بدأ النشاط بهما في سنة 2010 فقط، ومن أهم

المهام المسندة لمديرية الإنتاج:

- إعداد برامج الإنتاج ومتابعتها ميدانيا.

- دراسة التغيرات التي تطرأ على عملية الإنتاج وذلك من خلال إحصاءات يومية، شهرية وسنوية.

- العمل على تحسين نوعية المنتج.

- السهر على سلامة الآلات من خلال توفير الصيانة المناسبة.

وتشرف مديرية الإنتاج على مجموعة الورشات التالية:

- ورشة الحليب.

- ورشة المنتجات الحليبية.

- ورشة الجبن.

- ورشة العصير.

- ورشة الحليب والمنتجات بالقارورات.

4- المديرية التقنية : تعمل على الحفاظ على التجهيزات والآلات التي تملكها المؤسسة، وتزويدها بقطع الغيار الجديد، حيث انه من أهم مهامها إصلاح التعطيل و الأعطاب الخاصة بمعدات الإنتاج، وكذا أجهزة التكيف والتبريد الخاصة بالمخازن وتشغيل هذه الأجهزة 24/24سا، ويتفرع منها:

- مصلحة الصيانة والتجهيز.

- مصالح الأعمال الحديثة.

- مصلحة القواعد.

- مكتب المناهج.

- مصلحة قطع الغيار.

- سكرتارية مشتركة بين مديرية الإنتاج والمديرية التقنية.

5- المديرية التجارية: يرأسها إطار متحصل على شهادة الليسانس في التسويق مع 10 سنوات خبرة في الميدان، ويقوم بتسيير عمليات الفوترة والصندوق، وتعتبر هذه المديرية الأساس في الجانب التجاري، وتقوم عليها المؤسسة، ويكمن دورها في عملية استلام السلع وفحصها من ناحية الكم والمواصفات والقيام بعملية التسويق، كما تقوم أيضا بإعداد الفواتير، ويتفرع عنها المصالح التالية:

- مصلحة الزبائن.

- مصلحة المبيعات: ومن مهام هذه المصلحة ما يلي:

- إعطاء معلومات حول السلع والجودة والنوعية.

- إعلام الزبائن في حال إنتاج منتج جديد، أو إدخال تحسينات على المنتجات الحالية.

- تقوم بدراسة حالة المبيعات بين الارتفاع والانخفاض.

- مساعد التسويق.

- مصلحة جمع الحليب النئ

- تسيير المنتجات النهائية

- السكرتارية

6- مديرية الجودة والبحث والتطوير : من أهم مهامها تطوير المنتجات ورفع من جودتها، كما تعمل على مراقبة الجودة ونظافة المنتجات النهائية، وتنفرع إلى:

- قسم مراقبة الجودة: ويهتم بمراقبة جودة المنتجات النهائية مباشرة فور خروجها من ورشات الإنتاج، حيث تولي المؤسسة درجة كبيرة من الأهمية للجودة، وتجعلها من أهم أهدافها لإيمانها بان الجودة احد شروط المنافسة.

- قسم مراقبة النظافة: إن المنتجات التي تنتجها المؤسسة تدخل ضمن المنتجات ذات الاستهلاك الواسع، وهذه المنتجات تتطلب درجة عالية من النظافة داخل المصنع، لذلك تم استحداث هذا الفرع حتى يتسنى تقديم منتجات تتوافق مع معايير النظافة والأمن الصحي، على اعتبار أن حماية المستهلك والمحافظة على صحته في قمة أولويات المؤسسة، واحد الأهداف الاجتماعية التي تسعى لتحقيقها.

- قسم البحث والتطوير: تم استحداث هذا القسم مؤخرا لإدراك المؤسسة بأهمية البحث والتطوير في المنافسة من اجل تحسين المنتجات الحالية للمؤسسة، إضافة إلى العمل على إنتاج منتجات جديدة مستقبلا، عند الانتهاء من انجاز مخبر خاص به. ويعمل في هذا الفرع مجموعة من المهندسين في الكيمياء والبيولوجيا.

في كل الفروع والمصالح التالية هناك مخبر خاص متخصص في ناحية معينة من المنتج كالميكروبيولوجي حيث يقوم بالمتابعة المستمرة لجميع مراحل الإنتاج للتأكد من جودة المنتج.

7- مديرية التموين : وتتخصص في مختلف الوسائل، من معدات السلع والمواد الأولية من اجل الإنتاج، والمواد الأخرى كالأغلفة والعلب...، وتنقسم إلى:

- مصلحة المشتريات المحلية.

- مصلحة المشتريات الخارجية.

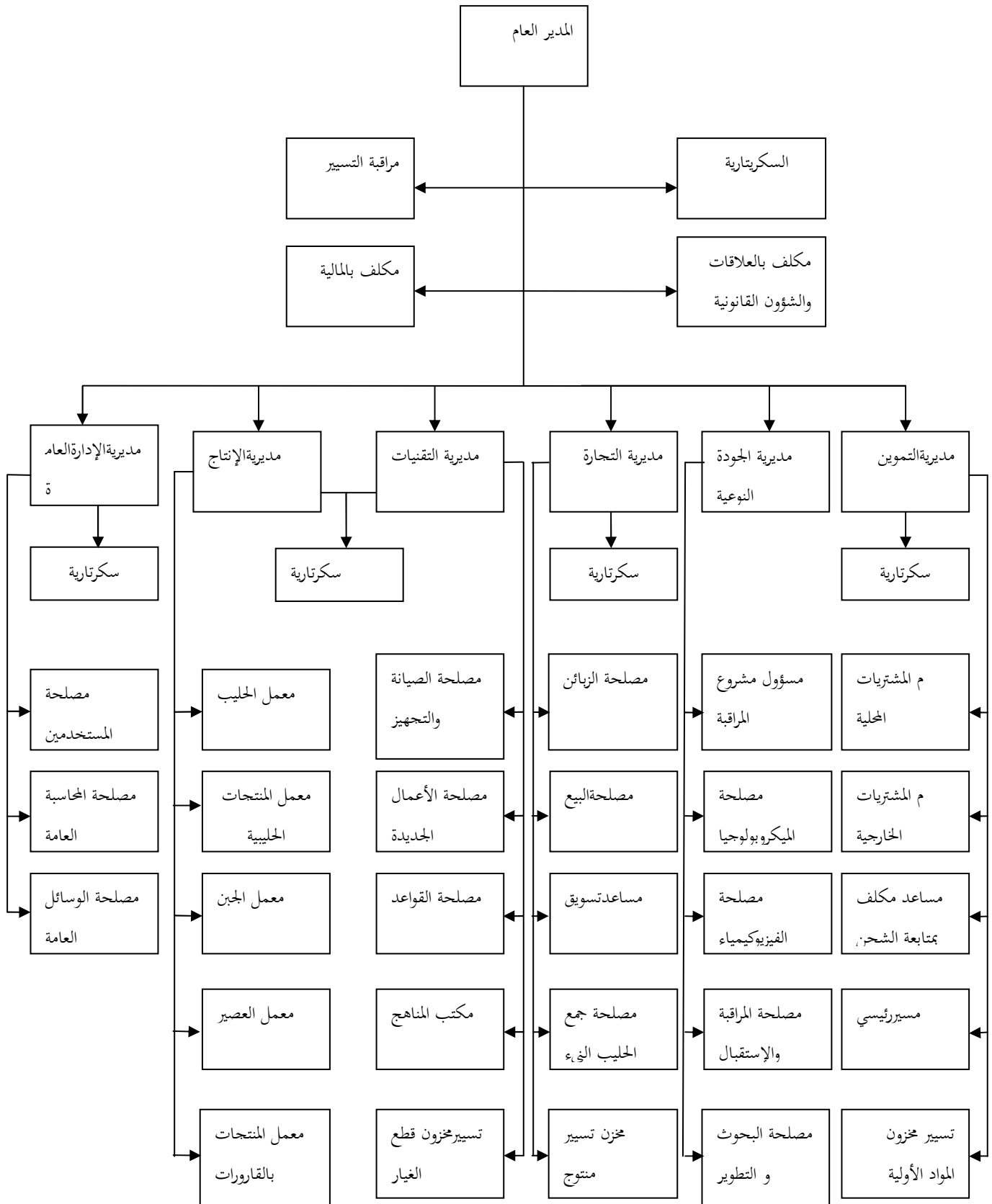
- مساعد مكلف بمتابعة الشحن.

- تسيير أساسي.

- تسيير المواد الأولية.

والشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي لمؤسسة حضنة حليب:

الشكل رقم(3-1):الهيكل التنظيمي لمؤسسة حلبة



المصدر: من إعداد الطالب بناء على وثائق المؤسسة.

المبحث الثاني: تحليل المزيج التمويلي ومدى تأثيره على قيمة مؤسسة حضانة حليب

يعتبر الهيكل المالي من أهم الجوانب المالية التي تركز عليها المنشآت الاقتصادية، لأنه يعكس مدى استقلاليتها المالية، لذلك تسعى لتحديد أفضل توليفة من أموال ملكية وأموال استدانة، مما يؤدي إلى زيادة ربحيتها ومن ثم تعظيم قيمتها، وسنحاول من خلال هذا المبحث البحث في مصادر التمويل لمؤسسة حضانة حليب، وهذا بالتطرق أولاً إلى عرض الميزانية المحاسبية والمالية لمؤسسة حضانة حليب للفترة (2014-2017)، ومن ثم سوف نتناول تحليلاً للهيكل المالي للمؤسسة وهذا من أجل اختبار الفرضيات وكذلك إظهار العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة.

المطلب الأول: عرض الميزانية المحاسبية والمالية لمؤسسة حضانة حليب للفترة (2014-2017)

تتكون الميزانية المحاسبية من جانبين أساسيين هما؛ الأصول والخصوم، فالأصول تمثل استخدامات الموارد المالية التي تحصل عليها المؤسسة، أما الخصوم فتتمثل مجمل الموارد المالية التي هي تحت تصرف المؤسسة، وعليه نقوم من خلال هذا المطلب بعرض ودراسة الميزانية المحاسبية لمؤسسة حضانة حليب للفترة (2014-2017)، بالتطرق لكل من جانبي الأصول و الخصوم على حدى.

1- عرض جانب الأصول للميزانية المحاسبية لمؤسسة حضانة حليب للفترة (2014-2017)

نحاول التطرق لتركيبة أصول مؤسسة حضانة حليب للفترة (2014-2017)، وذلك من خلال الجدول التالي:

الفصل الثالث.....دراسة حالة مؤسسة حضنة حليب بالمسيلة خلال الفترة (2014-2017)

الجدول رقم (3-1) الميزانية المحاسبية للمؤسسة جانب الأصول للفترة (2014-2017) الوحدة: دج

2017	2016	2015	2014	الأصول
0,00	0,00	0,00	0,00	أصول غير جارية
292.999,99	298.742,46	304.392,46	329.325,79	فارق بين الاقتناء تثبيات معنوية
369.287.530,00	369.287.530,00	329.287.530,00	329.287.530,00	تثبيات عينية أراضي
427.353.271,20	463.452.051,00	499.497.169,51	532.635.634,22	مباني
2.746.712.966,79	2.999.721.966,95	3.257.714.281,01	3.628.267.296,83	تثبيات عينية أخرى
1.195.045,00	1.195.045,00	1.195.045,00	0,00	تثبيات ممنوح امتيازها
506.385.677,25	286.996.524,16	73.865.133,08	0,00	تثبيات يجرى انجازها
65.373.428,00	66.695.027,08	64.184.486,08	385.461.877,99	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية
4.116.600.918,23	4.187.646.886,65	4.226.048.037,14	4.875.975.664,83	مجموع الأصل غير الجاري
3.566.690.857,58	2.931.929.710,17	3.350.468.259,79	2.702.214.100,26	أصول جارية مخزونات ومنتجات قيدالتنفيذ
464.628.520,44	787.675.776,83	696.203.871,72	885.927.435,06	الحسابات الدائنة - الإستخدامات المماثلة
1.251.589.693,18	886.140.379,24	907.314.173,25	1.138.500.487,06	الزبائن
0,00	0,00	5.129.658,05	0,00	المدينون الآخرون
143.611.043,37	84.617.655,09	218.155.514,83	14.349.045,88	الضرائب الموجوبات وما يماثلها
5.426.520.114,57	4.690.363.521,33	5.177.271.477,64	4.740.991.068,26	أموال الخزينة
9.543.121.032,80	8.878.010.407,98	9.403.319.514,78	9.616.966.733,09	مجموع الأصول الجارية
				المجموع العام للأصول

المصدر من اعداد الطالب بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول رقم (3-1) نلاحظ انخفاض في مجموع أصول مؤسسة حضنة حليب خلال ثلاث سنوات الأولى من الدراسة حيث بلغ هذا الانخفاض في المتوسط 3,9%، أما في سنة 2017 فقد عرفت أصول المؤسسة تغير ايجابي يقدر بحوالي 7,49%، وعند محاولتنا التفصيل في تركيبة أصول المؤسسة حسب السنوات نجد أن في سنة 2015، هناك انخفاض في مجموع الأصول مقارنة بسنة 2014 يقدر بحوالي 2,22%، ويرجع سبب ذلك إلى انخفاض القروض المالية الممنوحة للفلاحين بحوالي 83,35%، مقارنة بسنة 2014، أما في سنة 2016 نلاحظ انخفاض في مجموع الأصول مقارنة بسنة 2015 يقدر بحوالي 5,59%، ويرجع سبب ذلك إلى انخفاض ملحوظ في مخزونات المؤسسة يقدر بحوالي 12,49%، مقارنة بسنة 2015، ويرجع سبب الارتفاع الذي حصل في أصول المؤسسة سنة 2017 إلى الزيادة التي حصلت في أموال الخزينة والتي قدرت بحوالي 69,72%، مقارنة بسنة 2016، وهذا نتيجة تحصيل جزء من حقوق المؤسسة، بالإضافة إلى ارتفاع حساب المدينون الآخرون بحوالي 41,24%، مقارنة بسنة 2016.

2- عرض جانب الخصوم للميزانية المحاسبية لمؤسسة حضانة حليب للفترة (2014-2017)

نحاول التطرق لتركيبية خصوم مؤسسة حضانة حليب للفترة (2014-2017)، وذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (2-3) الميزانية المحاسبية للمؤسسة جانب الخصوم للفترة (2014-2017) الوحدة: دج

2017	2016	2015	2014	الخصوم
				رؤوس الأموال الخاصة
2.100.000.000,00	2.100.000.000,00	1.900.000.000,00	1.800.000.000,00	رأس مال تم اصداره
141370792,00	126.568.894,59	111.371.686,59	101.320.559,59	علاوات واحتياطيات
298299971,06	296.037.922,72	303.944.156,12	201.022.540,19	نتيجة صافية
200.000.000,00	0,00	0,00	0,00	ترحيل من جديد
2.739.670.763,06	2.522.606.817,31	2.315.315.842,71	2.102.343.099,78	مجموع رؤوس أموال الخاصة
				الخصوم غير الجارية
1.561.162.841,23	1.553.147.284,21	1.802.743.462,19	2.374.167.192,67	قروض وديون مالية
0,00	0,00	0,00	0,00	ضرائب (مؤجلة ومرصود لها)
0,00	0,00	0,00	0,00	ديون أخرى غير جارية
1.188.727,00	1.188.727,00	1.188.727,00	0,00	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا
1.562.351.568,23	1.554.336.011,21	1.803.932.189,19	2.374.167.192,67	مجموع الخصوم غير الجارية
				الخصوم الجارية
1.548.945.332,38	980.392.800,29	1.130.508.660,51	1.065.137.075,26	موردون وحسابات ملحقه
168.928.364,89	60.634.793,68	26.567.555,86	58.550.368,75	ضرائب
509.777.987,77	884.938.324,51	872.182.371,95	1.043.649.335,63	ديون أخرى
3.013.447.016,47	2.875.101.660,98	3.254.812.894,56	2.973.119.661,00	خزينة سلبية
5.241.098.701,51	4.801.067.579,46	5.284.071.482,88	5.140.456.440,64	مجموع الخصوم الجارية
9.543.121.032,80	8.878.010.407,98	9.403.319.514,78	9.616.966.733,09	المجموع العام للخصوم

المصدر من إعداد الطالب بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

من خلال ملاحظتنا للجدول رقم (2-3) نجد أن مجموع خصوم المؤسسة عرفت انخفاض مستمر خلال ثلاث سنوات الأولى من الدراسة، حيث بلغ هذا الانخفاض في المتوسط 3,9%، أما سنة 2017 فقد عرفت ارتفاع ملحوظ في مجموع الخصوم بحوالي 7,49%، مقارنة بسنة 2016، وهذا تماشيا مع التغيرات التي عرفتها أصول المؤسسة خلال نفس الفترة، وبهدف التفصيل أكثر في تركيبية خصوم المؤسسة فقد خصص المطلب الثاني من هذا المبحث لدراسة مصادر تمويل المؤسسة.

تجدر الإشارة إلى أنه عند تحويل الميزانية المحاسبية إلى ميزانية مالية يتم ترتيب عناصر هذه الأخيرة بالاعتماد على معايير الاستحقاقية والسيولة، وهذا حسب النظام المحاسبي الجديد، وبالتالي فإن كل عناصر الميزانية المحاسبية تحافظ على ترتيبها في الميزانية المالية، و عليه فالأصول غير الجارية في الميزانية المحاسبية تعبر عن الأصول الثابتة في الميزانية المالية، و الأصول الجارية تمثل الأصول المتداولة في الميزانية

الفصل الثالث..... دراسة حالة مؤسسة حضانة حليب بالمسيلة خلال الفترة (2014-2017)

المالية، نفس الشيء في جانب الخصوم فرؤوس الأموال الخاصة تقابلها الأموال الخاصة، و الخصوم غير الجارية تقابلها الديون متوسطة و طويلة الأجل، أما الخصوم الجارية فتقابلها الديون قصيرة الأجل.

3- إعداد الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة حضانة حليب جانب الأصول للفترة (2014-2017)

يوضح الجدول التالي الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة حضانة حليب جانب الأصول للفترة (2014-2017) والتي تم التوصل إليها من خلال التعديلات التي أجريت على الميزانية المحاسبية خلال نفس الفترة.

الجدول رقم (3-3) الميزانية المالية المختصرة للمؤسسة جانب الأصول للفترة (2014-2017) الوحدة: دج

الأصول	2014	2015	2016	2017
الأصول الثابتة	4.875.975.664,83	4.226.048.037,14	4.187.646.886,65	4.116.600.918,23
قيم الإستغلال	2.702.214.100,26	3.350.468.259,79	2.931.929.710,17	3.566.690.857,58
القيم المحققة	2.024.427.922,12	1.608.647.703,02	1.673.816.156,07	1.716.218.213,62
القيم الجاهزة	14.349.045,88	218.155.514,83	84.617.655,09	143.611.043,37
الأصول المتداولة	4.740.991.068,26	5.177.271.477,64	4.690.363.521,33	5.426.520.114,57
مجموع الأصول	9.616.966.733,09	9.403.319.514,78	8.878.010.407,98	9.543.121.032,80

المصدر من إعداد الطالب بالإعتماد على الميزانيات المحاسبية للمؤسسة.

4- إعداد الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة حضانة حليب جانب الخصوم للفترة (2014-2017)

يوضح الجدول التالي الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة حضانة حليب جانب الخصوم للفترة (2014-2017) والتي تم التوصل إليها من خلال التعديلات التي أجريت على الميزانية المحاسبية خلال نفس الفترة.

الجدول رقم (3-4) الميزانية المالية المختصرة للمؤسسة جانب الخصوم للفترة (2014-2017) الوحدة: دج

الخصوم	2014	2015	2016	2017
الأموال الخاصة	2.102.343.099,78	2.315.315.842,71	2.522.606.817,31	2.739.670.763,06
الديون متوسطة وطويلة الأجل	2.374.167.192,67	1.803.932.189,19	1.554.336.011,21	1.562.351.568,23
الديون قصيرة الأجل	5.140.456.440,64	5.284.071.482,88	4.801.067.579,46	5.241.098.701,51
مجموع الخصوم	9.616.966.733,09	9.403.319.514,78	8.878.010.407,98	9.543.121.032,80

المصدر من إعداد الطالب بالإعتماد على الميزانيات المحاسبية للمؤسسة.

يلاحظ من الجدول رقم (3-3) أن أصول المؤسسة عرفت انخفاض مستمر وهذا من سنة 2014 إلى سنة 2016 حيث قدر هذه الانخفاض ب 8,32% مقارنة بسنة 2014، وعند محاولتنا للتفصيل في تركيبة أصول المؤسسة نجد أن السبب راجع للانخفاض الذي حدث في الأصول المتداولة خلال نفس الفترة وهذا نتيجة انخفاض حساب الزبائن بنسبة 12,47% بالإضافة إلى انخفاض حساب المدينون الآخرون بنسبة 22,17% وهذا الانخفاض سببه تحصيل المؤسسة جزء من حقوقها لدى الغير.

وفي سنة 2017 عرفت مجموع أصول المؤسسة ارتفاعا ملحوظ يقدر ب 6,97% مقارنة بسنة 2016 والسبب في ذلك يرجع أساسا إلى ارتفاع أموال الخزينة بنسبة 69,72% بالإضافة إلى ارتفاع المخزونات بنسبة 21,65% مقارنة بسنة 2016.

من خلال ملاحظتنا للجدول رقم (3-4) نجد أن مجموع خصوم المؤسسة عرفت انخفاض مستمر وهذا من سنة 2014 إلى سنة 2016 حيث قدر هذه الانخفاض ب 7,68% مقارنة بسنة 2014، بالرغم من الارتفاع الطفيف في الأموال الخاصة، وعند محاولتنا للتفصيل في تركيبة خصوم المؤسسة نجد أن السبب راجع للانخفاض الذي حدث في الديون متوسطة وطويلة الأجل بنسبة 52,74% خلال نفس الفترة، وهذا نتيجة تسديد المؤسسة لجزء من ديونها الطويلة الأجل.

أما في سنة 2017 فقد عرفت مجموع خصوم المؤسسة ارتفاعا ملحوظ يقدر ب 6,97% مقارنة بسنة 2016، والسبب في ذلك يرجع أساسا إلى ارتفاع الديون قصيرة الأجل بنسبة 8,4%، وهذه راجع لحصول المؤسسة على قرض بنكي قصير الأجل في سنة 2017، بالإضافة إلى ارتفاع الأموال الخاصة بنسبة 7,92% خلال نفس السنة.

ارتفاع الأموال الخاصة في سنة 2017 سببه الرئيسي الحساب رقم 11 "الترحيل من جديد" وهذا راجع لأن الجمعية العامة للشركة لم تتعقد بعد¹، وبالتالي فإن النتيجة المحققة في سنة 2016 لم تخصص بعد.

المطلب الثاني: تحليل الهيكل المالي لمؤسسة حلبة للفترة (2014-2017)

سيتم عرض وتحليل مكونات الهيكل التمويلي للمؤسسة، وهذا من أجل معرفة القدرة التمويلية للمؤسسة و حصر جميع مصادرها ومواردها التمويلية المستعملة في تمويل احتياجات دورتي الاستغلال والاستثمار للفترة (2014-2017).

1- الهيكل المالي لمؤسسة حلبة للفترة (2014-2017)

يتكون الهيكل المالي لمؤسسة حلبة من الأموال الخاصة والديون قصيرة الأجل، والديون متوسطة وطويلة الأجل، وسنتناول بالدراسة والتحليل تطورات كل مصدر خلال الفترة (2014-2017).

¹ - المكلف بقسم المحاسبة بمؤسسة حلبة، موضوع المقابلة يدور حول القروض البنكية و تخصيص نتائج السنة المالية 2016، المقر الاجتماعي للمؤسسة المنطقة الصناعية -المسيلة- تاريخ المقابلة 2018/05/07، مقابلة شخصية.

الجدول (3-5): الهيكل المالي لمؤسسة حلبة للفترة (2014-2017) الوحدة: دج

السنوات	2014	2015	2016	2017	البيان
	2.102.343.099,78	2.315.315.842,71	2.522.606.817,31	2.739.670.763,06	الأموال الخاصة
	% 21,86	% 24,62	% 28,41	% 28,71	نسبة الأموال الخاصة
	7.514.623.633,31	7.088.003.672,07	6.355.403.590,67	6.803.450.269,74	الديون
	% 78,14	% 75,38	% 71,59	% 71,29	نسبة الديون
	9.616.966.733,09	9.403.319.514,78	8.878.010.407,98	9.543.121.032,80	مجموع الموارد التمويلية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية (2014-2017)

من خلال تحليل الهيكل المالي لمؤسسة حلبة فإنه نلاحظ سيطرة الديون في تكوين الهيكل المالي لهذه المؤسسة، بينما كانت نسبة الأموال الخاصة ضعيفة، حيث لم تتجاوز في أقصى قيمة لها 28,71% ، وهذا خلال كامل سنوات الدراسة، وهو ما يبين اعتماد المؤسسة على الديون في تمويل مشاريعها الاستثمارية، كما نلاحظ أن نسبة الديون في انخفاض مستمر وهذا خلال سنوات الدراسة، من 78,14% سنة 2014 إلى 71,29% سنة 2017، وبالموازاة مع ذلك نلاحظ كذلك أن الاموال الخاصة في ارتفاع مستمر، من 21,86% 2014 إلى 28,71% سنة 2017، وهذا يدل على الإستراتيجية المتبعة من طرف إدارة المؤسسة، والتي تعمل على تسديد أقساط من الديون والرفع من رأس مال المؤسسة عند تخصيص النتيجة، حيث تعمل هذه الأخيرة كل سنة وخلال عقد الجمعية العامة على توزيع جزء من الأرباح على الشركاء والجزء المتبقي يضاف إلى رأس المال. ويمكن القول أن المؤسسة تعتمد بنسبة كبيرة في تمويل مشاريعها على الديون، والهدف من ذلك هو الاستفادة من الإعفاءات و الامتيازات الضريبية في إطار تشجيع الدولة للاستثمار.

يتكون الهيكل المالي لمؤسسة حلبة من مصادر تمويل داخلية ومصادر خارجية، وهذا ما سيتم التطرق إليه بشيء من التفصيل.

1-1 مصادر التمويل الداخلي

كما تم التطرق إليه في الفصل النظري أن أهم مورد داخلي هو التمويل الذاتي، لذلك سنقوم بعرض التمويل الذاتي لمؤسسة الحلبة للفترة الممتدة بين (2014-2017)

1-1-1 التمويل الذاتي: يمكننا حساب قدرة التمويل الذاتي وتطورها لمؤسسة حلبة للفترة من 2014 إلى 2017 انطلاقا من نتيجة الدورة الصافية مضاف إليها مخصصات الإهلاكات و المؤونات، وهذا من خلال الجدول الموالي :

الفصل الثالث.....دراسة حالة مؤسسة حضنة حليب بالمسيلة خلال الفترة (2014-2017)

الجدول (3-6): قدرة التمويل الذاتي لمؤسسة حضنة حليب خلال الفترة (2014-2017) الوحدة: دج

السنوات	2014	2015	2016	2017
نتيجة الدورة الصافية	201.022.540,19	303.944.156,12	296.037.922,72	298299971,06
مخصصات الاهتلاكات	3.654.619.909,07	4.346.829.492,81	5.013.285.324,83	5.765.966.051,49
قدرة التمويل الذاتي	3855642449,26	4650773648,93	5309323247,55	6064266022,55
نسبة النمو	—	% 20,62	% 14,16	% 14,22

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية (2014-2017)

يتبين لنا من خلال النتائج المتحصل عليها في الجدول رقم (3-6)، أن قدرة التمويل الذاتي عرفت ارتفاعا قدره %20,62 سنة 2015 مقارنة بسنة 2014، وهذا مرده إلى ارتفاع النتيجة الصافية التي حققتها المؤسسة سنة 2015، أما سنة 2016 فقد تميزت بانخفاض في نسبة نمو قدرة التمويل الذاتي من %20,62 إلى %14,16، وهذا بسبب انخفاض النتيجة الصافية لسنة 2016، كما شهدت سنة 2017 ارتفاعا طفيفا في نسبة نمو قدرة التمويل الذاتي حيث ارتفعت من %14,16 إلى %14,22، وبالمقابل فقد عرفت مخصصات الاهتلاكات ارتفاعا متزايدا خلال كامل السنوات المدروسة، بالرغم من أنه من المفروض أن يكون حجم الاهتلاكات ثابت من سنة لأخرى، تبعا لتطبيق المؤسسة لطريقة الإهلاك الثابت أو الخطي، إلا أننا نلاحظ تزايد مستمرا لحجم هذه الأقساط من سنة لأخرى، وهذا راجع بالأساس إلى سياسة إدارة المؤسسة التوسعية التي تعمل على البحث والتطوير من جهة وكذا توسيع و تنويع خطوط الإنتاج والتوزيع من جهة أخرى.

1-1-2 الأموال الخاصة: يحتل التمويل عن طريق الأموال الخاصة (أموال الملكية) حيزا كبيرا ضمن الهيكل التمويلي لمؤسسة حضنة حليب، كما أنه يشهد تطورا ملحوظا من سنة لأخرى خلال الفترة المدروسة (2014-2017)، وتتكون تركيبة الأموال الخاصة من رأس المال الإجتماعي، علاوات واحتياطات، بالإضافة إلى النتيجة الصافية، وسنتعرض من خلال الجدول رقم (3-7) لتركيب الأموال الخاصة وتطورها خلال الفترة المدروسة.

الجدول رقم(3-7) تركيب الأموال الخاصة لمؤسسة حضنة حليب خلال الفترة(2014-2017) الوحدة: دج

السنوات	2014	2015	2016	2017
رأس مال تم إصداره	1.800.000.000,00	1.900.000.000,00	2.100.000.000,00	2.100.000.000,00
علاوات واحتياطات	101.320.559,59	111.371.686,59	126.568.894,59	141.370.792,00
نتيجة صافية	201.022.540,19	303.944.156,12	296.037.922,72	298.299.971,06
مجموع الأموال الخاصة	2.102.343.099,78	2.315.315.842,71	2.522.606.817,31	2.739.670.763,06
نسبة النمو	—	%10,13	%8,95	%8,60

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية (2014-2017)

الفصل الثالث.....دراسة حالة مؤسسة حضانة حليب بالمسيلة خلال الفترة (2014-2017)

من خلال النظرة الأولى إلى الجدول رقم (3-7) نلاحظ أن الأموال الخاصة لمؤسسة الحضانة حليب في ارتفاع مستمر على طول الفترة المدروسة، إلا أن نسبة النمو في الأموال الخاصة انخفضت من 10,13% إلى 8,95% سنة 2016 وهذا راجع لانخفاض النتيجة الصافية سنة 2016 بنسبة 2,67% مقارنة بالنتيجة المحققة سنة 2015، وهذا مرده بصفة أساسية إلى ارتفاع الأعباء العمليانية لسنة 2016 مقارنة بما كانت عليه في سنة 2015، كما لم تشهد سنة 2017 نسبة نمو كبيرة في الأموال الخاصة، وهذا راجع بالأساس إلى عدم ارتفاع رأس المال الاجتماعي خلال هذه السنة حيث تميز بالثبات، نتيجة عدم تخصيص النتيجة كما رأينا سابقا، فالزيادة التي حصلت في مجموع الأموال الخاصة مردها ارتفاع طفيف في النتيجة الصافية والاحتياطات خلال سنتي 2016 و 2017.

وفي الأخير يمكن القول إن للمؤسسة رأس مال اجتماعي يساعدها في تمويل جزء كبير من نشاطاتها.

1-2-2 مصادر التمويل الخارجي

نظرا لعدم قدرة الأموال الخاصة وحدها على تلبية مختلف الاحتياجات المالية للمؤسسة خلال الفترة المدروسة (2014-2017)، ما دفع بإدارة المؤسسة إلى اللجوء لطلب موارد خارجية إضافية تتمثل في أموال الاستدانة، علما أن هذه الأخيرة تأخذ شكل قروض مصرفية قصيرة الأجل، وكذلك قروض مصرفية متوسطة وطويلة الأجل.

1-2-1 التمويل عن طريق الديون قصيرة الأجل

تختلف قيمة الديون قصيرة الأجل من سنة لأخرى والجدول رقم (3-8) يوضح لنا تطور الديون قصيرة الأجل لمؤسسة حضانة حليب للفترة (2014-2017).

جدول رقم (3-8) تطور الديون قصيرة الأجل لمؤسسة حضانة حليب للفترة (2014-2017) الوحدة: دج

السنوات	2014	2015	2016	2017
موردون وحسابات ملحقه	1.065.137.075,26	1.130.508.660,51	980.392.800,29	1.548.945.332,38
ضرائب	58.550.368,75	26.567.555,86	60.634.793,68	168.928.364,89
ديون أخرى	1.043.649.335,63	872.182.371,95	884.938.324,51	509.777.987,77
خزينة سلبية	2.973.119.661,00	3.254.812.894,56	2.875.101.660,98	3.013.447.016,47
مجموع الديون قصيرة الاجل	5.140.456.440,64	5.284.071.482,88	4.801.067.579,46	5.241.098.701,51
نسبة النمو	-	2,79%	(9,14)%	9,17%

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية (2014-2017)

تمثل الديون قصيرة الأجل حصة جد معتبرة في المزيج التمويلي لمؤسسة حضانة حليب حيث يزيد متوسط ما تمثله من مجموع الخصوم خلال الفترة المدروسة عن 54%، ومن الجدول أعلاه نلاحظ ارتفاع مجموع الديون قصيرة الأجل في سنة 2015 بنسبة 2,79% مقارنة بسنة 2014، وهذا يعود بالأساس إلى ارتفاع في ديون الموردون و القروض المصرفية قصيرة الأجل .

الفصل الثالث.....دراسة حالة مؤسسة حضانة حليب بالمسيلة خلال الفترة (2014-2017)

أما في سنة 2016 فقد عرفت الديون قصيرة الأجل انخفاض بنسبة 9,14% وهذا بسبب تسديد المؤسسة لقسط من القروض البنكية قصيرة الأجل ، وفي سنة 2017 فقد شهدت الديون قصيرة الأجل ارتفاع بنسبة 9,17% وهذا راجع لارتفاع ديون الموردين بالإضافة إلى ارتفاع القروض المصرفية قصيرة الأجل.

1-2-2 التمويل عن طريق الديون متوسطة وطويلة الأجل

الجدول الموالي يبين تركيبة الديون متوسطة وطويلة الأجل، وتطورها لمؤسسة حضانة حليب خلال الفترة (2014-2017).

جدول رقم (3-9) تطور الديون متوسطة وطويلة الأجل للمؤسسة للفترة (2014-2017) الوحدة: دج

السنوات	2014	2015	2016	2017
البيان				
قروض وديون مالية	2.374.167.192,67	1.802.743.462,19	1.553.147.284,21	1.561.162.841,23
مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	0,00	1.188.727,00	1.188.727,00	1.188.727,00
مجموع الديون متوسطة الأجل	2.374.167.192,67	1.803.932.189,19	1.554.336.011,21	1.562.351.568,23
نسبة النمو	-	(%24.02)	(%13,84)	%0,52

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية (2014-2017)

نلاحظ من الجدول رقم (3-9) أن سنتي 2015 و 2016 تميزتا بانخفاض في حجم الديون متوسطة الأجل بنسبة 24.02% و 13,84% على التوالي، وهذا بسبب تسديد المؤسسة لقسط من الديون متوسطة وطويلة الأجل.

أما سنة 2017 فقد عرفت ارتفاع طفيف في مجموع الديون متوسطة الأجل وهذا بسبب حصول المؤسسة على قرض من البنك.

المطلب الثالث: تحليل نسب الهيكل المالي و أثر الرافعة المالية

1- تحليل نسب الهيكل المالي

يتم حساب نسب الهيكل المالي أو ما يعرف بنسب المديونية من أجل التعرف على مصادر التمويل التي اعتمدت عليها المؤسسة خلال سنوات الدراسة، و أيضا بمعرفة الأهمية النسبية لكل مصدر من هذه المصادر و مدى الأمان المتاح للدائنين و أيضا تحقيق التوازن ما بين تحقيق العائد المرتفع و الخطر الناجم عن اعتماد الديون، و ذلك من خلال نسب الرفع المالي.

وعليه يبين الجدول التالي نسب الهيكل المالي ذات الأهمية و التي تعرفنا عليها في الجانب النظري و طريقة حسابها وقيمتها في السنوات محل الدراسة.

الفصل الثالث.....دراسة حالة مؤسسة حضنة حليب بالمسيلة خلال الفترة (2014-2017)

الجدول رقم(3-10)نسب الهيكل المالي لمؤسسة حضنة حليب للفترة (2014-2017)الوحدة:النسبة المئوية(%)

2017	2016	2015	2014	العلاقة	النسبة
%102	%99	%99	%95	الأموال الدائمة / الأصول الثابتة	نسبة التمويل الدائم
%28	%27	%26	%25	الأموال الخاصة / الأصول الثابتة	نسبة التمويل الخاص
%40	%39	%33	%28	الأموال الخاصة / مجموع الديون	نسبة الإستقلالية المالية
%71	%72	%75	%78	مجموع الديون / مجموع الأصول	نسبة الديون إلى إجمالي الأصول
%248	%252	%306	%357	مجموع الديون / أموال الملكية	نسبة المديونية العامة
% 57	%62	%78	%113	الديون الطويلة والمتوسطة الأجل/أموال الملكية	نسبة المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل
% 191	% 190	%228	%245	الديون قصيرة الأجل / أموال الملكية	نسبة المديونية قصيرة الأجل

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية (2014- 2017)

1-1 نسبة التمويل الدائم: تشير هذه النسبة إلى مدى تغطية الأصول الثابتة بالأموال الدائمة، و الملاحظ من الجدول أن النسبة متقاربة و لم تتجاوز الواحد (1) في السنوات الثلاثة الأولى من الدراسة و هذا ما يدل على أن الأموال الدائمة غير كافية لتغطية الأصول الثابتة، أي أن جزء منها مؤل بالخصوم الجارية، ومنه نخلص إلى أن المؤسسة لم تحقق التوازن المالي خلال هذه الفترة.

أما في سنة 2017 فالنسبة تفوق الواحد (1) وهذا مرده حصول المؤسسة على قرض طويل الأجل أدى الى ارتفاع في الاموال الدائمة، وهذا يعني أن هذه الأخيرة مؤلت كل الأصول الثابتة وبقي فائض استعمل في تمويل الاصول الجارية، ومنه نخلص إلى أن المؤسسة حققت التوازن المالي في هذه السنة.

1-2 نسبة التمويل الخاص: تعبر هذه النسبة على مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بواسطة أموالها الخاصة، وبالتالي تساعد في تحديد حجم القروض طويلة الأجل لتوفير الحد الأدنى من رأس المال العامل كهامش أمان ، والملاحظ من الجدول أن هذه النسبة بالرغم من أنها في تزايد من سنة لأخرى، إلا أنها متقاربة ولم تتجاوز في المتوسط 27 % وذلك خلال كافة سنوات الدراسة، وهذا يعني أن المؤسسة لم تتمكن من تغطية أصولها الثابتة بواسطة أموالها الخاصة، وهذا ما يحتم على المؤسسة اللجوء إلى أموال الاستدانة من أجل تمويل أصولها الثابتة.

1-3 نسبة الاستقلالية المالية: تشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي لمؤسسة حضانة حليب، ومدى اعتمادها على أموالها الخاصة، وكما نلاحظ من الجدول أن هذه النسبة بالرغم من أنها في تزايد من سنة لأخرى، إلا أنها متقاربة ولم تتجاوز في المتوسط 35 % ما يعني أن حجم الديون أكبر من حجم الأموال الخاصة. ومنه نخلص إلى أن المؤسسة غير مستقلة ماليا، مما يعني أنها في وضعية مثقلة بالديون .

1-4 نسبة الديون إلى إجمالي الأصول

تسمى أيضا نسبة قابلية التسديد، فهي تعبر عن نسبة الضمان التي تمنحها المؤسسة لدائنيها، بما يزيد من ثقتهم فيها، وكل ما كانت هذه النسبة أصغر كلما كان المقرضين أكثر ارتياحا اتجاه أموالهم، ولا يجب أن تفوق النسبة 50%، إلا أن هذه النسبة لدى مؤسسة حضانة حليب في الفترة (2014-2017) فاقت 50% كما هو موضح في الجدول رقم (3-10)، خلال كامل سنوات الدراسة، بالرغم من أن هذه النسبة في انخفاض مستمر إلا أنها بعيدة عن النسبة المرجعية التي يجب أن لا تفوق 50%، ومنه نخلص إلى أن المؤسسة تعاني من نسبة قابلية تسديد ضعيفة، وهذا ما يعقد عملية حصولها على أموال استنادة إضافية بشروط ميسرة.

1-5 نسبة المديونية العامة: من خلال الجدول رقم(3-10) قمنا بحساب نسبة المديونية العامة لمؤسسة حضانة حليب خلال الفترة (2014-2017) ، حيث تتراوح هذه النسبة بين 357 % و 248 % ، ما يعني أن أموال الاستدانة تفوق أموال الملكية بنسبة تتراوح بين 257% و 148% خلال الفترة المدروسة، وقد بلغت أقصى قيمة لها في سنة 2014، نتيجة لعملية التوسع التي ميزت هذه السنة، ما أجبر المؤسسة على اللجوء إلى أموال الاستدانة وبالتحديد القروض البنكية متوسطة وطويلة الأجل من أجل تلبية احتياجاتها المالية، وبعد هذه السنة بدأت نسبة المديونية تنخفض إلى أن استقرت في 248 % سنة 2017، وهذا نتيجة للثبات النسبي الذي عرفته الاستثمارات في المؤسسة، وكذلك التحجيم من نسب التوزيعات على المساهمين، هذا ما أدى إلى رفع أموال الملكية خلال السنتين الأخيرتين، وعليه حدث انخفاض طفيف لنسبة المديونية. وبالرجوع إلى النسبة المعيارية للمديونية، والتي تقضي بأن يكون الحد الأقصى لنسبة المديونية بأموال الملكية في الهيكل التمويلي للمنشأة الاقتصادية هو 100% ، نخلص إلى أن نسبة المديونية لمؤسسة حضانة حليب للفترة (2014-2017) تعتبر جد عالية، ما يجعل الهيكل التمويلي للمؤسسة للفترة المدروسة يتميز بنسبة استدانة أعلى بكثير من النسبة المثلى، وهذا بالرغم من انخفاضها المستمر خلال سنوات الدراسة. ومن أجل التدقيق أكثر في شأن استدانة المؤسسة، محاولين تحديد موقع الخلل بدقة بين أموال الاستدانة، وذلك بدراسة كل من نسبة المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل وكذلك نسبة المديونية قصيرة الأجل.

1-6 نسبة المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل: نتمكن من خلال حساب هذه النسبة من معرفة مدى حضور جزء فقط من أموال الاستدانة، وهو الديون الطويلة والمتوسطة الأجل مقارنة بأموال الملكية، وبالنسبة لحالة المؤسسة للفترة (2014-2017)، نلاحظ من خلال الجدول رقم(3-10)، أن هذه النسبة تتراوح بين 113% و

الفصل الثالث.....دراسة حالة مؤسسة حضانة حليب بالمسيلة خلال الفترة (2014-2017)

57%، حيث نجدها بلغت أقصى قيمة لها سنة 2014 وهذا راجع لحجم الاستثمارات الكبير الذي تميزت به هذه السنة (كما تم شرحه في نسبة المديونية العامة) وبعد سنة 2014 بدأت هذه النسبة تتناقص إلى أن بلغت 57% سنة 2017 (تم شرح هذه النقطة في أسباب انخفاض المديونية العامة)، إلا أن الديون الطويلة والمتوسطة الأجل التي تميزت بها المؤسسة في الفترة المدروسة مرتفعة نوعا ما، حيث كان من المفروض أن لا تتجاوز 35% من قيمة أموال الملكية.

1-7 نسبة المديونية قصيرة الأجل: تستخدم هذه النسبة من أجل التفصيل في نسبة المديونية العامة، وذلك بهدف معرفة وزن الديون قصيرة الأجل مقارنة بأموال الملكية للمنشأة الاقتصادية، وفي حالة مؤسسة حضانة حليب للفترة (2014-2017)، نلاحظ ومن خلال الجدول (3-10)، أن نسبة المديونية قصيرة الأجل تتراوح بين 245% و 190%، وأقل ما يمكن أن توصف به هذه النسبة هو أنها عالية مقارنة بالمستوى المعياري والذي يحدد بنسبة 65%، من أموال الملكية كحد أقصى، ومنه تعتبر الديون قصيرة الأجل هي المسبب الرئيسي في ارتفاع معدل استئانة مؤسسة حضانة حليب خلال الفترة المدروسة.

2- تحليل أثر الرافعة المالية

قبل تحليل أثر الرافعة المالية لآبد من حساب المردودية الاقتصادية للمؤسسة، والتي تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من حساب النتائج، والأصول الاقتصادية من الميزانية الاقتصادية.

2-1 حساب المردودية الاقتصادية: تعرف المردودية بأنها قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال نشاطاتها المختلفة، وهي نوعان تم ذكرهما في الجانب النظري، المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، و سنحاول من خلال الجدول رقم (3-11) حساب المردودية الاقتصادية لمؤسسة حضانة حليب، وتطورها خلال سنوات الدراسة.

جدول رقم (3-11) تطور المردودية الاقتصادية للمؤسسة خلال الفترة (2014-2017) الوحدة: دج

البيان	2014	2015	2016	2017
الأصول المتداولة ماعدا النقدية (1)	4.726.642.022,38	4.959.115.962,81	4.605.745.866,24	5.282.909.071,2
الديون قصيرة الأجل ماعدا السلفات المصرفية (2)	2.167.336.779,64	2.029.258.588,32	1.925.965.918,48	2.227.651.685,04
الاحتياج في رأس المال العامل (3)=(2)-(1)	2.559.305.242,74	2.929.857.374,49	2.679.779.947,76	3.055.257.386,16
الاستثمارات الصافية (4)	4.490.513.786,84	4.161.863.551,06	4.120.951.859,57	4.051.227.490,23
الأصول الاقتصادية (5)=(4)+(3)	7.049.819.029,58	7.091.720.925,55	6.800.731.807,33	7.106.484.876,39
نتيجة الاستغلال (6)	333.518.706,93	569.996.129,86	288.995.325,06	316.947.366,71
المردودية الاقتصادية (6)/(5)	0,05	0,08	0,04	0,04

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية وجدول حسابات النتائج (2014- 2017)

الفصل الثالث.....دراسة حالة مؤسسة حلبة بالمسيلة خلال الفترة (2014-2017)

لقد تم حساب المردودية الاقتصادية بالاعتماد على نتيجة الاستغلال إلى الأصول الاقتصادية، فالمردودية الاقتصادية المحققة خلال دورة 2014 هي 0,05 ويعني هذا المعدل أن الدينار الواحد المستثمر في المؤسسة يحقق ربح مقداره 0,05 دج.

وقد تميزت المردودية الاقتصادية لمؤسسة حلبة خلال الفترة المدروسة بتغيرات عديدة، ويعود سبب هذه التغيرات بشكل أساسي إلى التغير في نتيجة الاستغلال المحققة في كل سنة، ومن خلال الجدول رقم (3-11) نلاحظ أن المردودية الاقتصادية للمؤسسة سنة 2014 بلغت 0,05 لترتفع بعدها إلى 0,08 سنة 2015 وهذه الزيادة مردها إلى ارتفاع نتيجة الاستغلال خلال هذه السنة، حيث زادت بنسبة 70,9% مقارنة بسنة 2014 وفي سنتي 2016 و 2017 انخفضت المردودية الاقتصادية إلى 0,04 وهذا راجع لانخفاض نتيجة الاستغلال خلال هذه الفترة.

2-1 حساب أثر الرافعة المالية

سنتناول في الجدول رقم (3-12) الرفع المالي الذي يدرس أثر لجوء المؤسسة إلى الإئتمان، و الذي تم قياسه بالديون المالية إلى إجمالي الأموال الخاصة .

جدول رقم (3-12) أثر الرافعة المالية لمؤسسة حلبة خلال الفترة (2014-2017)

البيان	العلاقة	2014	2015	2016	2017
المردودية الاقتصادية	$Re = Ro/Ae$	0,05	0,08	0,04	0,04
نسبة الإئتمان	D/Cp	2,54	2,09	1,72	1,74
المردودية المالية	$Rcp = [Re + (Re - i) \cdot D/Cp] \cdot (1 - iS)$	-0,00065	0,082	-0,0094	-0,0098
أثر الرافعة المالية	$(Re - i) \cdot D/Cp$	-0,051	0,021	-0,052	-0,052

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية وجدول حسابات النتائج (2014-2017)

حيث تمثل:

- Ro : نتيجة الاستغلال؛
 i : المصاريف المالية (تكلفة الإئتمان) = 7%
 Ae : الأصول الاقتصادية؛
 iS : معدل الضريبة على أرباح الشركات = 19%
 D : الإئتمان الصافية؛
 $(Re - i)$: الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الإئتمان؛
 Cp : الأموال الخاصة؛

من خلال الجدول رقم (3-12) نلاحظ أن المردودية المالية لمؤسسة حلبة سنة 2015 بلغت 0,082 وهي السنة الوحيدة التي كانت قيمتها موجبة، أما باقي سنوات الدراسة فكانت قيمة المردودية المالية سالبة وهذا بسبب ارتفاع التكلفة الفعلية لأموال الإئتمان على المردودية الاقتصادية. وبالرجوع إلى سنة 2015 نجد أن السبب الرئيسي لارتفاع المردودية المالية هو النمو الذي شهدته نتيجة الاستغلال خلال هذه السنة والذي تجاوز 70% مقارنة بسنة 2014 الأمر الذي أدى إلى ارتفاع في المردودية الاقتصادية، حيث بلغت 0,08 وهذا راجع للتأثير الإيجابي للإئتمان على مردودية المؤسسة.

الفصل الثالث.....دراسة حالة مؤسسة حضنة حليب بالمسيلة خلال الفترة (2014-2017)

وبدراسة أثر الرافعة المالية التي تقيس لنا درجة المخاطرة وحدود استخدام الديون وأثرها على مردودية الأموال الخاصة نجد أن أثرها كان ايجابيا إلا في سنة واحدة من سنوات الدراسة وهي سنة 2015 حيث بلغت 0,021 في هذه الحالة فإن اللجوء الى الاستدانة مرغوب فيه، بسبب ارتفاع ربحية المؤسسة فكلما زادت الديون كلما أدى ذلك إلى ارتفاع المردودية المالية.

أما باقي سنوات الدراسة فإن أثر الرافعة كان سالب، وهذا راجع للأثر السلبي لكل من المردودية الاقتصادية والمردودية المالية للمؤسسة المفسر بنتيجة الاستغلال والنتيجة الصافية خلال هذه السنوات، وكذا لجوء المؤسسة إلى الاستدانة بشكل غير صحيح مما انعكس سلبا على المؤسسة، ذلك أن الاستدانة تؤثر في ربحية المؤسسة عامة، كما أن العلاقة بين نسبة الرافعة المالية والمردودية هي علاقة عكسية فمع زيادة نسبة الرافعة المالية تنخفض معدلات المردودية، والمقصود هنا أن المبالغة في استخدام الرفع المالي أدى إلى انخفاض معدلات المردودية و بالتحديد المردودية المالية، ويمكن تفسير ذلك بسبب الزيادة في تكاليف التمويل (المصاريف المالية) التي تتحملها المنشآت نتيجة لزيادة حجم ديونها، وكون الرفع المالي سلاح ذو حدين قد يؤدي إلى زيادة ربحية المؤسسة والمساهمين وبالمقابل قد يؤدي إلى الإضرار بربحية المؤسسة، وهذا ما حصل بالفعل بالنسبة للمؤسسة المدروسة.

3- تطور القيمة المضافة

يعتبر مؤشر القيمة المضافة من أهم المؤشرات التي تقيس لنا معدل نمو المؤسسة والوزن الاقتصادي لها، لذلك سوف ندرس تطور هذا المؤشر مع تبيان علاقة القيمة المضافة بنسبة الاستدانة.

جدول رقم(3-13) تطور القيمة المضافة لمؤسسة حضنة حليب خلال الفترة(2014-2017) الوحدة: دج

السنوات	2014	2015	2016	2017
البيان				
القيمة المضافة	1.796.538.202,43	2.103.102.872,52	2.009.250.338,56	1.877.100.213,09
معدل نمو القيمة المضافة	-	17,06 %	4,46 %	6,57 %

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على جدول حسابات النتائج (2014- 2017)

من خلال الجدول رقم (3-13) نلاحظ أن القيمة المضافة للمؤسسة ارتفعت في سنة 2015 بمعدل 17,06 % مقارنة بسنة 2014، لتعود وتنخفض في السنتين الموالتين بمعدل 4,46 % و 6,57 % على التوالي، هذا التغير يقابله نفس التغير في أثر الرافعة المالية، حيث وجدنا سابقا أن هذه الأخيرة كان أثرها ايجابي إلا في سنة واحدة وهي سنة 2015، وبعد هذه السنة أصبح أثرها سالب، معنى هذا أنه عندما يكون أثر الرافعة المالية موجب فإن القيمة المضافة للمؤسسة ترتفع، والعكس صحيح أي عندما يكون أثر الرافعة المالية سالب فإن القيمة المضافة للمؤسسة تنخفض، ذلك أن المعدلات المرتفعة لنسب الاستدانة أثر بالسلب على نمو القيمة المضافة، وعليه نخلص إلى أن الاستدانة لها تأثير بالسلب على قيمة المؤسسة محل الدراسة.

خلاصة الفصل الثالث

يعتبر هذا الفصل محاولة بسيطة لتجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصول النظرية على أرض الواقع، من خلال دراسة تركيبية المزيج التمويلي لمؤسسة اقتصادية جزائرية والمتمثلة في مؤسسة حضانة حليب، حيث تم عرض وتحليل مختلف مصادرها التمويلية، والمتكونة من مصادر تمويل داخلية والتي تتمثل في التمويل الذاتي و الأموال الخاصة، ومصادر خارجية متمثلة في ديون قصيرة الأجل و ديون متوسطة وطويلة الأجل، وتبين أن مؤسسة حضانة حليب تمتلك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استدانة أعلى من اللازم حيث بلغ في المتوسط 74,1%، وهذا خلال الفترة المدروسة (2014-2017)، ويعود السبب في ذلك إلى ارتفاع احتياجات دورته الاستغلالية نتيجة لارتفاع قيم الاستغلال (المخزونات)، كما تبين أن قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة ضعيفة وهذا رغم الارتفاع المستمر لها خلال سنوات الدراسة، إلا أنها غير كافية لتغطية احتياجات دورة الاستغلال.

ومن أجل تقييم تركيبية المزيج التمويلي للمؤسسة تم استخدام أسلوب التحليل المالي بالنسب، الذي أفادنا بأن المؤسسة لم تتمكن من تغطية أصولها الثابتة بواسطة أموالها الخاصة وهذا ما يحتم عليها اللجوء إلى أموال الاستدانة من أجل تمويل أصولها الثابتة، كما تبين أن المؤسسة تعاني من قابلية تسديد ضعيفة وهذا ما يعقد حصولها على أموال استدانة إضافية بشروط ميسرة، ومن خلال دراسة نسبة المديونية العامة وجدنا أن أموال الاستدانة تفوق أموال الملكية بنسبة تتراوح بين 257% و 148% خلال الفترة المدروسة، وهي نسب جد عالية بالمقارنة مع النسبة المعيارية (100%)، وهذا ما يجعل الهيكل المالي للمؤسسة للفترة المدروسة يتميز بنسبة استدانة أعلى بكثير من النسبة المثلى.

ولدراسة أثر تركيبية المزيج التمويلي على قيمة مؤسسة حضانة حليب خلال سنوات الدراسة، تم استخدام مؤشر الرافعة المالية والذي وضح لنا كيف أن أموال الاستدانة كان لها أثر ايجابي على المردودية المالية للمؤسسة لكن هذه الحالة حدثت في سنة واحد فقط وهي سنة 2015، أما باقي سنوات الدراسة فكان أثر الاستدانة سالب على المردودية المالية للمؤسسة، لأن هذه الأخيرة بالغت في استخدام أموال الاستدانة مما أثر على مردوديتها، وبالتالي اللجوء للاستدانة في هذه الحالة غير مرغوب فيه.

ومن أجل معرفة طبيعة العلاقة بين نسبة الاستدانة والقيمة المضافة لمؤسسة حضانة حليب، تم دراسة تطور هذا المؤشر خلال الفترة (2014-2017)، ووجدنا أن التغيرات التي حدثت في معدلات نمو القيمة المضافة قابلتها نفس التغيرات في نسب الرافعة المالية، ذلك أن المعدلات المرتفعة لنسب الاستدانة أثر بالسلب على نمو القيمة المضافة، وعليه نخلص إلى أن الاستدانة لها تأثير بالسلب على قيمة المؤسسة محل الدراسة.

خاتمة

خاتمة

من خلال بحثنا هذا حاولنا تسليط الضوء على المزيج التمويلي ومدى تأثيره على قيمة المنشأة، حيث تطرقنا إلى مصادر التمويل المختلفة للمنشأة سواء المصادر قصيرة الأجل، أو متوسطة و طويلة الأجل، وأيضا سواء ممتلكة أو مقترضة، كما تطرقنا الى تعريف المزيج التمويلي الذي هو ذلك الخليط بين القروض قصيرة الأجل والقروض متوسطة و طويلة الأجل والأموال الخاصة، والذي يستعمل لتمويل مختلف أصول المنشأة، ولمعرفة علاقة هذا المزيج بقيمة المنشأة تم استخدام مؤشر الرفع المالي (الاستدانة)، والذي تبين أن له تأثير مزدوج على المردودية المالية للمنشأة، فنجاح المنشأة ونموها مرهون بمدى قدرتها على تحقيق معدلا من المردودية الاقتصادية يغطي تكلفة الإستهانة، وهو ما يؤدي بالمنشأة إلى تحقيق رفع مالي مفضل، وبذلك يكون أثر الرافعة إيجابيا على المردودية المالية، كما يمكن أن يكون لها تأثير سلبي إذا كانت تكلفتها غير مغطاة بمردودية كافية.

ولدراسة أثر التمويل على قيمة المنشأة حاولنا عرض أهم النظريات والمداخل المهمة بالهيكل المالي للمنشأة الاقتصادية، حيث عالجت هذه النظريات الهيكل المالي وعلاقته بقيمة المنشأة، وقد تباينت آراء المفكرين والباحثين حول وجود علاقة بين تركيبة الهيكل المالي وقيمة المنشأة من عدمها.

هذا فيما يخص الجانب النظري، أما الجانب التطبيقي فقمنا بدراسة ميدانية على مؤسسة حضانة حليب خلال الفترة (2014-2017)، من خلال دراسة تركيبة هيكلها التمويلي، ولمعرفة أثر هذه التركيبة على قيمة المؤسسة محل الدراسة، تم استخدام مؤشر الرافعة المالية والذي وضح لنا كيف أن أموال الاستدانة كان لها تأثير مزدوج على المردودية المالية للمؤسسة، لنخلص في النهاية إلى جملة من النتائج التي من خلالها يمكن تأكيد صحة أو خطأ الفرضيات التي تم وضعها من قبل، ومن ثم الإجابة على الإشكالية الرئيسية للموضوع.

1- اختبار الفرضيات

- **الفرضية الأولى:** تتنوع وتتعدد تركيبة المزيج التمويلي للمنشأة الاقتصادية، فمنها ما هو داخلي متمثل في التمويل الذاتي والأموال الخاصة، ومنها ما هو خارجي متمثل في الديون القصيرة الاجل، والديون متوسطة وطويلة الأجل، هذه التوليفة من مصادر التمويل سوف تحقق قيمة سوقية أكبر للمنشأة، مع تكلفة أموال دنيا، مع تحقيق شروط التوازن المالي والاستقلالية المالية، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

- **الفرضية الثانية:** يوجد تأثير مزدوج للرفع المالي على المردودية المالية لمؤسسة حضانة حليب خلال فترة الدراسة، ففي سنة 2015 كان أثر الرفع المالي موجب وحققت المؤسسة مردودية مالية تجاوزت 8%، أما في باقي سنوات الدراسة فلاحظنا وجود تأثير سلبي للرفع المالي على نسبة المردودية المالية، وهذا راجع بالأساس الى ارتفاع تكلفة التمويل (المصاريف المالية).

- **الفرضية الثالثة:** بهدف إبراز أهمية تركيبة الهيكل التمويلي للمنشأة، حاولنا عرض أهم النظريات والمداخل التي تناولت بالدراسة موضوع الهيكل المالي للمنشأة، والتي تميزت بكثرتها وتنوعها، فالنظرية التقليدية تؤكد على وجود هيكل تمويلي أمثل تسعى المنشأة الى تحقيقه، والذي يتضمن نسبة اقتراض مثلى تجعل تكلفة التمويل

تتخضع إلى أدنى نقطة، وبالمقابل ترتفع عندها قيمة المنشأة أقصى ما يمكن، وعليه فإن النظرية التقليدية أخذت موقف وسطيا بين مدخلين متناقضين؛ مدخل صافي الدخل؛ الذي يقر بوجود تأثير لتركيبية الهيكل التمويلي على تكلفة الاموال ومنه على قيمة المنشأة، ومدخل صافي ربح العمليات الذي ينفي تماما فكرة وجود هيكل مالي أمثل، وذلك اعتمادا على أن تكلفة الأموال ثابتة لا تتأثر بتغير نسبة حضور كل من أموال الملكية وأموال الاستدانة، ومنه عدم ارتباط قيمة المنشأة بقرارات تمويلها، وهذا ما دعمه اقتراح كل من مودكلياني وميلر (Modigliani and Miller) عام (1958م)، إلا أنهما قاما بتقديم اقتراح ثاني في سنة 1963، والذي يعتبر تصحيحا للاقتراح الاول، وينطلقان في تحليلهما من اسقاط عدم خضوع أرباح المنشأة الى الضرائب، هذا مايعني أن لجوء المنشأة إلى استخدام أموال الاستدانة يمكنها من الحصول على وفرات ضريبية، وعليه فإن قرار التمويل يؤثر على تكلفة الأموال، ومنه على قيمة المنشأة.

2- النتائج

بعد معالجتنا لهذا البحث على ضوء الفرضيات الموضوعية سلفا، تم التوصل إلى بعض النتائج النظرية وكذلك في المؤسسة محل الدراسة، و التي يمكن إيجاز أهمها فيما يلي:

2-1 النتائج النظرية

- يمكن تصنيف مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المنشأة الاقتصادية-والتي تشكل هيكلها التمويلي- إلى صنفين أساسيين، هما التمويل قصير الأجل والتمويل متوسط وطويل الأجل، وهذا اعتمادا على معيار التصنيف القائم على أساس الزمن،بالإضافة إلى أن هذا البحث أفادنا بالعديد من الخصائص التي تميز كل مصدر تمويلي عن الآخر، والتي تتيح للمنشأة الاقتصادية فرصة كبيرة للمفاضلة بينها بهدف تمكينها من اختيار مصادر التمويل التي تتماشى وأهدافها وتطلعاتها.
- تتداخل مجموعة من العوامل في تحديد واختيار المزيج التمويلي المناسب للمنشأة الاقتصادية، ومن بين هذه العوامل نجد: المخاطر المالية و التشغيلية، حجم المنشأة، تركيبة الموجودات، المرحلة المعنية من دورة حياة المنشأة،بالإضافة إلى موقف الادارة و موقف الدائنين، إن الهدف من دراسة العوامل المؤثرة في القرارات التمويلية للمنشأة الاقتصادية هو التمكن من قياس مدى مرونة هذه القرارات، هذا ما يساعد على جعل القرارات المالية المتخذة أكثر رشادة وعقلانية؛
- نظريا المرودية المالية تتأثر بالرفع المالي بشكل موجب بزيادة اللجوء إلى الإستدانة (الرفع المالي)، ولكن هذا لاينفي تعرضها إلى المخاطر المالية، خاصة إذا كانت المرودية الاقتصادية أقل من معدلات الفائدة المفروضة؛
- يجب على المنشأة الاقتصادية العمل على تقييم هيكلها المالي، والذي يمكنها من استصدار حكم حول تركيبته، هل هي تمتلك هيكل تمويلي أمثل أم لا، وينبثق عن هذا الحكم العديد من القرارات، فإذا كان الحكم يقضي بأمتلية الهيكل المالي، فإن المنشأة تسعى إلى المحافظة عليه وذلك بالحرص والحفاظ

على مختلف نسب مصادر التمويل المشكلة له، أما إذا كانت عملية التقييم تقضي بعدم أمثلية الهيكل المالي، توجب على المنشأة تقويم هيكلها التمويلي من أجل السير به نحو الأفضل.

هذا فيما يخص أهم النتائج المستخلصة من الجزء النظري لهذا البحث، أما الجزء التطبيقي والذي يعتبر محاولة منا لإسقاط أهم المفاهيم المتحصل عليها من الجزء النظري على مؤسسة حضنة حليب، وعليه يمكن إيجاز أهم نتائج الدراسة التطبيقية المتحصل عليها فيما يلي:

1-2 نتائج الدراسة التطبيقية

- ما يمكن ملاحظته من خلال التعرف على مصادر التمويل المشكلة للهيكل المالي لمؤسسة حضنة حليب، هو غياب أساليب التمويل الحديثة، مثل الأسهم بنوعيتها العادية والممتازة، سندات المساهمة، القرض الأيجاري...، وهذا راجع إلى افتقاد الإدارة المالية للمؤسسة إلى دراسة علمية دقيقة لمختلف بدائل التمويل المتاحة أمامها، والاكتفاء فقط بما هو مألوف منها، وهذا ما يمكن أن يضيع فرص على المؤسسة، التي كان من الممكن الاستفادة منها عن طريق اللجوء لمصادر تمويل حديثة؛
- من خلال دراسة تركيبة الهيكل التمويلي لمؤسسة حضنة حليب عن طريق أسلوب التحليل المالي بالنسب، نخلص إلى أن المؤسسة تمتلك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استنادة أعلى من اللازم حيث بلغت نسبة الاستنادة في المتوسط 290%، فهي بعيدة عن النسبة المعيارية التي هي 100%، وبعد إجراء عملية بحث عن السبب الذي أدى إلى ارتفاع نسبة استنادة المؤسسة، خلصنا إلى أن دورة الاستغلال هي السبب الرئيسي لذلك، نتيجة لارتفاع احتياجاتها المالية الدورية، وعليه فإن ارتفاع الاحتياجات المالية الدورية أدى بالمؤسسة إلى البحث عن مصادر تمويلية لسد الاحتياجات والتي تمثلت في أموال الاستنادة؛
- هناك تغير في الهيكل التمويلي خلال سنوات الدراسة، حيث لاحظنا انخفاض مستمر في نسبة الاستنادة العامة قابلها ارتفاع مستمر في الأموال الخاصة، وهذا دليل على سعي إدارة المؤسسة للتخفيف من الأعباء المالية من جهة، والرفع من قدرة التمويل الذاتي من جهة أخرى؛
- يعتبر التمويل الذاتي أحسن مصدر تمويلي، إلا أنه غير كافي لتغطية المشاريع الاستثمارية للمؤسسة نظرا لضخامتها؛
- الأموال الخاصة التي تملكها المؤسسة لا تكفي لتمويل الأصول الثابتة، وهذا ما يحتم على المؤسسة اللجوء إلى أموال الاستنادة من أجل تمويل أصولها الثابتة؛
- المؤسسة تعاني من نسبة قابلية تسديد ضعيفة، وهذا ما يعقد عملية حصولها على أموال استنادة إضافية بشروط ميسرة؛
- توصلت الدراسة إلى أن زيادة اللجوء إلى الاستنادة في المؤسسة محل الدراسة، ذو تأثير سلبي على معدلات المردودية، أي أنه كلما زاد حجم القروض كلما تناقصت المردودية، هذا يعني أن هناك رافعة مالية سالبة وهو راجع إلى سوء تسيير الإدارة المالية بالمؤسسة؛

- المعدلات المرتفعة لنسب الإستدانة أثر بالسلب على نمو المؤسسة، حيث تجسد هذا التأثير في معدلات نمو القيمة المضافة التي انخفضت بشكل متزايد ابتداء من سنة 2016، وهذا ما يؤثر حتما على قيمة المؤسسة.

2- الإقتراحات

- على مسيري مؤسسة حضانة حليب الإلمام بجميع مصادر التمويل المتاحة من خلال حصر خصائصها وتحديد تكاليفها الفعلية والتنبؤ بتأثيراتها المحتملة على المؤسسة، وفي هذا الإطار لا يجب أن يقتصر التحليل على مصادر التمويل التي اعتادت المؤسسة اللجوء إليها فقط، بل لا بد أن يتعداه إلى بدائل التمويل الأخرى التي تم تفعيلها في الاقتصاد الجزائري كالقيم المنقولة والقرض الإيجاري...؛
- ينبغي على المؤسسة الاهتمام أكثر بقراراتها التمويلية لأنها تلعب دورا حيويا في تعظيم قيمة المؤسسة؛
- إجراء المزيد من الدراسات من طرف إدارة المؤسسة، لتشخيص الأسباب الحقيقية والحالات التي تجعل الرفع المالي يلعب دورا سلبيا على قيمة المؤسسة؛
- يجب على المؤسسة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي بنسب معيارية، ثلاثم هيكلها التمويلي مثلما نادت به نظرية مودكلياني وميلر (Modigliani and Miller)، على أنه لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، لكن يمكن وضع حد أدنى للاستدانة، وذلك لتحقيق رفع مالي جيد خاصة في ظروف رواج الاقتصاد، وتحقيق معدلات مردودية مقبولة تغطي تكاليف الاستدانة، وفي حالة الكساد يجب على المؤسسة تجنب الإستدانة (الرفع المالي) بقدر الإمكان واللجوء إلى التمويل الداخلي، وهذا ما يؤدي حتما إلى تعظيم قيمتها السوقية؛
- من أجل تحقيق معدلات مردودية أحسن تقترب أو تفوق المعدلات المرجعية (المعيارية) يجب على المؤسسة تحقيق نتائج ثلاثم الوسائل المسخرة لها، فلتحقيق معدل مردودية مالية مقبول يجب تحقيق نتيجة صافية تساوي على الأقل ربع الأموال الخاصة بالمؤسسة؛
- على الإدارة المالية لمؤسسة حضانة حليب العمل على إصلاح هيكلها التمويلي الحالي، وذلك بتخفيض نسبة الاستدانة فيه، وجعلها تقترب من النسبة المثلى؛
- ينبغي على مؤسسة حضانة حليب أن تولي اهتمام كبير بدورها الاستغلالية، لما لهذه الأخيرة من أثر بالغ على تركيبة هيكلها التمويلي وأمثليته.

3- آفاق الدراسة

- بعد معالجة الإشكالية و المتمثلة في المزيج التمويلي وأثره في تعظيم قيمة المنشأة، اتضحت لنا مجموعة من المواضيع التي يمكن أن تكون موضوع دراسة مستقبلية للمهتمين في هذا المجال وهي:
- تأثير الهيكل المالي على القرارات الإستراتيجية للمؤسسة الاقتصادية.
 - دور صيغ التمويل الإسلامية كبديل للتمويل التقليدي في تعظيم قيمة المنشأة الاقتصادية.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المراجع

أولاً: الكتب

1. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الحجار، عنابة، 2008.
2. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل، الطبعة الأولى، عمان، 2006.
3. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل، الطبعة الثانية، عمان، 2011.
4. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، المطبوعات الجامعية، الجزائر.
5. براق محمد، غربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الطبعة الأولى، 2014.
6. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل والتحليل المالي، المكتبة الأكاديمية، الإسكندرية، 2005.
7. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2009.
8. خميسي شيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013.
9. دحموش محمد، التحليل المالي، الصفحات الزرقاء، البويرة، الجزائر، 2004.
10. عاطف وليم أندوراس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
11. عبد الحليم كراجه و آخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2006.
12. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
13. عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
14. عدنان تايه النعيمي، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
15. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
16. محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار حامد، الأردن، 2008.
17. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000.
18. محمد علي أبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
19. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، المكتب العربي الحديث، مصر، الطبعة 4، 1999.
20. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.

21. ناصر دادى عدون، تقنيات مراقبة التسيير، دار المحمدية، الجزائر، 1999 .

ثانيا: الرسائل والأطروحات

22. أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالى على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير غير منشورة، في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011 \ 2012.

23. حميدة رمضانى، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالى، مذكرة ماستر غير منشورة، في العلوم المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2011 \ 2012.

24. شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2009 \ 2010.

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

26. محمد بشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالى للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2016 .

ثالثا: المجلات

27. ريم محسن خضير، أثر حوكمة الشركات فى القيمة السوقية لأسهم رأس المال فى الشركات المصرفية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، كلية العلوم والاقتصاد، جامعة بابل، العدد: 32، 2012.

رابعا: الملتقيات والندوات

28. مليكة زغيب، مداخلة بعنوان تأثير الهيكل المالى على القيمة السوقية للمنشأة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر 2005.

خامسا: المحاضرات

29. نوي نبيلة، محاضرات فى مصادر التمويل، منشورة، السنة الثانية ماستر، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2017 \ 2018.

المخلص

إن اختلاف و تباين مصادر التمويل وعدم تجانسها، يمنح المنشأة الاقتصادية فرصة التنوع والمفاضلة بينها، بهدف بلوغ وتحقيق المزيج التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العوائد والمخاطر الناتجة عنه، ويعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة في المنشأة.

إن تكلفة الأموال و الرفع المالي يعتبران من العوامل الأساسية المحددة لتركيبية أموال المنشأة الاقتصادية، وكلاهما يبرز خصوصية التمويل بأموال الاستدانة عن باقي مصادر التمويل الأخرى، كونه يرفع من مردودية المنشأة نظرا لانخفاض تكلفته وثباتها، وبالمقابل يزيد من مخاطرها المالية بسبب إلزامها على تسديد الفوائد و أصل المبالغ المقترضة في تواريخ استحقاقها دون مراعاة وضعيتها المالية.

لذلك ينبغي على المنشأة أن تحدد بوضوح معالم المزيج التمويلي سواء من حيث العناصر المكونة لهذا المزيج، أو من حيث نسبة كل عنصر فيه، كما ينبغي عليها العمل على تحقيق هذا الهيكل التمويلي والالتزام به قدر الإمكان، إذ من المتوقع أن يكون الهيكل المثالي قد تم اختياره على أساس مدى مساهمته في تحقيق الهدف المنشود وهو تعظيم قيمة المنشأة أي تعظيم ثروة الملاك.

الكلمات المفتاحية: المزيج التمويلي، أموال الملكية، أموال الاستدانة، القيمة السوقية للمنشأة الاقتصادية، الرافعة المالية.

Résumé

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

Le coût de financement ainsi que le levier financier sont des facteurs importants qui forment la structure financière de l'établissement économique, ils se distinguent de l'endettement qui caractérise les autres sources de financement, ces facteurs permettent une plus grande rentabilité en considérant leur coûts à la fois minimales et stables, en revanche, le mode de financement par endettement est plus risqué, car l'établissement est contraint à rembourser les intérêts ainsi que le capital aux échéances impardies, abstraction faite de sa solidité financière.

Par conséquent l'établissement soit nécessaire sur celui soit les informateurs clairement de financement indiqués du mélange si d'où les éléments formateurs par conséquent le mélange, ou d'où rapport de tout l'élément dans lui, juste comme soit nécessaire sur elle le travail sur la recherche ont déliré le squelette de financement et l'observance dans lui autant que possible, alors il est prévu que le squelette idéal est bien choisi sur la base de la prolongation était complet sa contribution dans la recherche convoitée, le but et il est glorification l'établissement valable que n'importe quelle glorification est possession de richesse.

Mots clés : Le mélange de financement, Fonds propres, Endettement, Valeur marchande de L'établissement, La grue financière