

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد بوضياف بالمسيلة

ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
فرع:

تخصص: إدارة مالية



كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم التسيير

رقم:

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي
تحت عنوان:

إدارة المزيج التمويلي وأثره على نمو وتطور المؤسسة
دراسة حالة مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر بالمسيلة

تحت إشراف:

د. عز الدين عبد الرؤوف

من إعداد:

- يحيى عنتر

- سلامة رضا

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
			رئيسا
			مشرفا ومقررا
			مناقشا

السنة الجامعية : 2021/2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر و عرفان

الحمد لله الذي أمر بشكره, ووعد من شكره بالمزيد، ونشهد أن لا اله إلا الله هو
المبدئ والمعيد، ونشهد أن محمدا عبده ورسوله الذي بعث بالقران المجيد، اللهم
صل عليه وعلى آله وصحبه أجمعين .

والحمد لله الذي وفقنا لإنجاز هذا العمل المتواضع، وما توفيقنا إلا بالله عليه توكلنا
وعليه فليتوكل المتوكلون .

فمن باب من لم يشكر الناس لم يشكر الله نتقدم بأحر تشكراتنا إلى :

– الأستاذ عز الدين عبد الرؤوف الذي ساعدنا في إعداد بحثنا هذا، فكان بمثابة
الموجه والمرشد

– أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير لجامعة المسيلة على
المجهودات المبذولة خلال فترة الدراسة.

وإلى كل من ساعدنا من بعيد أو من قريب في إنجاز هذه الدراسة.

*** عنتر - رضا ***

الإهداء

.. إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة ونور العالمين
سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم.

إلى الينبوع الذي لا يمل العطاء، إلى من حاكت سعادتي بخيوط منسوجة من قلبها إلى
والدتي العزيزة.

إلى من سعى وشقى لأنعم بالراحة والهناء الذي لم يبخل بشئ من أجل دفعي في طريق
النجاح الذي علمني أن أرتقي سلم الحياة بحكمة وصبر إلى والدي العزيز.

إلى من حبهم يجري في عروقي ويلهج بذكراهم فؤادي إلى إخوتي وأخواتي الاعزاء.

إلى من تحلو بالإخاء وتميزوا بالوفاء والعطاء إلى ينابيع الأخوة الذين لم تلدهم أمي إلى
أصدقائي.

إلى أستاذنا القدير عز الدين عبد الرؤوف وإلى كل من كانوا سندا لنا من قريب أو من
بعيد وإلى من كانوا معنا على طريق النجاح والخير إلى من عرفت كيف اجدهم
وعلموني أن لا أضيعهم.

*** يا حي عنتر ***



الإهداء

إلى من تقف الكلمات عاجزة عن شكره إلى أبي العزيز.

إلى نور حياتي ومنبع آلمي وسعادة قلبي إلى أُمي الحنونة.

إلى الكواكب التي عشت بينها وغمرتني بالسكينة إلى إخوتي وأخواتي.

إلى الذي لم تبخل علينا يوماً في سبيل العلم والمعرفة إلى الأستاذ

عز الدين عبد الرؤوف.

إلى من عرفت قلوبهم الصدق والنبيل إلى أصدقائي الأوفياء:

إلى كل الأهل والأقارب إلى كل الزملاء والزميلات.

إلى الذي كاد أن يكون رسولاً إلى أساتذتي الأفاضل.

إلى كل من ساعدنا من قريب أو بعيد، بالقليل أو بالكثير.

إلى كل هؤلاء أهدي هذا العمل المتواضع.

*** سلامة رضا ***

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
I	شكر وعرفان.
II - III	الإهداء.
IV - V	فهرس المحتويات.
VI	قائمة الجداول والأشكال
أ - و	مقدمة.
2	الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التسويقي
3	المبحث الأول: النظريات المفسرة للمزيج التمويلي
3	المطلب الأول: النظرية الكلاسيكية (التقليدية)
6	المطلب الثاني: نظرية التوازن
7	المطلب الثالث: النظرية المتعددة الأشكال.
9	المبحث الثاني: ماهية المزيج التمويلي ومكوناته
9	المطلب الأول: مفهوم المزيج التمويلي
10	المطلب الثاني: مكونات المزيج التمويلي
21	المطلب الثالث: محددات ومناهج المزيج التمويلي
24	المطلب الرابع: مؤشرات قياس نمو المؤسسة .
25	المبحث الثالث: تكلفة الأموال و الرفع المالي
25	المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال والعوامل المؤثرة عليها
26	المطلب الثاني: تقدير تكلفة الأموال
32	المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة
34	المطلب الرابع: الرفع المالي
40	خلاصة الفصل
42	الفصل الثاني: الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

فهرس المحتويات

43	المبحث الأول: تقديم مؤسسة محل الدراسة
43	المطلب الأول: نبذة تاريخية حول مجمع سويح
44	المطلب الثاني: نشأة مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر
45	المطلب الثالث: أهداف مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر
45	المطلب الرابع: المنظومة الهيكلية لمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر
48	المبحث الثاني: تحليل المزيج التمويلي ومدى تأثيره على نمو وتطور مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر
48	المطلب الأول: عرض الميزانية المحاسبية والمالية لمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2019-2020)
53	المطلب الثاني: تحليل الهيكل المالي للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2018-2020)
56	المطلب الثالث: المطلب الثالث: تحليل أثر الرافعة المالية
59	خلاصة الفصل
61	الخاتمة.
67	قائمة المراجع.
72	قائمة الملاحق.
	الملخص

قائمة الجداول والأشكال

• قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
5	الافتراضات والانتفاضات الموجهة لنظرية مديكلياني وميلر	01
48	تركيبة أصول للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2018-2019)	02
50	تركيبة أصول للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2019-2020)	03
51	تركيبة الخصوم للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2018-2019)	04
52	تركيبة الخصوم للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2019-2020)	05
53	نسب الهيكل المالي لمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2019-2020)	06
56	تطور المردودية الإقتصادية للمؤسسة خلال الفترة (2018-2020)	07
57	أثر الرافعة المالية لمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر خلال الفترة (2018-2020)	08
58	تطور القيمة المضافة لمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر خلال الفترة (2018-2020)	09

• قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
24	النمو باعتبار مؤشر رقم الأعمال	01
45	الهيكل التنظيمي لمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر	02

مقدمة



مقدمة:

لقد حظي موضوع تمويل المؤسسات الاقتصادية بوافر الدراسة من قبل باحثي الإدارة المالية، كونه يمثل أحد الدعائم الأساسية لتطورها ونموها، حيث يساهم في إمدادها بالأموال اللازمة لتمويل أنشطتها ضمانا للاستمراريتها، أين تلجأ المؤسسة فيها إلى مصادر تمويل داخلية تملكها، أو أن تعتمد في تمويلها على مصادر خارجية.

ونظرا لتعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية وتباين في خصائصها واختلاف تكاليفها وشروط الحصول عليها، أصبح من الضروري على الإدارة المالية لهذه المؤسسات أن تحدد بدقة بدائل التمويل المتاحة بغية المفاضلة بينها في تشكيل المزيج التمويلي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة بهدف تحقيق الكفاءة والفعالية، والوصول إلى الأداء المالي المطلوب الذي يعتبر المرآة العاكسة لاستغلال الموارد المتاحة لها بشكل مثالي.

ويعتبر هدف تعظيم الربح أهم شيء تسعى المؤسسة إلى تحقيقه من أجل تعظيم قيمة أسهمها، لذلك تحتاج المؤسسة إلى تقييم أدائها من خلال تقييم مستوى نشاط أسهمها ومدى تحقيق أعلى عائد ممكن، وتعتمد في ذلك على مجموعة من المؤشرات، ويعتبر مؤشر ربحية السهم من أهم المؤشرات المالية التي تعتمد عليه المؤسسة في تقييم أدائها، كونه يقيس مقدار العائد على الأسهم العادية المكونة لحقوق الملكية.

• الإشكالية الرئيسية:

وعلى ضوء ما سبق يمكن حصر إشكالية الدراسة في السؤال الجوهرى التالي:

- كيف يؤثر المزيج التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؟

• التساؤلات الفرعية:

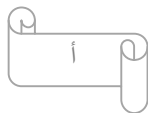
ولغرض الإلمام بموضوع الدراسة ومعالجة وتحليل هذه الإشكالية، وبغية الوصول إلى إستدلال منطقي وعلمي يمكن من بلورة إطار نظري وفكري حول أثر المزيج التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام مؤشر ربحية السهم، نقوم بطرح والإجابة على الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالمزيج التمويلي؟ وتكلفة كل مصدر من مصادره؟

- ما هي مختلف النظريات المفسرة للمزيج التمويلي؟

- ما المقصود بالأداء المالي، وماهي مؤشرات قياسه؟

- كيف يؤثر المزيج التمويلي على الوضعية المالية للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر بالمسيلة؟



• فرضيات الدراسة

- يتطلب تحليل الاشكالية محل الدراسة إختبار صحة مجموعة من الفرضيات وهي:
- يترجم المزيج التمويلي للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها، وتختلف تكلفة التمويل من مصدر إلى آخر.
- يعتبر تقييم الأداء المالي للمؤسسة أمر ضروري للمحلل المالي للحكم على وضعية المؤسسة وذلك عن طريق مجموعة من المؤشرات؛
- لجوء مؤسسة بريماتيك للصناعة الأجر إلى الزيادة في الاستدانة يؤثر إيجابيا على مردودية المؤسسة بالإضافة إلى تعظيم العائد المتاح للمساهمين؛
- التغير في المزيج التمويلي له تأثير على الأداء المالي للمؤسسة

• أهمية الدراسة

- يعد موضوع " أثر المزيج التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام مؤشر ربحية السهم" من بين المواضيع ذات الأهمية البالغة في مجال الإدارة المالية والاقتصادية.
- حيث أنه أمام تعدد وتنوع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية، تجدد نفسها في حيرة حول إختيار المزيج التمويلي المناسب الذي يحقق لها أعظم ربحية، أكبر مردودية وأقل تكلفة ومخاطرة، في حين الفشل في إختياره يقود المؤسسة إلى خسائر تؤثر بطريقة أو بأخرى على أدائها المالي، ومن هنا تبرز أهمية الموضوع في التوفيق بين مصادر التمويل المتاحة من أجل إختيار المزيج التمويلي الذي يحقق الأداء المالي الجيد ممثلا بمؤشر ربحية السهم.

• أهداف الدراسة

- تهدف الدراسة إلى معالجة مجموعة من النقاط وهي:
- ✓ إعطاء نظرة عامة حول المزيج التمويلي للمؤسسات الاقتصادية، وذلك من خلال تحديد المزيج التمويلي والتعرض إلى مختلف أبعاده الرئيسية؛
 - ✓ تحليل أهم العوامل والمحددات التي تؤثر في عملية إختيار مصادر تمويل المؤسسة؛ تلخيص أهم ما توصلت إليه النظريات المفسرة للمزيج التمويلي في حقل الإدارة المالية، ومحاولة تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات وتقييم مزيجها التمويلي؛
 - ✓ التطرق إلى الجوانب النظرية للأداء المالي؛ تفسير طبيعة العلاقة بين المزيج التمويلي للمؤسسات الاقتصادية والأداء المالي لها؛

✓ إختبار أثر المزيج التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية على أرض الواقع من خلال دراسة ميدانية لمؤسسة بريماتيك لصناعة الأجر خلال فترة زمنية معينة.

• المنهج والأدوات المستعملة

من أجل دراسة إشكالية موضوع البحث والإجابة على الأسئلة المطروحة وإثبات أو نفي الفرضيات المعتمدة في الدراسة تم إستخدام المنهج الوصفي وهذا باعتباره المنهج الأنسب لمثل هذا النوع من الدراسات والأكثر ملائمة لطبيعة موضوع البحث بشكل خاص.

حيث تم الاعتماد على المقاربة الوصفية من خلال التعريف بالمزيج التمويلي، أهم مصادر التمويل، المدخل والنظريات المالية التي تناولت المزيج التمويلي والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية.

إعتمدنا على المقاربة التحليلية من خلال إستخدام مجموعة من النسب والمؤشرات التقليدية والحديثة بشكل عام وإعتمدنا مؤشر ربحية السهم بشكل خاص، وهذا بهدف دراسة وتحليل المزيج التمويلي للمؤسسة الاقتصادية وأثره على أدائها المالي باستخدام مؤشر ربحية السهم.

كما قمنا بمحاولة إسقاط الجانب النظري من الدراسة على الواقع العملي، وهذا من خلال دراسة حالة مؤسسة بريماتيك لصناعة الأجر بالمسيلة، من أجل الوقوف على كيفية تأثير مزيجها التمويلي على أدائها المالي بالاعتماد بشكل أساسي على تحليل الميزانيات المالية وجدول حسابات النتائج خلال الفترة (2018-2020)، وتقييم الأداء المالي للمؤسسة .

وعن أهم الأدوات المستخدمة في هاته الدراسة فهي كما يلي:

✓ المصادر من الكتب والمجلات: جاءت باللغتين العربية والفرنسية، وما أتاحتها لنا من أفكار ومعلومات كانت الأساس في إجراء هذا البحث.

✓ المدخلات والملتقيات: وما تضمنته من معالجات لمختلف الطروح.

✓ مواقع من شبكة الإنترنت.

✓ المعطيات التي منحتها لنا المؤسسة محل الدراسة.

• أسباب إختيار الموضوع

إن إختيارنا لهذا الموضوع يعود إلى الأسباب التالية:

✓ نوع التخصص إدارة مالية" الذي ندرسه يعتبر قاعدة صلبة لموضوع الدراسة؛

✓ طبيعة الدراسة وأهميتها للمؤسسات الاقتصادية؛

- ✓ الرغبة الشخصية للتعرف والإحاطة بهذا الموضوع نظرا للأهمية التي يتمتع بها؛
- ✓ إمكانية البحث والتعمق أكثر في مواضيع تخدم الإدارة المالية.

• حدود الدراسة

تأخذ حدود هذه الدراسة ثلاث أبعاد يمكن تحديدها فيما يلي:

- **الحدود الموضوعية:** نظرا لتوسع موضوع الميزج التمويلي ومؤشرات قياس الأداء المالي ركزت دراستنا هذه على إستخدام مؤشر ربحية السهم في عملية تقييم الأداء المالي وذلك باعتباره مقياسا للأداء الكلي للمؤسسة.
- **الحدود الزمنية:** الجانب التطبيقي يقتصر على دراسة أثر الميزج التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة بريماتيك لصناعة الأجر بالمسيلة "" خلال الفترة (2018-2020).
- **الحدود المكانية:** تجرى الدراسة التطبيقية في المؤسسة بريماتيك لصناعة الأجر بالمسيلة التي تقع بمنطقة أولاد دراج .

• الدراسات السابقة:

بالإضافة إلى العديد من الدراسات الموثقة في المجلات العلمية والدوريات والكتب تم إطلاع على عدد من الدراسات الجامعية التي تمت ضمن حقل تمويل المؤسسة الاقتصادية وتقييم أدائها المالي، ومن بين أقربها صلة من موضوع بحثنا نذكر :

✓ دراسة محمد بوشوشة تحت عنوان "تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية ، و من النتائج التي توصلت إليه هذه الدراسة هو أن تعدد مصادر التمويل وتنوعها أمام المؤسسة يؤدي إلى ضرورة إختيار الميزج التمويلي المناسب الذي يحقق أهداف المؤسسة المالية، و إن هذا الميزج التمويلي الذي يتم إختياره يشكل ما يسمى بالهيكل المالي للمؤسسة، حيث أن عملية إختيار الميزج التمويلي للمؤسسة يعد في الواقع أمر صعب التحقيق وذلك نظرا لتعدد مصادر التمويل وإختلاف الشروط الخاصة بكل نوع من مصدر التمويل، وكذلك لتأثير طبيعة الميزج التمويلي الذي تم إختياره على الوضع المالي للمؤسسة.

✓ دراسة محمد شعبان تحت عنوان "تحو إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الجمع الصناعي صيدال "، ومن بين أهم النتائج المتوصل إليها من هذه الدراسة هي أن تكلفة الأموال و الرفع المالي يعتبران من العوامل الأساسية المحددة لتركيب أموال المؤسسة

الاقتصادية وكلاهما يبرز خصوصية التمويل بأموال الاستدانة عن باقي مصادر التمويل الأخرى ، كونه يرفع من مردودية المؤسسة نظرا للإنخفاض تكلفته و ثباتها ، و في المقابل يزيد من مخاطرها المالية بسبب إلزامها على تسديد الفوائد وأصل المبالغ المقرضة في تواريخ إستحقاقها دون مراعاة وضعيتها المالية .

✓ دراسة عادل عشي تحت عنوان "الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم"، حيث خلصت نتائج هذه الدراسة أن الأداء في المؤسسة الاقتصادية يتأثر بمجموعة من العوامل والمتغيرات يمكن تصنيفها إلى مجموعتين، عوامل خاضعة لتحكم المؤسسة وعوامل غير خاضعة لتحكم المؤسسة. كما لا يمكن أن تقوم بالتقييم الجيد للأداء إذا لم يحسن المسيرين إختيار وانتقاء المعايير والمؤشرات التي تعكس أداء المؤسسة، ومن أجل تخطي هذا الإشكال يمكن الاعتماد على إحدى الطرق التي تساعد على تحديد المعايير والمؤشرات ومن بينها: تحديد الأهداف والمهام الأساسية، تحديد عوامل النجاح، إيجاد المؤشرات التي تسمح بضبط أو مراقبة عوامل النجاح.

• صعوبات الدراسة

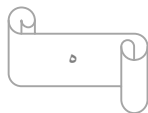
✓ تمثلت بالدرجة الأولى في صعوبة الحصول على موافقة إجراء تربص في بعض المؤسسات الاقتصادية لا سيما التي يتسم هيكلها المالي على المزيج بين رؤوس الأموال الخاصة وأموال الاستدانة.

✓ صعوبة تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المتواجدة في ولاية جيجل باستخدام مؤشر ربحية السهم وذلك لأن معظمها تحقق خسائر خلال السنوات الأخيرة.

• هيكل الدراسة

موضوع دراستنا تحت عنوان " أثر المزيج التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام مؤشر ربحية السهم " ومن أجل الإحاطة بهذا الموضوع تم البدء بمقدمة عامة ثم تقسيم البحث إلى فصلين نظرين وفصل تطبيقي يشمل دراسة حالة بمؤسسة بريماتيك لصناعة الأجر .

تم التطرق في الفصل الأول إلى مفهوم المزيج التمويلي فتم التعرض إلى ماهية المزيج التمويلي ومكوناته ثم الانتقال إلى ماهية تكلفة مصادر التمويل للمزيج التمويلي المتمثلة في مختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة والجزء الثالث خصص للرفع المالي، أما الجزء الأخير تم عرض أهم النظريات المفسرة للمزيج التمويلي.



المقدمة العامة

وقد قسم الفصل الثاني الذي كان بعنوان " الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتيك لصناعة الأجر " هو الآخر إلى أربعة مباحث، حيث تم تخصيص المبحث الأول للتعريف بمؤسسة، أما المبحث الثاني فتم التطرق فيه إلى تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية في حين تم تخصيص المبحث الثالث إلى أساليب تقييم الأداء المالي، وفيما يخص المبحث الرابع تم تناول مؤشر ربحية السهم المعيار المحاسبي كأداة لتقييم الأداء المالي.

الفصل الأول



الإطار النظري للمزيج التمويلي

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

تمهيد:

يعتبر موضوع المزيج التمويلي من أهم المواضيع التي نالت إهتمام الباحثين في مجال الإدارة المالية، فرغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية، لا يزال الإهتمام منصب حول الطريقة التي يتم بها تشكيل المزيج التمويلي الأمثل والذي يسمح لها بالوصول إلى أهدافها، حيث تلجأ المؤسسة في تشكيل مزيجها التمويلي من مصادر تمويل داخلية وخارجية ولكل مصدر تكلفة.

وبغرض ضبط المفاهيم خصصنا هذا الفصل كمدخل للمزيج التمويلي من خلال التعرض إلى المفاهيم والمناهج المتعلقة بهذا الأخير، ودراسة مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة لبناء مزيجها التمويلي، ثم تحديد تكلفة كل مصدر من هاته المصادر لأنها تعتبر بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار وصولاً إلى التكلفة الكلية.

ثم قمنا بتحليل المقاربات النظرية الأساسية للمزيج التمويلي التي فسرت مشكلة إختياره، وإختلاف وجهات نظرها من مؤيد ومعارض في محاولة تفسير مختلف العوامل والعناصر التي جعلت المؤسسات تنتهج سلوك تمويلي معين.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

المبحث الأول: النظريات المفسرة للمزيج التمويلي

نشأت الدراسات حول المزيج التمويلي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت أول نظرية، والتي تعرف الآن بالنظرية التقليدية للمزيج التمويلي، ثم تلتها باقي النظريات، حيث تنصب أغلبها حول إمكانية وجود مزيج تمويلي أمثل، إذ يقصد بأمثلية المزيج التمويلي مدى إمكانية إختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون، بالشكل الذي يؤدي إلى تقليص تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة، وهذا ما يجعلنا نطرح التساؤل التالي:

هل يوجد مزيج تمويلي أمثل؟ وللإجابة عليه سنتطرق بالتفصيل لكل من هاته النظريات.

المطلب الأول: النظرية الكلاسيكية (التقليدية)

يطلق مؤيدي هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت مسلم بها من الناحية التحليلية والإستنتاجية، بالإضافة إلى ذلك أن المضمون النظري الأفكار مؤيدي هذه النظرية يعتمد وجهة نظر وسيطة بين نظرية صافي الربح ونظرية صافي ربح العمليات.

1- الافتراضات الأساسية التي تقوم عليها النظرية التقليدية

يعتبر هذا المدخل من بين أولى المحاولات التي أرادت إيجاد مزيج تمويلي أمثل من خلال محاولة تحديد مستوى أمثل للمديونية، تكون فيه تكلفة الأموال عند أدنى نسبة، وقيمة المؤسسة في أعلى قيمة.¹

تتمثل الافتراضات الأساسية التي يقوم على أساسها المدخل التقليدي ما يلي:²

- يفترض المدخل التقليدي وجود مزيج تمويلي مثالي، أي وجود نسبة إقتراض مثالية تكون عندها تكلفة الأموال في حدها الأدنى.
- كما يفترض أن معدل العائد الذي يطلبه أصحاب الأموال سواء الدائون أو الملاك يزداد مع زيادة نسبة الاقتراض، وذلك بسبب إزدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه، وهذا ما ينتج عليه أن نسبة الاقتراض ترتبط بعلاقة طردية مع كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة حقوق الملكية.

2- مضمون المدخل التقليدي

حسب هذا المدخل فإن " تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الاستدانة، وبشكل أدق المخاطرة المتأتية من الأموال الخاصة أعلى من المخاطرة الناجمة عن الاستدانة هذا من جهة، ومن جهة أخرى تكلفة الاقتراض والتي تندرج ضمن المصاريف المالية لها

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 174.
² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، دار الجامعة الحديثة، الإسكندرية، ص 650.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

خاصية الاقتصاد في الضريبة، ويبرز ذلك في تخفيض الوعاء الضريبي لحساب الضريبة على الأرباح.¹ وعلى ضوء ذلك فوفق النظرية التقليدية فإن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغيرات في المزيج التمويلي يمكن أن تنقسم إلى ثلاثة مراحل كما يلي:

المرحلة الأولى: وتمثل منطقة تلاشي الخطر المالي نتيجة ضالة نسبة المديونية حيث يتم التمويل أساساً عن طريق الأموال الخاصة، وأن أي زيادة في نسبة المديونية تؤدي إلى تخفيض في التكلفة المرجحة للأموال طالما لم تتجاوز المديونية المستوى المطلوب، حيث تبقى تكلفة القروض دون تغيير يذكر مع التزايد الضئيل في تكلفة الملكية، وبذلك يمكن الوصول إلى مستوى أو نقطة تدنية التكلفة والتي يتحدد عندها المزيج التمويلي الأمثل.²

المرحلة الثانية: تتصف هذه المرحلة بأن المؤسسة قد استخدمت نسبة من الرفع المالي بحيث لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، نظراً لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض والمتمثلة في انخفاض تكلفته سوف يقابلها ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة التمويل الممتلك، لتشكّل ما يعرف بنقطة الإقتراض المثلى...³

المرحلة الثالثة: وتمثل مستوى تجاوز المديونية للنسبة المقبولة وبذلك يزيد الخطر المالي وينعكس أثره على تكلفة القروض وحق الملكية، والنتيجة النهائية هي اتجاه التكلفة المتوسطة للأموال إلى الارتفاع.⁴ **المطلب الثاني: نظرية مديكلياني وميلر**

لقد قام العالمان الأمريكيان في مجال مالية المؤسسة Franco Modigliani et Merton Miller بناءً على الدراسات التجريبية بتفسير تأثير المزيج التمويلي على القيمة السوقية للمؤسسة في سنة 1958 و 1963 على التوالي في محيط يتميز بكفاءة الأسواق المالية حيث قدم تحليلهما نموذجين، النموذج الأول يتميز باستبعاد أثر الضرائب، أما النموذج الثاني فيأخذ بعين الاعتبار أثر الضرائب.

1- النموذج الأول: عدم الأخذ بعين الاعتبار الضرائب 1958

يقوم مدخل مديكلياني وميلر على فكرة أساسية جوهرها أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة إستثماراتها، وأن قيمة هذه الإستثمارات تتوقف على العائد المتوقع من ورائها، كما تتوقف على المخاطر التي قد يتعرض له هذا العائد.

بعبارة أخرى مهما كان الخليط الذي يتكون منه المزيج التمويلي، فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن القيمة السوقية لاستثماراتها، أي أن القيمة الكلية للمؤسسة لا بد وأن تساوي القيمة الكلية للأجزاء الإستثمارات المكونة لها، سواء تم تمويل هذه الأجزاء من القروض أو من حقوق ملكية، وهذا يعني في النهاية أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الإستثمار وليس على قرارات التمويل.⁵

حيث برهنت هذه النظرية تحت مجموعة من الافتراضات أن قيمة المؤسسة تزداد بشكل مستمر كلما زادت نسبة الدين، وذلك بسبب إمكانية تحقيق الوفر الضريبي لأن الفوائد المدفوعة تسجل نفقات مقبولة ضريبياً، وبالتالي تؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال

¹ عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي - الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد4، جامعة ورقلة، 2006، ص 108.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 410.

³ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 781.

⁴ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره ص 410.

⁵ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 645.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

وبالتالي تحقيق قيمة أعلى للسهم في السوق. وقد أشارت النظرية أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بالمزيج التمويلي أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية ولذلك أكدت النظرية عدم وجود مزيج تمويلي أمثل.

وأما الفرضيات التي قامت عليها هذه النظرية والانتقادات الموجهة إليها سوف نلخصها في الجدول التالي:

جدول (01): الافتراضات والانتقادات الموجهة لنظرية مديكلياني وميلر

الافتراضات	الانتقادات
<p>المؤسسة تعمل في ظل سوق المنافسة التامة حيث تستطيع دخول السوق لشراء وبيع ما ترغب من الأوراق المالية دون التأثير على أسعار تلك الأوراق المالية، ويترتب على ذلك:</p> <ul style="list-style-type: none"> - توافر وإتاحة المعلومات عن المؤسسة - إمكانية شراء المشتري ما يحتاجه من الاستثمارات المالية مهما كانت قليلة. - كافة المستثمرون يتصرفون بطريقة رشيدة وعقلانية. 	<p>هذا الافتراض يؤدي إلى إستنتاج مفاده أن معدل كلفة التمويل يكون مستقلا عن المزيج التمويلي، الاستنتاج غير موضوعي، فافتراض سوق المنافسة التامة، صعب التحقيق للأسباب التالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> - عرض الأموال غير مرن في السوق؛ - عدم توافر المعلومات عن جميع المتعاملين في سوق القواعد التي تحكم المعاملات في السوق المال تختلف عن تلك التي تحكم سوق السلع.
<p>إمكانية تقسيم المؤسسات إلى مجموعات متجانسة على أساس درجة المخاطرة لنشاطها وبذلك تتعرض لها المؤسسات ضمن مجاميعها لنفس الدرجة من المخاطرة.</p>	<p>هذا الافتراض غير عملي للأسباب التالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> - صعوبة تصنيف المؤسسات التي لها نفس درجة المخاطرة. - تباين القيود المالية على المؤسسات المالية إختلاف أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للمؤسسة من وقت لآخر، تبعاً للحجم القرض والضمانات المقدمة ومجالات الاستثمار، فضلاً عن المركز المالي.
<p>تساوي الفرد والمؤسسة من ناحية المقدرة على الاقتراض.</p>	<p>ليس له سند أو دعم لأن معدل الفائدة يتوقف على عوامل عديدة كالظروف الاقتصادية، والمركز المالي للمقترض، ومدة القرض، فضلاً على أن الفائدة على الاقتراض تخصم لأغراض ضريبة الدخل، لذلك فإن استخدام التمويل المقترض يقلل من كلفة التمويل الأمر الذي يعني أن زيادة نسبة التمويل تزيد من قيمة المؤسسة.</p>
<p>كلفة التمويل يعد دالة للرافعة المالية</p>	<p>كلفة التمويل ليست دالة للرافعة المالية فحسب، بل. أنها تعتمد على حجم المؤسسة، تركيبة الموجودات ومعدل النمو في العوائد.</p>

المصدر: أشرف عادل محمود إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 33.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

2- النموذج الثاني: الأخذ بعين الاعتبار الضرائب

بعدما تم التطرق في الجزء الأول من نظرية موديليان وميلر إلى تأثير المزيج التمويلي على تكلفة وقيمة المؤسسة في ظل عالم لا توجد فيه ضرائب، في هذا الجزء سوف يتم التطرق إلى مكونات المزيج التمويلي في حالة وجود ضريبة على دخل المؤسسات. ففي مقال لهما سنة 1963، حاول ميلر ومديكلياني إستدراك الإنتقادات التي وجهت لنموذجهما، خاصة تلك المتعلقة بتجاهلهما للضريبة على ربح المؤسسة¹، وعلى هذا الأساس فقد حاولا تدارك هذا النقص وذلك بافتراض وجود ضريبة على ربح المؤسسة.

وقد توصلا إلى أنه في ظل وجود مؤسسة يتكون مزيجها التمويلي من قروض وأموال خاصة، فإن قيمتها تكون أكبر من مؤسسة أخرى تعتمد فقط على الأموال الخاصة، وفي نفس السياق يواصلان تحليلهما ويضيفان أن الفرق بين قيمة المؤسستين لا يجب أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية.²

يعتمد التحليل هنا على أن الفوائد التي تدفعها المؤسسة على القروض تعد من الأعباء واجبة الخصم عند حساب الضريبة، حيث يعتبر تخفيض المصاريف المالية من الوعاء الضريبي للمؤسسة في واقع الأمر مساعدة من قبل الدولة لهذه الأخيرة، ومن أجل أن تستطيع الإستفادة منها لا بد أن تكون محققة للأرباح، بمعنى أن الوفورات الضريبية لا تتحقق إلا إذا كانت القدرة الربحية للمؤسسة كافية، وعليه حسب هذا المنطق فإن المزيج التمويلي الأمثل هو ذلك الذي تكون فيه الاستدانة أكبر ما يمكن، ووفقا لدور الضرائب فإنه على المؤسسة تعظيم حجم الديون في مزيجها التمويلي من أجل الاستفادة القصوى من ميزات الضرائب المحققة.³

المطلب الثاني: نظرية التوازن

إنطلقت هذه النظرية من أعمال Myers. M سنة 1984، و قد عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها:⁴

المرحلة الأولى: أو ما يعرف بTrade - Off statique حيث تم إدخال أثر تكلفة الافلاس على نموذج Miller و Modigliani وخلصت إلى تحديد معدل إستدانة أمثل، في هذه الحالة إرتفاع الاستدانة تؤدي إلى إرتفاع أثر الرافعة وظهور تكلفة الافلاس التي لها إنعكاس سلبي على قيمة المؤسسة.

المرحلة الثانية: والتي عرفت تعديلا في هذا النموذج بالأخذ في الاعتبار تكلفة الوكالة، وهذا كاستجابة إلى الانتقادات الشهيرة التي وجهت للمرحلة السابقة فعلاقة الوكالة تقود إلى صنفان من التكاليف:

- **تكاليف وكالة الأموال الخاصة:** أي النفقات التي يقوم بها المساهمون من أجل تأمين الانحرافات التي قد يقع فيها المدراء.

- **تكاليف وكالة الديون:** أي النفقات التي يقوم بها المدينون من أجل ردع المساهمين (بما فيهم المدراء). إذن تعتمد هذه النظرية على فكرة التوازن ما بين منافع الاقتراض وتكاليفه، أي التوازن بين التأثير الإيجابي الذي تحدثه الوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 369.

² منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 651.

³ لمياء بوتسطة، مرجع سبق ذكره، ص 126.

⁴ محي الدين طرفاوي وآخرون، تأثير سياسة الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مجلة روى اقتصادية، جامعة الشهيد لخضر، الوادي، الجزائر، العدد 12، جوان 2017، ص 304.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

تحديثه تكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة، فزيادة نسبة الاقتراض في المزيج التمويلي يترتب عليها إنخفاض في متوسط تكلفة الأموال وإرتفاع في قيمة المؤسسة بالتبعية، نظرا لانخفاض التكلفة الفعلية للأموال المقترضة بسبب الوفورات الضريبية.

غير أن زيادة نسبة الأموال المقترضة عن حد معين يترتب عليه إرتفاع مخاطر إفلاس المؤسسة وتكاليف الوكالة بسبب الخوف من إخفاقها في الوفاء بالتزاماتها المالية إتجاه المقرضين وهو ما سينجم عنه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة الأمر الذي يؤدي إلى إرتفاع تكلفة الأموال وإنخفاض قيمة المؤسسة.

والنتيجة هنا هي أن على المؤسسة أن توازن بين فوائد الإقتراض وتكاليفه إلى أن يتم الوصول إلى المستوى الأمثل لمزيج التمويل ويتم ذلك عند النقطة التي تتساوى فيها الفوائد الحدية لكل وحدة إضافية من الدين مع التكاليف الحدية للدين.¹

المطلب الثالث: النظرية المتعددة الأشكال.

ظهرت هذه النظرية نتيجة الانتقادات الموجهة إلى النظرية الكلاسيكية، وقد اهتمت بدراسة إشكالية الهياكل المالية وهي ما تسمى بالنظريات الحديثة للمشروع، والتي ظهرت في منتصف السبعينات وقد ضمت العديد من النظريات.

- 1- نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل

في أوائل الستينات أجري قوردن دونالدسون سنة 1961 دراسة ميدانية، خرج منها بنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل من وجهة نظر المؤسسات، وتتلخص أبعاد تلك النظرية في النقاط التالية:²

- ✓ تفضل المؤسسات الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي، المتمثلة في الأرباح المحتجزة ومخصصات الاهتلاك.
- ✓ تضع المؤسسات نسب مستهدفة للتوزيعات بناء على توقعاتها بشأن التدفقات النقدية المستقبلية وبعبارة أخرى تأخذ المؤسسات في الحسبان عند تحديد الأرباح الموزعة، أن تكون الأرباح المحتجزة ومخصصات الاهتلاك كافية في الظروف العادية لتمويل الاستثمارات المتاحة.
- ✓ إذا لم تكفي حصيلة بيع الأوراق المالية إضافة إلى الموارد الذاتية التي يمكن توفيرها لمواجهة الاحتياجات المالية، حينئذ تتجه المؤسسة إلى الاقتراض مباشرة أو بإصدار سندات تقليدية، يأتي بعد ذلك إمكانية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، ثم في النهاية يأتي دور إصدار أسهم عادية.

كما يمتد إهتمام النظرية إلى السبب وراء قرارات التمويل، دون أن تتدخل في تحديد الخليط المستهدف من القروض والأموال الخاصة داخل المزيج التمويلي، لأن الأموال الخاصة لها أكثر من موقع في سلم الأوليات ففي قمة السلم نجد الأرباح المحتجزة وفي نهايته نجد إصدار الأسهم العادية، ثم تأتي الأموال المقترضة في موقع ما بينها، وبالتالي المؤسسة تتبع تسلسل هرمي في التمويل، هذا التسلسل تمليه الحاجة للحصول على التمويل الخارجي وليس محاولة العثور على المزيج التمويلي الأمثل.³

¹ نبيل حركاتي، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014، مجلة العلوم الاقتصادية. على التسيير، العدد 18، 2018، ص 218.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 301-302.

³ نفس المرجع، ص 302.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

ومن أبرز رواد هذا النموذج مايرزو مالوف ، وما تم إستخلاصه حول تمويل المؤسسة لاحتياجاتها، فهي تفضل أن تقوم باحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها واللجوء إلى المصادر الخارجية للتمويل الرفع في رأس المال (الاستدانة) بحيث ينجم عن الاحتجاز توزيعا إضافيا في المستقبل، ويعني أن المؤسسة تفضل تمويل احتياجاتها ذاتيا وبعدها إن لزم الأمر تلجأ إلى الرفع في رأس مالها وفي الأخير تلجأ إلى الاستدانة، ويسمى هذا الترتيب-التسلسل - بالترتيب حسب الأولوية في التمويل.¹

2- نظرية عدم تماثل المعلومات

عدم تماثل المعلومات يقصد بها عدم المساواة في كمية ونوعية المعلومات المتحصل عليها بين الأطراف المتعاقدة، أي أنه يمكن لأحد الأطراف أن يكتسب معلومات ليست في حوزة الآخر وقد يستغلها لتحقيق مصالحه الشخصية.

ويعد Akerlof أول من أشار لهذه النظرية من خلال الدراسة التي قام بها في سوق السيارات سنة 1970 وتخلص هذه النظرية بأن التمويل بالديون أفضل بكثير من التمويل بالأسهم، وليس بسبب الوفورات الضريبية على فوائد الديون، ولكن بسبب التأثير السلبي لإصدار الأسهم العادية على المساهمين القدامى، فإصدار أسهم عادية لا ينبغي أن يكون إلا في حالة وجود فرصة إستثمارية غير عادية لا ينبغي تفويتها، أو عندما تدرك الإدارة أن مستقبل المؤسسة غير مطمئن أو أن إصدار أسهم جديدة سيكون في صالح المساهمين الحاليين.

وتقضي هذه النظرية بالاعتماد على الأرباح المحتجزة في التمويل قبل اللجوء للديون، وإن تم اللجوء إلى الديون فلا ينبغي أن يصل إلى النقطة التي توصي بها نظرية التوازن وذلك للإبقاء على طاقة إقراضية إحتياطية يمكن إستخدامها في الظروف الطارئة حتى لا تضطر المؤسسة إلى إستخدام البديل غير المرغوب فيه المتمثل في إصدار أسهم عادية جديدة.²

3- نظرية الإشارة

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى ROSS عام 1977 والتي تقوم على فكرة عدم تماثل المعلومات في الأسواق، فالمعلومات التي تصدرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية، حيث أن مدراء المؤسسات الأحسن أداءا هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداءا، وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسة الضعيفة.³

وتستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما:⁴

- هناك معلومات غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئتها كي لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛

¹ عبيدي سعد نوح، مرجع سبق ذكره، ص 124.

² نبيلة سهيلية، جبار بوكثير، مرجع سبق ذكره، ص 253.

³ نفس المرجع، ص 253.

⁴ صبيحة قاسم هاشم، نظرية هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الانقراط ودورة حياة الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 83، جامعة بغداد، ص 70.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

- حتى لو كانت هذه المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنه لن يتم فهمها بنفس الأسلوب.

المبحث الثاني : ماهية المزيج التمويلي ومكوناته

من مهام الإدارة المالية الإختيار بين البدائل التمويلية المتعددة حسب ظروفها الخاصة، وتكلفة كل بديل من عناصر المزيج التمويلي، فظهر هذا المفهوم نتيجة لتعدد مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات، لذلك إستحوذ المزيج التمويلي جزء هام من الدراسات باعتبار التمويل القاعدة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسات في توفير احتياجاتها الإستثمارية وتسديد نفقاتها، حيث يرتبط أدائها المالي على قدرتها في تشكيل التوليفة المثلى من المزيج التمويلي ومدى إستخدامها لمصادر التمويل لضمان تشكيل الثروة.

المطلب الأول: مفهوم المزيج التمويلي

يشكل مفهوم المزيج التمويلي عنصرا هاما ومحوريا في النشاط المالي للمؤسسة إذ يعتبر من أولوياتها وذلك بمدى تأثيره على أدائها المالي، فهو يعتبر من أهم المواضيع التي نالت إهتمام الكثير من الباحثين منذ ظهور أطروحة مود غلياني وميلر 1958 وقد ظهرت بعدها عدة مقاربات تحاول دراسة المزيج التمويلي وعليه في هذا المطلب سنتعرف على مفهوم المزيج التمويلي ومناهجه.

- تعريف المزيج التمويلي

توجد عدة تعاريف مختلفة للمزيج التمويلي نذكر منها:

يقصد بالمزيج التمويلي للمؤسسة على أنه " كل مصادر التمويل طويلة الأجل ومصادر التمويل قصيرة الأجل، وهو ما يعرف محاسبيا بالخصوم أو المطلوبات بالميزانية العمومية والتي تمثل مجموع الإلتزامات التي تترتب على المؤسسة مقابل الحصول على مجموع الأصول"¹.

كما يعرف بأنه " توليفة مكونة من مجموع مصادر التمويل التي تم إختيارها من قبل المؤسسة لتغطية إستثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية"²

ويمثل المزيج التمويلي " جميع أشكال وأنواع التمويل، سواء ملكية أو إقتراض وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل "³.

يجب أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، المصطلح الأول " المزيج التمويلي والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، أما المصطلح الثاني هيكل رأس المال والذي يقصد به التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الإئتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال للمؤسسة يعتبر جزءا من مزيجها التمويلي.

¹ خالد الراوي وآخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 17.
² سهيلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس، جوان 2017، ص 243.
³ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2004، ص 128.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

ومن خلال ما سبق يمكن تقديم تعريف حول المزيج التمويلي على أنه المزيج الذي يتم به تمويل الأصول من خلال الجمع بين الأموال الخاصة والاقتراض ويقاس بنسبة كل عنصر في التمويل. 2- خصائص المزيج التمويلي¹

يتصف المزيج التمويلي بمجموعة من المواصفات تتمثل أساساً في:²

- **الربحية:** يجب أن يعود المزيج التمويلي للمؤسسة بالنفع عليها عن طريق الوصول إلى أقصى إستخدام ممكن للرفع المالي مع الإلتزام بأقل تكلفة ممكنة.
- **القدرة على الوفاء بالدين:** يجب ألا يتجاوز إقتراض المؤسسة الحد الأدنى الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزامات هذا الإقتراض، وفي نفس الوقت يجنب حملة الأسهم العادية أية مخاطر مالية إضافية.
- **الرقابة:** يجب أن يتضمن المزيج التمويلي أقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة الشركة.
- **المرونة:** يشير هذا العامل إلى "المقدرة على تعديل مصادر الأموال إلى أعلى أو إلى أسفل متبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال والهدف من المرونة المالية هي قدرة الإدارة على مقابلة الإحتياجات المالية والإعداد لاحتياجات المستقبلية بشكل فعال".³

المطلب الثاني: مكونات المزيج التمويلي

تتعدد البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة بغرض تغطية إحتياجاتها وتمويل إستثماراتها، حيث يتم تقسيمها بطرق مختلفة، فهناك تقسيم على أساس المدة، على أساس المصدر، كما يمكن تقسيمها على أساس ملكية الأموال، وهو ما سنعتمد عليه في هذا المطلب لتبيان أهم أنواع مصادر التمويل المتمثلة في التمويل بالملكية والتمويل بالاستدانة.

1- التمويل بالملكية

ويسمى كذلك التمويل الممتلك أو التمويل عن طريق الأموال الخاصة، وهي تمثل أحد مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل مشاريعها الاستثمارية، وتتكون من أموال ملكية داخلية المصدر متمثلة في التمويل الذاتي، وأموال ملكية خارجية المصدر ويضم هذا الأخير كل من الأسهم العادية والممتازة.

1 - 1 - أموال الملكية داخلية المصدر

تعتبر الأموال الملكية داخلية المصدر أهم مصدر تمويلي للمؤسسة لأنه يحافظ على الاستقلالية المالية ويتيح لها القدرة على الحصول على الموارد المالية في الوقت المناسب، ويحافظ على سمعة المؤسسة عند الجؤئها إلى الاقتراض.

1 - 1 - 1 - التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل، فهو يعكس قدرة المؤسسة على تمويل إحتياجاتها من أموالها الذاتية.

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية والتحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2005، ص 302.

² سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1997، ص 216.

³ جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله الحلاح، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص ص 254-255.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

أ- تعريف التمويل الذاتي

يقصد بالتمويل الذاتي "الأموال المتولدة من العمليات الجارية للشركة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، فالتمويل الداخلي لا يتوقف فقط على الربح المحتجز وإنما أيضا على الأموال المحتجزة لأسباب أخرى قبل الوصول إلى الربح القابل للتوزيع، والتي تشكل في مجموعها الفائض النقدي المحتجز لإعادة استثماره".¹

كما يعرف التمويل الذاتي ب "الفائض النقدي الصافي المتاح للمؤسسة بعد توزيع الأرباح".²

أو هو " تلك الموارد الجديدة والمتكونة بواسطة النشاط الأساسي للمؤسسة والمحتفظ بها كمصدر تمويل دائم لعمليات مستقبلية".

مما تقدم من التعاريف السابقة يمكن إستخلاص تعريف للتمويل الذاتي، وهو عبارة عن المتحصلات النقدية السنوية الصافية من خلال النشاط الاستغلالي للمؤسسة، والذي يضمن للمؤسسة تمويل إستثماراتها المستقبلية دون الاعتماد على المصادر التمويلية الخارجية.³

ويحسب التمويل الذاتي بإحدى العلاقتين:

$$\begin{aligned} \text{إجمالي التمويل الذاتي} &= \text{النتيجة الصافية} + \text{الاهتلاكات} + \text{مؤونات الأعباء والخسائر} \\ \text{صافي التمويل الذاتي} &= \text{النتيجة الغير موزعة} + \text{الاهتلاكات} + \text{مؤونات الأعباء والخسائر} \end{aligned}$$

يتكون التمويل الذاتي من العناصر التالية:

❖ **الاهتلاك** : الاهتلاك هو مصروف (تكلفة) لا يستخدم أموالا حاضرة، وإن كان يترتب عليه خصم جزء من الإيرادات وإحتجازه لفترة إلى أن يحين وقت إحلال الأصول التي خصم لحسابها أقساط الإهتلاك.⁴

وبالتالي فإن قيمة الأصل تتم إسترجاعه خلال دورات مالية متعاقبة والذي يستعمل في تجديد الآلات والمعدات التي أهتلكت، وعليه فإن الاهتلاك يعتبر مصدر للتمويل الذاتي للبقاء عن طريق إعادة تجديد الأصل المهتلك، أو عن طريق تمويل الاستثمارات التوسعية دون تركها عاطلة حتى لحظة الإحلال.

❖ **الأرباح المحتجزة**: تمثل الأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها في السنة الجارية أو السنوات السابقة ولم يدفع في شكل توزيعات، والذي يظهر في الميزانية العمومية في المؤسسة ضمن عناصر الأموال الخاصة.⁵

¹ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993، ص 407.

² مبارك لسوس، التسيير المالي: تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، للنشر والتوزيع، 2004، ص 44.

³ مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 44.

⁴ د منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الجزء الثاني، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1998، ص 83.

⁵ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1997، ص 55.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

❖ **المؤونات:** يتم تكوين المؤونات لمعالجة تكلفة وقعت فعلا أو متوقعة الوقوع، ونقص فعلي متحقق في المستقبل في قيمة أصل من الأصول أو زيادة مؤكدة الوقوع في الالتزام من الالتزامات، إلا أنه لا يأتي تحديد قيمة النقص أو الزيادة على وجه التحديد واليقين كإهلاك الأصول الثابتة، وتعتبر عبء تحميلي على الأرباح المقابلة تكاليف على الإيرادات وقعت فعلا أو مؤكد الوقوع.¹

ولا تعتبر المؤونات مصدر تمويل إلا إذا أصبحت غير مبررة، حيث أنها تقتطع من الأرباح السنوية وبالتالي فهي تعتبر تكاليف على المؤسسة ما لم تصبح غير مبررة، حيث أن الجزء المتبقي (الغير المبرر) تفرض عليه ضريبة، والجزء الباقي هو الذي يتم أخذه كمصدر للتمويل.

ج-تقييم التمويل الذاتي

المؤسسة بلجوئها إلى التمويل من مصادرها الذاتية تكون قد حققت عدة مزايا، نذكر منها:²

- ✓ زيادة الربح المحتجز في المؤسسة يعطيها قدرة كبيرة على زيادة حق الملكية فيمكنها من رفع مقدار الاستثمارات؛
 - ✓ الاستقلالية إتجاه البنوك والمؤسسات المالية؛
 - ✓ السرعة في إتخاذ قرار الاستثمار، فهي لا تحتاج إلى مفاوضات ولا عقود ولا شروط؛
 - ✓ لا يصاحبه زيادة في أسهم المؤسسة، وبالتالي تنفادى زيادة الأصوات في مجلس الإدارة.
- ومن العيوب التي تنجر عن التمويل الذاتي نذكر ما يلي:
- ✓ عدم رضا المساهمين بسبب تدني أقساط الأرباح الموزعة عليهم؛
 - ✓ يؤدي التمويل الذاتي المرتفع إلى ضعف مردودية الاستثمارات الأقل استعمالا.
 - ✓ يتسبب التمويل الذاتي في رفع الأسعار، مما يقلل من المكانة التنافسية للمؤسسة.³

2 - 1 - أموال الملكية خارجية المصدر

غالبا ما تكون المؤسسة في حاجة إلى الأموال من أجل توسيع نشاطها أو إقامة إستثمارات جديدة، غير أن مصادرها الذاتية تكون غير كافية، وهو ما يدفعها اللجوء إلى إصدار أسهم، وستتطرق فيما يلي إلى نوعين من الأسهم.

1 - 2 - 1 - الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية أموال الملكية في المؤسسة حيث يتكون رأس مال شركة المساهمة من عدة حصص متساوية تسمى الأسهم العادية، كما أنها المصدر الرئيسي للتمويل الدائم للمؤسسة خاصة في حالة المؤسسات التي تكون في بدايات مراحلها التشغيلية، ويرجع ذلك إلى أن إصدار الأسهم لا يترتب عليه إلتزام المؤسسة بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم.

¹ رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 99.

² مبارك السلوس، مرجع سبق ذكره، ص 178-179.

³ خميسي شيحة، التسيير المالي للمؤسسة: دروس ومسائل محلولة، دار الهومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2010، ص 97.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

أ- تعريف السهم العادي

السهم العادي عبارة عن ورقة مالية تمثل حصة في رأس مال شركة المساهمة يحمل قيمة إسمية تصدرها شركة المساهمة للحصول على الأموال¹.

كما يعرف على أنه " وثيقة ذات قيمة إسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق للدفع في تاريخ محدد، أي أنها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات إستحقاقها"².

ب- تقييم التمويل عن طريق الأسهم العادية

من المزايا التي تتحصل عليها المؤسسة بإصدار الأسهم العادية ما يلي:³

✓ لا تشكل كلفة ثابتة على المؤسسة، لأنه لا يستحق عليها عائدا إلا إذا تحقق الربح وتقرر توزيعه كله أو جزءا منه؛ ، تعطي الأسهم العادية كمصدر تمويلي للمؤسسة مرونة أكثر من تلك التي تقدمها الأوراق المالية ثابتة الكلفة (السندات، الأسهم الممتازة)؛

✓ مصدر تمويلي مناسب عندما تكون المؤسسة قد إستخدمت كامل طاقتها على الاقتراض،

✓ لا تتضمن تاريخ إستحقاق محدد، الأمر الذي لا يشكل عبئا على التدفقات النقدية. وبالرغم من المزايا التي يتسم بها التمويل بالأسهم العادية إلا أن له عيوب من أهمها:⁴

✓ يؤدي إصدار المزيد من الأسهم العادية إلى إرتفاع تكلفة الأموال وذلك لسببين، أولهما يرجع لإرتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر وذلك بسبب إرتفاع المخاطر، أما السبب الثاني فهو أن أرباح الأسهم لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة ومنه لا تتولد عنها وفورات ضريبية؛

✓ قد يترتب عن إصدار أسهم عادية جديدة دخول مساهمين جدد مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وهذا لا يعني فقط إضعافا لمركز المساهمين القدامى، بل قد يعني إضعاف سيطرة حملة الأسهم العادية على مجريات الأمور، ويطلق حرية التصرف لمجلس الإدارة، مما يزيد تكلفة الوكالة.

2 - 1 - الأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة النوع الثاني من الأسهم التي تقوم شركات المساهمة بإصدارها.

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص308.

² دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2009، ص ص 235-236.

³ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 453.

⁴ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص17.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

أ- تعريف الأسهم الممتازة

تعرف الأسهم الممتازة بأشكال رأس المال المستثمر في الشركة ويقدم لمالكيه ميزتين هما عائد محدد، مر كز ممتاز تجاه حملة الأسهم العادية¹.

إن التمويل بالأسهم الممتازة يجمع بين بعض صفات التمويل بالأسهم العادية والسندات، فالأسهم الممتازة تعتبر من الأموال الخاصة إلا أنها تستحق نسبة ثابتة من الأرباح وسميت بالأسهم الممتازة لأن لهذه الأسهم إمتياز الأولوية في الحصول على قيمتها عند التصفية قبل الأسهم العادية كما لها إمتياز في الحصول على أرباحها قبل الأسهم العادية².

ب- تقييم التمويل عن طريق الأسهم الممتازة

من المزايا التي تتحصل عليها المؤسسة بإصدار الأسهم الممتازة ما يلي :

- ✓ ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة ولا حق الإشتراك في التسيير؛
- ✓ ليس للسهم الممتاز تاريخ تسديد، إلا إذا نص على ذلك في عقد الاصدار، هذا ما يمنح للمؤسسة ميزة إستبدالها بسندات إذا إنخفضت معدلات الفائدة في السوق المالية؛
- ✓ إن زيادة حجم الأسهم ضمن الأموال الدائمة للمؤسسة يخفض نسبة الأموال المقرضة إلى الأموال الخاصة، مما يدعم قدرة المؤسسة في قدرتها على الإقتراض³.
- ✓ المؤسسة غير ملزمة قانونيا بإجراء التوزيعات في كل سنة تحقق فيها أرباح، وأن التوزيعات محددة بنسبة معينة من القيمة الإسمية للسهم⁴.
- ومن العيوب التي تنجر عن اللجوء إلى التمويل عن طريق الأسهم الممتازة ما يلي:
- ✓ لا تكون في العادة تكلفتها أعلى من تكلفة الإقتراض حيث أن حصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض.
- ✓ لا يحق لحملة الأسهم الممتازة الاحتفاظ بحقوقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم تجرى فيها التوزيعات وذلك قبل حملة الأسهم العادية⁵.
- ✓ إمكانية تراكم عوائدها بموجب نص خاص تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية المترتبة على الشركة⁶.

¹ رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية: مدخل إلى قرارات الإستثمار وسياسات التمويل، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان 2003، ص 209.

² عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي: أسس، مفاهيم، تطبيقات، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 90

³ مبارك لسلوس، مرجع سبق ذكره، ص ص 184-185.

⁴ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 21.

⁵ مبارك لسلوس، مرجع سبق ذكره، ص 185.

⁶ مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 460.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

2- التمويل بالاستدانة:

بعد التعرف على مختلف مصادر التمويل عن طريق أموال الملكية، هناك مصادر تمويلية أخرى تحتل أهمية بالغة في تمويل المؤسسات وخاصة في ظل محدودية أموال الملكية وتأتي من مصادر خارجية.

1 - 2 - التمويل عن طريق السندات

إن التمويل بواسطة السندات، يعد شكلا من أشكال القروض طويلة الأجل وهذا القرض الطويل الأجل ينقسم إلى أجزاء صغيرة متساوية في القيمة يطلق على كل منها إسم سند.

أ- تعريف السندات

السند هو "صك تصدره المؤسسة، وهو يمثل بذلك عقد أو إتفاق بين المؤسسة (المقترض) والمستثمر المقرض)، وبمقتضى هذا الإتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً للطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة" ¹.

ب- تقييم السندات كمصدر للتمويل

تمتع السندات كمصدر تمويلي للمؤسسة بالكثير من المزايا تتمثل على الخصوص في:

- يعتبر التمويل بالسندات أقل تكلفة من مصادر التمويل الأخرى (الأسهم العادية والممتازة) وهذا ما يؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق وفر ضريبي. ²
- كما تعتبر أقل خطورة، فالمداخيل المنتظرة سنويا معروفة مسبقا؛
- القيمة الاقتصادية للسند عبارة عن مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الخاصة بمداخيل السند بالإضافة إلى القيمة الحالية للقيمة الاسمية للسند والتي يتم إسترجاعها في آخر المدة. ³
- على الرغم من أن السندات تعتبر من الأدوات الرئيسية في عملية المتاجرة بالملكية وقد تكون سببا في زيادة الأرباح وتحقيق النمو للمؤسسة، إلا أنها من جهة أخرى قد تطرح العديد من المساوئ التي تحد من إستخدامها، وأهم المساوئ التي تنجر عن اللجوء إلى التمويل بإصدار السندات نذكر منها: ⁴
- ✓ الإسراف في إصدار السندات قد يؤدي إلى نقص الضمانات المقدمة، وهذا يؤدي الى إرتفاع سعر الفائدة المدفوع إلى أن يصل للحد الذي يصبح فيه خطرا على المؤسسة؛
- ✓ تكلفة التمويل بالسندات تكلفة ثابتة واجبة الدفع مهما كان الوضع المالي للمؤسسة مما يزيد من المخاطر المالية إذا تعرضت المؤسسة لضائقة مالية؛

¹ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 23.

² دريد كامل آل شبيب، الإدارة المالية: الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص : 191.

³ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 83.

⁴ مبارك السلوس، مرجع سبق ذكره، ص 189.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

✓ إذا تعرضت المؤسسة لضائقة مالية، فإن دفع المؤسسة لمستحقاتها إتجاه حملة السندات يقلل من إيراد حملة الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم.

2 - 2 - التمويل بالقروض البنكية

بصفة عامة التمويل الذاتي لا يغطي كل إحتياجات المؤسسة ومن أجل ضمان التوازن المالي لها تقوم المؤسسة بالاعتماد على سياسة تمويل من خلال الاقتراض سواء من النظام البنكي أو من السوق المالي، وخاصة في الدول التي تتمتع بسوق مالية نشطة وذات كفاءة عالية، حيث تتوفر أمام المؤسسة تشكيلة متنوعة

من القروض وذلك حسب حاجة المؤسسة للتمويل حيث يمكن أن نقسمها إلى قروض طويلة، متوسطة، قصيرة الأجل.

2-2-1- القروض طويلة ومتوسطة الأجل

تعرف القروض طويلة ومتوسطة الأجل بأنها مبالغ نقدية تقوم المؤسسات باقتراضها من البنوك والمؤسسات المالية المختلفة الأخرى (شركات التأمين، صناديق التقاعد، وغيرها)، وذلك بغرض تمويل عملياتها الاستثمارية بالدرجة الأولى.

2-2-1-1- القروض طويلة الأجل

يقدم بصفة عامة القروض طويلة الأجل لتمويل المشروعات الإستثمارية ذات النفع العام ويسدد القرض وفقا للعمر الإنتاجي للأصل.

أ- تعريف القروض طويلة الأجل

تعرف القروض طويلة الأجل بأنها "قروض تمنحها مؤسسات متخصصة وتتجاوز مدتها سبع سنوات، هدفها الرئيسي هو المساهمة في تغطية إحتياجات المشاريع الاستراتيجية الكبيرة وتمويل الأصول الثابتة التي تزيد مدة إهلاكها عن سبع سنوات، مثل تجهيزات البناء، هياكل المصانع".¹

القروض طويلة الأجل هي عبارة عن عقد يتم بين المؤسسات المالية والمؤسسة الطالبة للقرض، ويتم تحديد بنود وشروط العقد على أساس التفاوض بين الطرفين".²

وتشمل بنود العقد النقاط التالية:³

- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ إستحقاقه؛
- الرهونات المرتبطة بالقرض؛
- فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض؛
- أوجه الاستخدام التي سيتخصص لها القرض.

¹ مبارك لسلوس، مرجع سبق ذكره، ص 190

² عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الطبعة الثانية، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008، ص 386.

³ نفس المرجع، ص 386.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

ب- تقييم التمويل بالقروض طويلة الأجل

ينتج عن التمويل بالقروض طويلة الأجل جملة من المزايا والعيوب، فمن مزايا التمويل بالقروض طويلة الأجل نذكر النقاط التالية:¹

- انخفاض تكلفة التمويل مقارنة بالتمويل الأموال الخاصة؛
- تجنب المؤسسة تكاليف اللجوء إلى الاصدار العام للجمهور
- عملية الحصول على القروض لا تستغرق وقتا طويلا مقارنة بالوقت الذي تتطلبه إجراءات عملية الاصدار العام للجمهور
- سهولة التفاوض بين المؤسسة والجهة المقرضة؛
- تفادي مخاطر احتمال عدم التجديد؛
- الميزة الضريبية.

ومن المساوئ التي تترتب عن اللجوء إلى التمويل بالقروض طويلة الأجل ما يلي:²

- يترتب عن هذه القروض الالتزام بدفع الفوائد؛
- زيادة المخاطر الناتجة عن التوسع بالتمويل بالمديونية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة الأسهم المتداولة؛
- خاصية المخاطر الناشئة عن طول الفترة تؤدي إلى تغير الظروف مما يزيد من التكلفة أو قد لا تستطيع المؤسسة مواجهة الأعباء المترتبة على هذا النوع من الالتزامات بسبب انخفاض الدخل
- تفرض المعايير المالية والأعراف السائدة حدود قصوى للقروض بالمزيج التمويلي.

2-2-1-2- القروض متوسطة الأجل

تعتبر القروض متوسطة الأجل قروض وسيطة بين القروض قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل. أ- تعريف القروض متوسطة الأجل

تعرف القروض متوسطة الأجل أنها "قروض موجهة لتمويل الأصول الثابتة والمتداولة، فاستخدامها التمويل الأصول المتداولة يجعلها تتشابه مع القروض قصيرة الأجل من ناحية الهدف وتختلف وإياها في المدة الزمنية، وتمويلها للأصول الثابتة يجعلها تقترب من القروض طويلة الأجل، ولكن عادة ما يتوافق إستخدامها مع إستخدام القروض طويلة الأجل".³

تتميز القروض متوسطة الأجل بنفس خصائص القروض طويلة الأجل إلا أنها ذات مدة زمنية أقصر، حيث تتراوح بين السنة الواحدة وسبع سنوات كحد أقصى، وعادة ما تستخدم لتمويل التجهيزات الانتاجية ووسائل النقل.

ب- أنواع القروض متوسطة الأجل

¹ مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص ص 190-191.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2007، ص ص 513-514
³ عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الطبعة الثانية، مرجع سبق ذكره ، 387.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

يمكن أن يأخذ هذا النوع من التمويل إحدى الصورتين:¹

- القروض القابلة للتعبئة: هي القروض التي يمنحها البنك المؤسسات الأعمال، ويكون بإمكانه إعادة خصم هذه القروض لدى مؤسسة مالية أخرى أو لدى البنك المركزي، ويسمح له ذلك بالحصول على السيولة في حالة الحاجة إليها دون إنتظار أجل إستحقاق القرض الذي منحه، ويسمح له ذلك بالتقليل من خطر تجميد الأموال وأزمة نقص السيولة.
- القروض الغير قابلة للتعبئة: في هذا النوع من القروض لا يتوفر بنك على إمكانية إعادة خصم هذه القروض لدى مؤسسة مالية أخرى أو لدى البنك المركزي، وبالتالي يكون مجبراً على إنتظار سداد المقترض لهذا القرض، وهنا تظهر كل المخاطر المرتبطة بتجميد الأموال بشكل كبير وليس للبنك أي طريقة لتفاديها.

2 - 2 - 2 - القروض قصيرة الأجل

يوجه التمويل بالقروض قصيرة الأجل غالباً لتمويل العمليات التشغيلية التي تقوم بها المؤسسات.

أ- تعريف القروض قصيرة الأجل

يقصد بالقروض قصيرة الأجل " تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة عادة لا تزيد عن سنة"²، تلجأ إليها لتمويل الدورة التشغيلية أو الالتزامات المالية قصيرة الأجل أو الدورية.³

ب- أنواع مصادر التمويل قصيرة الأجل :

تنقسم مصادر التمويل قصيرة الأجل من حيث طبيعتها إلى نوعين أساسيين نوضحهما فيما يلي:

• الائتمان التجاري

تلجأ المؤسسة إلى الائتمان التجاري لتمويل عملياتها الجارية في الحالات العادية أو الموسمية وتحصل عليه من الموردين.

❖ تعريف الائتمان التجاري

الائتمان التجاري هو عبارة عن تمويل قصير الأجل، يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة قصد إعادة البيع أو إستخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة".⁴

ويمكن تعريف الائتمان التجاري من وجهة نظر الإدارة المالية بأنه "تسهيلات قصيرة الأجل يحصل عليها المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها، وأحياناً يحصل عليها بدون كلفة إذا تم منح الائتمان بدون شروط دفع".⁵

❖ تقييم الائتمان التجاري

¹ الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص ص 73-74.

² منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص ص 531-532.

³ جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي: دراسة حالة ولاية جيجل، مذكرة ماجستير علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة جيجل، 2009/2010، ص 75.

⁴ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص 419.

⁵ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 221.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

يتمتع الائتمان التجاري بعدة مزايا أهمها:

✓ يعتبر مصدر سهل الحصول عليه، ذلك أن كثير من المؤسسات خاصة صغيرة الحجم يمكنها الحصول عليه لأن الموردين يكونون على إستعداد للتعامل وتقديم الائتمان التجاري وتحمل المخاطرة لغرض كسب عملاء جدد واستمرار العملاء القدامى في التعامل؛¹

✓ التوافر باستثناء المؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية، فالائتمان التجاري يتم بشكل تلقائي ولا يتطلب مفاوضات أو ترتيبات خاصة للحصول عليه، وهذه المزايا تزداد أهميتها في المؤسسات الصغيرة التي قد تواجه محددات وقيود عند الحصول على الأموال من المصادر الأخرى للتمويل.

✓ المرونة في حالة زيادة مبيعات المؤسسات فإن ذلك بالنتيجة يؤدي إلى زيادة مشترياتها من السلع والخدمات، الأمر الذي يؤدي إلى إستجابة الائتمان التجاري المكتسب بشكل تلقائي، والعكس من ذلك يحصل في حالة إنخفاض حجم المبيعات.²

ومن أهم عيوب التمويل بالائتمان التجاري التأخر في تسديد مبلغ الائتمان قد يسيء إلى سمعة المؤسسة في السوق ويؤدي بها إلى صعوبة الحصول على مستحقاتها مستقبلاً، وقد يفقد المؤسسة مركزها في السوق أو يضطرها إلى الخروج من السوق نهائياً.³

• الائتمان المصرفي

الائتمان المصرفي قروض قصيرة الأجل تحصل عليها المؤسسة من المصارف وتأتي بعد الائتمان التجاري من حيث الاعتماد عليه.

❖ تعريف الائتمان المصرفي

الائتمان المصرفي "مصدر من مصادر التمويل المهمة التي تلجأ إليها العديد من المؤسسات، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة وبين المصرف".⁴

ويمكن تعريفه على أنه "تلك القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري، وذلك من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل".⁵

❖ تقييم الائتمان المصرفي

تتمثل مزايا إستخدام الائتمان المصرفي فيما يلي:⁶

✓ أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تشمل المؤسسات في الاستفادة من الخصم النقدي؛

✓ أكثر مرونة من الائتمان التجاري إذ أنه يأتي في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة؛

¹ لمياء بوتسطة، مرجع سبق ذكره، ص 61.

² عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 348.

³ عبيدي سعد نوح، مرجع سبق ذكره، ص 53.

⁴ تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 353.

⁵ عدنان. د منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 533.

⁶ عبيدي سعد نوح، مرجع سبق ذكره، ص 56.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

✓ يعتبر مصدر لتمويل الأصول الدائمة للمؤسسة التي تعاني من صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر طويلة الأجل. ومن أهم عيوب الائتمان المصرفي ما يلي:

- ✓ يعتبر صعب المنال بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والحديثة النشأة فيصبح المصدر الوحيد أمامها هو و الائتمان التجاري؛
- ✓ يعتبر أقل مرونة من الائتمان التجاري.

3 - 2 - التمويل التأجيري

بالإضافة إلى المصادر التمويلية السالفة الذكر ظهرت تقنية تمويلية جديدة تسمح للمؤسسة بالتصرف بأصل معين دون إقتراض الأموال وعدم اللجوء إلى الزيادة في رأس المال الخاص بالمبالغ الضرورية لعملية الشراء وهو ما يعرف بالتمويل التأجيري.

أ- تعريف التمويل التأجيري

التمويل التأجيري "عقد يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ مالية محددة بمواعيد متفق عليها لمالك الأصل من الأصول لقاء إنتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة".¹

وهو "عملية يقوم بموجبها بنك، أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونياً لذلك، بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة المؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار، مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار".²

ب- أشكال التمويل التأجيري

هناك العديد من أنواع التمويل التأجيري، وذلك حسب الزاوية التي يتم منها النظر إليه، ولكننا سوف نتعرض الى نوعين منه:³
التمويل التأجيري حسب طبيعة العقد، والتمويل التأجيري حسب طبيعة موضوع العقد.

❖ **التمويل التأجيري حسب طبيعة العقد:** حسب هذا التصنيف هناك نوعان من التمويل التأجيري: التأجير المالي والتأجير التشغيلي.

▪ **التمويل التأجيري حسب طبيعة موضوع التمويل :** حسب هذا التصنيف هناك نوعان من التمويل التأجيري:
✓ التأجير للأصول المنقولة والتأجير للأصول الغير منقولة.

ج- تقييم التمويل التأجيري

للمويل التأجيري مزايا وعيوب ويمكن تلخيص أهم المزايا فيما يلي:⁴

¹ مفلح محمد عقل، مقدمة في الادارة المالية والتحليلي المالي، الطبعة الثانية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص152
² الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 76.
³ نفس المرجع، ص 79.
⁴ لمياء بوتسطة، مرجع سبق ذكره، ص ص 57-58.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

- يوفر التمويل التأجيري إمكانية الحصول على الأصول من الجهة المؤجرة دون أن تحتاج المؤسسة المستأجرة إلى تقديم ضمانات لتلك الجهة، كما يسمح بتحقيق المرونة في التشغيل؛
 - إن التمويل التأجيري يساعد المؤسسة المستأجرة على تفادي مخاطر التقادم المتمثلة في:
 - ✓ مخاطر التقادم الإستخدامي: وهو الناتج عن إستخدام الأصل.
 - ✓ مخاطر التقادم الزمني: وهو الناتج عن مرور الوقت رغم عدم إستخدام الأصل. مخاطر التقادم الفني: وهو الناتج عن ظهور آلات جديدة تقوم بأداء الغرض بكفاءة عالية.
 - ✓ إن عملية إستئجار الأصول تعفي المؤسسة من دفع تكلفة إكتساب الأصول منذ بداية الاستثمار في حالة الشراء النقدي لهذه الأصول؛
 - ✓ يمكن هذا النوع من التمويل من إنتفاع المؤسسة المستأجرة بالمزايا الضريبية، إذ تطرح أقساط التأجير ضريبيا؛
 - ✓ يمكن التمويل التأجيري للمؤسسة المستأجرة من الحصول على خدمات الصيانة المقدمة من طرف المؤجر بشروط أفضل من الخدمات التي يمكن الحصول عليها في حالة تملكها للأصل.
- وللتمويل التأجيري عيوب نذكر أهمها:¹

- ✓ إن تكلفة التمويل التأجيري مرتفعة بالنسبة للقروض الأخرى؛
- ✓ بعد إنتهاء مدة الاستئجار فإن المؤسسة المستأجرة تتحمل خسارة القيمة المتبقية من قيمة الأصل؛
- ✓ سهولة الحصول عليه قد تؤدي إلى مردودية ضعيفة.

المطلب الثالث: محددات ومناهج المزيج التمويلي

يؤثر في تحديد المزيج التمويلي للمؤسسة العديد من الدوافع والإلتجاهات التي تتبع من البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة، وبالتالي يمكن تصنيف العوامل المتحكمة في إختيار المزيج التمويلي إلى عوامل داخلية و عوامل خارجية.

1- المحددات الداخلية للمزيج التمويلي

يقصد بها تلك العوامل المرتبطة بالبيئة الداخلية للمؤسسة والتي تخضع لسيطرة المؤسسة ونذكر منها:

- ✓ **درجة إستقرار المبيعات** : ترتبط درجة إستقرار المبيعات بنسب الاقتراض إرتباطا مباشرا، فعندما تزيد درجة إستقرار المبيعات والإيرادات، تتمكن المؤسسة من دفع إلتزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطر.²
- ✓ **التحكم أو السيطرة** في حال رغبت الملاك في الحفاظ على سيطرتهم التصويتية في المؤسسة هنا ستفضل الإدارة اللجوء إلى القروض في عملية تمويلها، لأن الدائنين لا يكون لهم الحق في التصويت.³

¹ عبيدي سعد نوح، مرجع سبق ذكره، ص 65

² محمد صالح الحناوي، ابراهيم اسماعيل سلطان، الادارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 1999، ص 340.

³ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والادارة المالية، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة للنشر والتوزيع، مصر، 2002، ص 151.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

- ✓ **حجم المؤسسة:** لحجم المؤسسة أثر مباشر في إختيار مصادر التمويل، بحيث كلما زاد حجم المؤسسة أدى إلى تنوع في مصادر التمويل وخاصة اللجوء إلى الاستدانة طويلة الأجل.¹
- ✓ **هيكل الأصول:** إن المؤسسة التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة، وخاصة في حالة الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير، تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة.
- ومن ناحية أخرى فإن المؤسسات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون، والتي تتوقف قيمتها على إستمرار تحقيق الشركة للأرباح، تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل.²
- ✓ **المرونة التمويلية:** يقصد بها مدى قدرة المؤسسة على الحصول على القروض، وذلك بشروط ملائمة وأسعار فائدة معقولة تحت مختلف الظروف، فالمقرض عادة يبحث عن المؤسسة ذات المركز المالي القوي الضمان حقوقه خاصة في الظروف الاقتصادية السيئة، وعليه فعندما تكون كل العوامل مشجعة على إستخدام الدين والمرونة التمويلية غير متوفرة، فهذا يعني المزيج التمويلي بنسبة إستدانة أقل.³
- ✓ **المردودية:** يرصد البعض في الواقع العملي أن المؤسسات التي تتسم بارتفاع معدلات عوائدها وأرباحها تميل إلى إستخدام أقل لمصادر الاقتراض، ورغم أنه ليس هناك تبرير نظري لهذه الحقيقة، إلا أن أحد التفسيرات العلمية لذلك هو أن المؤسسات التي تحقق مستويات أرباح مرتفعة جداً، لا تحتاج للجوء إلى التمويل عن طريق الاقتراض في هذه المرحلة، إذ تمكنها أرباحها من أن تخلق مصادر ذاتية للتمويل.⁴
- ✓ **معدل الفائدة:** هناك أثر عكسي بين أسعار الفائدة ونسبة الدين في المؤسسة؛ ففي الوقت الذي تكون فيه أسعار الفائدة عالية نجد أن المؤسسات تمتنع عن زيادة الدين والعكس صحيح.⁵

2- المحددات الخارجية للمزيج التمويلي

- يقصد بها العوامل المرتبطة بالبيئة الخارجية للمؤسسة والتي لا يمكن التحكم فيها عادة، وبالتالي لا يتطلب الأمر سوى التكيف معها، وتمثل هذه العوامل فيما يلي :
- ✓ **حالة سوق رأس المال:** إذا كانت السوق غير مشجعة للاصدار، أي أن الأوراق المالية تفقد قيمتها أكثر مما تزداد، فإنه من الأفضل البحث عن موارد مالية بديلة وأهمها الاعتماد على النظام البنكي والائتمان التجاري، أما إذا كانت السوق في حالة طبيعية فأمام المؤسسة إختيارات تمويلية سواء داخل السوق أو خارجها.⁶

¹ عبيدي سعد نوح، محددات الهياكل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة جيجل، 2017/2018، ص 66.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2002، ص 319.

³ عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 438.

⁴ عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007، ص 405.

⁵ أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثره على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الأزهر، غزة، 2016، ص 49.

⁶ لمياء بوتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 101.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

✓ **المنافسة** : إن المقدرة على خدمة الديون تتوقف على ربحية المؤسسة و على حجم المبيعات، وعلى هذا الأساس فإن إستقرار هوامش الربح له نفس أهمية إستقرار المبيعات، ولاشك أن سهولة دخول مؤسسات أخرى في الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة وكذلك مقدرة هذه المؤسسات على التوسع في طاقاتها سيؤثران على هوامش الربح للمؤسسات ، فالصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع أن تكون هوامش ربحها كبيرة ، و لكن من ناحية أخرى ينتظر أن تضيق هوامش الربح هذه إذا كانت هذه الصناعة تدرج في مجموعة الصناعات التي يسهل على المؤسسات الجديدة أن تنضم إليها و بالتالي تتشارك في سوقها.¹

✓ **الوفر الضريبي**: من العوامل التي تشجع المؤسسة على الاقتراض (إستخدام التمويل المقترض) هو ما تحققه من مزايا ضريبية أو ما يعرف بالوفر الضريبي، الناتج عن ظهور الفوائد في قائمة الدخل، حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة.²

✓ **إتجاهات المقرض**: يلاحظ في غالبية الأحوال أن الشركة تناقش مزيجها التمويلي مع المقرض المحتمل وتعطي وزنا كبيرا لرأيه، وكثيرا ما يرفض المقرض الزيادة الغير طبيعية في نسب الإقتراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحه في الشركة، فالمزيج التمويلي لا يتوقف على إتجاهات إدارة المؤسسة أو ظروفها الداخلية لأن طرفا خارجيا وهو المقرض يلعب دورا هاما في تحديد هذا المزيج.³

✓ **الظروف الاقتصادية المحيطة**: إن الظروف المحيطة التي يسودها الانتعاش هي غير الظروف الاقتصادية التي يسودها الانكماش أو الركود، فالأولى تشجع الاقتراض بدلا من اللجوء إلى زيادة رأس المال، والثانية تشجع على زيادة رأس المال أو التحفظ بدلا من اللجوء إلى الاقتراض.⁴

3- مناهج إختيار المزيج التمويلي

هناك ثلاثة مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب وهي:⁵

3-1- منهج التوازن

يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرونة مالية للمزيج التمويلي، وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة، في ظل إفتراضات محددة وهي أن هناك عائد متوقع، وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالي، تتحدد على أساس إتجاهات أسعار الفائدة، ثم القيام باختيار المزيج التمويلي والذي يصاحبه أقل تكلفة تمويل.

¹ محمد صالح الحناوي، ابراهيم اسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 341.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 405.

³ محمد صالح الحناوي، ابراهيم اسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 342.

⁴ فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 84.

⁵ نفس المرجع، ص 287

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

3-2- منهج التوازن المقارن

يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال، ولذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف وتقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال وبالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب، وبمقارنة هذه الخطط يمكن إختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة.

3-3- منهج التوازن الحركي الديناميكي

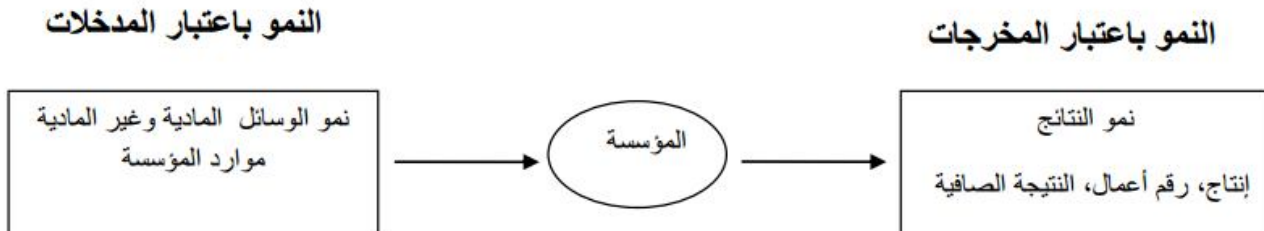
يفترض وجود متغيرين يؤثران في إختيار المزيج التمويلي وهما: المخاطر المالية ومخاطر الأعمال حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية والبيئة الخارجية المحيطة بالمؤسسة وبمجموعة من العوامل متمثلة في:

مدة الإئتمان ، مدى توفر المعلومات، وجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم ، على أن يتم إتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الإستغناء عنها مثل : التكلفة، المركز الائتماني للمؤسسة، مجال إستخدام الأموال، و القرارات المالية التي اتخذت في الماضي، و في ضوء العمليات الإنتاجية و التسويقية و درجة إستغلال الأصول و الموارد الإنتاجية لأن ذلك يؤدي إلى تغيير المزيج التمويلي مع كل تغيير في حجم أعمال المؤسسة و عليه يجمع هذا المنهج بين المناهج السابقة الذكر عند إختيار المزيج التمويلي المناسب ما يجعله منهج متكامل .

المطلب الرابع: مؤشرات قياس نمو المؤسسة .

- يمكن الحكم على مدى نمو المؤسسة من خلال مجموعة من المؤشرات، نذكر منها:

- 1- زيادة عدد العمال: ويعتبر مؤشر هام لنمو المؤسسة، لكنه لا يعبر بصورة واضحة عن نمو حقيقي في المؤسسة.
- 2- زيادة حجم الإنتاج: أي زيادة مخرجات المؤسسة.
- 3- الربح: ومع أنه لا يعد مؤشرا دالا على النجاح في المؤسسة ولكن المؤشر الأحسن هو القدرة على التمويل الذاتي لأنه يبين مدى تطور المؤسسة في المستقبل.
- 4- رقم الأعمال: هو المؤشر الأكثر تداولاً السيولة حسابه فهو يعبر عن تطور حجم مبيعات المؤسسة.



الشكل رقم 01: النمو باعتبار مؤشر رقم الأعمال

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

5- تعدد فروع المؤسسة وخطوط الإنتاج: حيث أن تطور حجم الإنتاج للمؤسسة يلزمها بزيادة حجم خطوط الإنتاج وبالتالي فرصة أكبر للتوسع، كما أن هذا التوسع قد يسمح لها بتنويع نشاطها من حيث المنتجات المقدمة، أو الأسواق المستهدفة وغيرها، مما يؤدي إلى تعدد فروع المؤسسة.

المبحث الثالث: تكلفة الأموال و الرفع المالي

تعد تكلفة الأموال من أهم العوامل المؤثرة على إختيار المصدر التمويلي وإختيار سياسة تمويلية للمؤسسة وذلك على إعتبار أن تكلفة الأموال تعد بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة تمويله يجب رفضه، إذ أن قبوله سوف يؤثر سلبيا على ثروة الملاك الذي يؤدي إلى إنخفاض القيمة السوقية للأسهم.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال والعوامل المؤثرة عليها

لقد إستخدم لفظ تكلفة الأموال كثيرا فهي تختلف من مصدر تمويلي إلا آخر، وهذا راجع إلى إختلاف العوامل المؤثرة عليها.

1- مفهوم تكلفة الأموال

تكلفة الأموال هي معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة بل وتعظيمها وعلى هذا الأساس فإن قبول أو رفض المقترحات الاستثمارية الجديدة سيحدد على ضوء نسبة تكلفة رأس مال الشركة".¹

إن تكلفة الأموال هي معدل الخصم المستخدم لحساب مردودية مشروع إستثماري ، أي مردودية الزيادة في حجم المؤسسة ، وبالتالي فإن إستخدام نفس معدل الخصم لجميع المقترحات الاستثمارية لن يترتب عنه تساوي معدل العائد مع معدل الخصم وإنما تكلفة الأموال هي الحد الأدنى لمعدل العائد المقبول عند تاريخ إتخاذ القرار".

2- العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال

تتأثر تكلفة الأموال بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة للمزيج التمويلي، وبالعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حده، كما تتأثر تكلفة الأموال كذلك بالقرار المحدد للخليط الذي يتكون منه المزيج التمويلي ونسبة كل عنصر فيه، وفيما يلي نذكر مجموعة من هذه العوامل:²

أ- تأثير العوامل العامة: يتوقع المستثمرون الذين يزودون المؤسسة بالأموال الملاك والدائنين الحصول على العائد يكفي التعويضهم عن مجرد حرمانهم من إستغلال أموالهم لتحقيق منافعهم (أي تأجيل الاشباع) كنتيجة لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار، كما يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرضون لها لو أنه إستثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأي مخاطر، وهو ما يطلق عليه بمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

¹ نور الدين خبابة، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، لبنان، 1997، ص 506.

² منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 564.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

ويعتبر الجزء الأول من العائد تعويض المستثمرين عن عنصر الزمن، ويتوقف هذا العائد الذي يعتبر بالنسبة للمؤسسة جزء من تكلفة، أي مصدر تمويل على الحالة الاقتصادية، فكلما زاد الطلب على الأموال زاد معدل على الاستثمار الخالي من المخاطر، والعكس صحيح.

أما بالنسبة للجزء الثاني من العائد والذي يحصل عليه المستثمرين لتعويضه عن المخاطر التي يتعرض لها العائد المتوقع من الاستثمارات ذاته، فيطلق عليه بدل المخاطر، أي أنه تعويض عن المخاطر التي تتعلق بالمؤسسة ذاتها وهي مخاطر التشغيل والمخاطر المالية بالإضافة لتعويض المستثمر أيضا عن مخاطر التضخم وتأجيل الإشباع.

ب- تأثير العوامل الخاصة بكل عنصر

إن مصادر التمويل تتفاوت من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة الربح من عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس، يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة، إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين، إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر مقارنة مع حملة الأسهم العادية، فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على نصيبهم من الأرباح (إذا ما تقرر توزيعها) أو في حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس.

وهكذا يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة فهم يتحملون مخاطر أكبر مما يتحملها الآخرون، ونظرا لأن التكلفة التي تدفعها المؤسسة العائد الذي يحصل عليه المستثمرون) تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، لذا فمن المتوقع أن يكون الاقتراض هو أقل مصادر التمويل تكلفة، وأن تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة، بينما تأتي الأسهم الممتازة في منتصف الطريق. ج- تأثير تشغيل هيكل رأس المال

عادة ما تضع المؤسسات سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال، ونسبة كل عنصر فيه، فقد تقرر المؤسسة مثلا الاعتماد على القروض وحقوق الملكية فقط في تمويل إستثماراتها وبهذا تستبعد الأسهم الممتازة، كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه في تمويل إستثماراتها، وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر، لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا لقرار المؤسسة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه.

المطلب الثاني: تقدير تكلفة الأموال

تختلف تكلفة الأموال حسب مصادر التمويل، لكن يمكن القول بوجه عام بأن تكلفة التمويل الخارجي أقل من تكلفة التمويل الداخلي.

1- تقدير تكلفة الأموال الخاصة تختلف تكلفة التمويل عن طريق الأموال الخاصة باختلاف أنواع هذه الأموال من التمويل الذاتي إلى الأسهم العادية والأسهم الممتازة وذلك كما هو موضح فيما يلي:

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

1 - 1 - 1 - تكلفة التمويل الذاتي

للتموليل الذاتي تكلفة كغيره من مصادر التمويل، ولكن المشكلة الأساسية في ذلك هي صعوبة قياسها، ويعتبر التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة أهم مصادر التمويل الذاتي في المؤسسة الاقتصادية وتكلفة الأرباح المحتجزة تعادل نسبة المردود المطلوب من قبل المساهم.¹

1 - 1 - 1 - تكلفة الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا سهلا من مصادر التمويل التي تستخدمها الشركات، ويمكن تعريف تكلفة الأرباح المحتجزة بأنها "تكلفة الفرصة البديلة، أو معدل العائد الذي يتطلع إليه حملة الأسهم العادية جراء إحتجاز جزء من أرباحهم".² ويمكن توضيح تكلفة الأرباح المحتجزة في المعادلة التالية:³

❖ الحالة الأولى: مستوى الأرباح على الأسهم ثابت ولا تخضع للضريبة

التوزيعات المتوقعة للسهم

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{قيمة السهم الواحد}}{\text{..... (1)}}$$

قيمة السهم الواحد

❖ الحالة الثانية: مستوى الأرباح الموزعة على الأسهم ينمو بمعدل ثابت

التوزيعات المتوقعة للسهم

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{قيمة السهم الواحد}}{\text{..... (2) + معدل النمو}}$$

قيمة السهم الواحد

أما مخصصات الاهتلاكات والمؤونات فهي موارد غير مجانية بل وسيلة للتمويل بتكلفة الفرصة البديلة، والتي تتمثل في التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال المؤسسة (تكلفة رأس المال، وهو ما يعني بالتبعية أنه لا ضرورة لدخول الاهتلاكات والمؤونات في عملية حساب تكلفة رأس المال طالما أن المتوسط المرجح يعكس آلية تكلفة ذلك العنصر.⁴

1-2-1 - تقدير تكلفة الأسهم

قمنا في المطلب السابق بتقسيم الأسهم إلى نوعين، الأسهم العادية والأسهم الممتازة، لذلك سنتطرق فيما يلي إلى حساب تكلفة كل منهما.

1-1-2-1 - تكلفة الأسهم العادية

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص ص323-324.

² علي عباس، الإدارة المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، الشارقة، 2008، ص172.

³ نور الدين خبابية، مرجع سبق ذكره، ص 529.

⁴ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 84.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

تكلفة الأسهم العادية عبارة عن معدل الخصم المستخدم لخصم توزيعات الأرباح المتوقعة على الأسهم العادية وذلك لتحديد قيمة السهم، إذن فتكلفة الأسهم العادية تمثل تكلفة للفرصة البديلة، أي معدل العائد الأدنى الذي يطلبه حملة الأسهم العادية والذي لا يجب أن يقل عن معدل العائد الناتج عن إعادة استثمار أموالهم في مشاريع أخرى¹.

ولمعرفة قيمة هذا المعدل يجب معرفة قيمة السهم ومن ثم إستنتاج معدل العائد المطلوب، ولتحديد قيمة السهم يمكن الاعتماد على نموذج جوردن الموضح فيما يلي:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + Kc)^1} + \frac{D_2}{(1 + Kc)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + Kc)^n}$$

حيث أن:

P_0 : السعر السوقي للسهم.

$D_1 D_n$: توزيعات الأرباح لكل سنة.

k : معدل الخصم (تكلفة الأسهم العادية).

n : المدة.

وعليه يمكن إستخدام عدة طرق لحساب تكلفة الأسهم العادية وهي:

أ- طريقة الأرباح الموزعة

وتقوم هذه الطريقة على قسمة الأرباح المتوقعة لكل سهم على القيمة السوقية للسهم مضروبة في واحد منقوص منه كلفة الإصدار، وفي الأخير يضاف إلى الناتج الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم كما يلي:²

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \left(\frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية}} - 1 \right) \times \text{كلفة إصدار السهم} + \text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم}$$

تقيس هذه الطريقة تكلفة رأس المال بدلالة عائدات الأسهم والأرباح التي تحفظ بها المؤسسة.

ب- نموذج جوردون وشابيرو: لتبسيط نموذج القيمة الحالية الموزعة المتوقعة إفترض جوردون وشابيرو أن الأرباح يمكن أن تتزايد كل سنة بمعدل متوسط 9، ومنه يكون معدل المردودية والذي يمثل تكلفة السهم بالعلاقة التالية:³

¹ نور الدين خبابية، مرجع سبق ذكره، ص 526.

² دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص 315-316.

³ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 316.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

$$K = D_i / P_0 + g$$

D_i : الأرباح الموزعة

P_0 : القيمة السوقية للسهم

g : معدل النمو المتوقع السنوي لسعر السهم في السوق.

ج- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF)

عادة ما يستخدم هذا النموذج في تقييم المردودية المنتظرة من طرف المساهمين على أنها مردودية الأصول دون مخاطر مقدرة بمعدل يعادل 8 مرة مخاطر السوق، وتحسب من خلال العلاقة التالية:¹

$$E(R_x) = R_F + \beta(E(R_M) - R_F)$$

$E(R)$: الأمل الرياضي لمردودية السهم.

R_F : مردودية الأصل بدون مخاطرة (هو الأصل ذو مردودية متعددة خلال فترة زمنية مثل أدوات الخزينة، قروض الدولة...).

$E(R_M)$: الأمل الرياضي لمردودية السوق.

$(E(R_M) - R_F)$: علاوة المخاطرة.

β معامل منحني الانحدار بين R_x و R_M .

1-2-2- تكلفة الأسهم الممتازة

إن تكلفة الأسهم الممتازة تمثل نسبة الأرباح الدورية المدفوعة لحملتها إلى صافي المبلغ الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع هذه الأسهم، ويتم حساب كلفة الأسهم الممتازة بالمعادلة التالية:²

$$\begin{aligned} \text{تكلفة الأسهم الممتازة} &= \frac{\text{حصة السهم من الربح}}{\text{صافي سعر السهم}} \\ &= \frac{\text{حصة السهم من الربح}}{\text{سعر بيع السهم - كلفة الإصدار}} \end{aligned}$$

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية دروس الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، 2006، ص 309.
² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 371.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

2- تكلفة التمويل بالاستدانة

تمثل تكلفة التمويل بالاقتراض في معدل الفائدة على القروض مطروحا منه الوفر الضريبي الناجم عما يوفره من ميزة في تخفيف العبء للضريبي، ويتم حساب هذه التكلفة كما يلي:¹

$$\text{تكلفة المديونية بعد الضريبة} = \text{العائد المطلوب من قبل حملة المديونية} - \text{الوفر الضريبي}$$
$$K'_d = kd(1-T)$$

K_d : تكلفة الاقتراض بعد الضريبة.

$k\bar{d}$: تكلفة الاقتراض قبل الضريبة.

T : معدل الضريبة.

وسوف نتطرق إلى تكلفة كل من القروض طويلة ومتوسطة الأجل والقروض قصيرة الأجل.

2-1- تكلفة القروض طويلة ومتوسطة الأجل

تتم عملية تسديد أصل القرض بعدة طرق، إلا أن أهمها:

• السداد بدفعة واحدة عند تاريخ إستحقاق القرض؛

• السداد سنويا بدفعات متساوية خلال مدة حياة القرض.

وبناء على هذا فإن تكلفة الاقتراض تحسب وفقا لكل حالة كما يلي:²

أ- في حالة تسديد القرض بدفعة واحدة عند تاريخ الاستحقاق

في هذه الحالة يحسب معدل تكلفة الاقتراض كما يلي:

$$P_o - F_o = \frac{(I_p + F_1)}{(1+kd)^1} + \frac{(I_p + F_2)}{(1+kd)^2} + \dots + \frac{(I_p + F_1 + R)}{(1+kd)^n}$$

حيث:

K_A : تكلفة الاقتراض.

¹ نفس المرجع، ص 368.

² رضوان وليد العمار، أساسيات الإدارة المالية: مدخل إلى قرارات الإستثمار وسياسات التمويل، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص 120.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

P : القيمة الاسمية للسند أو القرض.

Po : سعر الإصدار.

Fo : مصاريف إصدار السند أو القرض و المتمثلة في مصاريف الاستثمار و الاعلان عن إصدار سندات جديدة ، أما في حالة القروض البنكية تكون مصاريف الاصدار عادة أقل وتتمثل في مصاريف دراسة الملف طلب القرض ، ومصاريف الرهن إلخ.

F1 . . . Fn : مصاريف متنوعة دورية تتعلق بالقرض.

R : قيمة القرض التي ينبغي سدادها عند تاريخ الاستحقاق.

I : معدل الفائدة.

ب- في حالة إرجاع أصول القروض في شكل أقساط متساوية ودفعات الفوائد

$$Po - Fo = \frac{Ip1 + F1 + R1}{(1 + kd)^1} + \frac{Ip2 + F2 + R2}{(1 + kd)^2} + \dots + \frac{Ipn + F1 + Rn}{(1 + kd)^n}$$

Pi pn : القيم المتبقية من أصل القرض في حوزة المؤسسة المقترضة.

R1 R : الأقساط المتساوية الأصل القرض.

2 - 2 - تكلفة الاقتراض قصير الأجل

تعتبر الديون قصيرة الأجل مصدرا من مصادر التمويل الخارجية التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل نشاطها الاستغلالي، وبالتالي فهي تدفع مقابل ذلك تكلفة تتلخص في الفوائد والعمولات التي تدفعها لقاء حصولها على الائتمان المصرفي أو التجاري.

2-2-1- تكلفة الائتمان التجاري

التمويل بالائتمان التجاري ليس عديم التكلفة، فكل مورد يتحمل تكلفة تمويل في حساباته المدينة وتكلفة الخصم النقدي إذا إستفاد منها المشتري، ويعكس المورد هذه التكاليف عادة في سعر بيع المواد، ويتم قياس تكلفة الائتمان التجاري عن طريق تحويل مقدار الخصم النقدي المعروض إلى نسبة مئوية سنوية¹.

وتحسب تكلفة الائتمان التجاري من خلال المعادلة التالية:²

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{\text{نسبة الخصم} - 1} \times \frac{360 \text{ يوم}}{\text{فترة الائتمان} - \text{مدة الخصم}}$$

¹ محمد علي العامري ابراهيم، مرجع سبق ذكره، ص 304.

² دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص 224.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

2 - 2 - 2 - تكلفة الائتمان المصرفي

تتمثل تكلفة الائتمان المصرفي في "الفائدة التي تدفعها المؤسسة، والتي عادة ما تكون في صورة نسبة مئوية من القرض، ويطلق على تلك النسبة معدل الفائدة الاسمي، الذي يختلف عن معدل الفائدة الفعلي الذي يتوقف على شروط الإتفاق بين البنك والمؤسسة".¹

ويحسب معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{قيمة الفائدة (قبل الضريبة)}}{\text{قيمة القرض الذي تستفيد منه المؤسسة فعلا}} = \text{معدل الفائدة الفعلي (قبل الضريبة)}$$

3- تكلفة التمويل التأجيري

تكلفة التأجير هي عبارة عن "القيمة الحالية لدفعات الاستئجار المستقبلية، مخصومة بمعدل الفائدة الذي يجب أن تدفعه المؤسسة إلى البنك إذا إقتضت مبلغا مماثلا لقيمة الآلة ولذات الفترة الزمنية، معنى هذا أن كل دفعات الايجار المخصصة للتسديد من جهة والمبالغ التي ستسدد من الديون المقترضة من جهة أخرى، وعموما تكلفة التمويل التأجيري تحسب بالعلاقة التالية"²:

$$F_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Li(1-T) + A_i.T}{(1+R)^t} + \frac{P_n}{(1+R)^t}$$

F₀ : تمثل مبلغ تملك الأصل.

L : قسط الإيجار الفترة أ.

A : قسط إهلاك الأصل.

P_n : القيمة المتبقية للأصل (قيمة خيار الشراء).

T : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة

إن التكلفة الوسطية المرجحة للأموال تتوقف على المزيج المكون لهيكل رأس المال وتكلفة كل عنصر فيه ونظرا لأن نسبة العناصر المكونة للمزيج ليست متساوية، وكذلك تكلفتها، يصبح من الضروري استخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان.

¹ منير ابراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص10.
² أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002/2003، ص 54.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

1- تعريف التكلفة الوسطية المرجحة

نقصد بالتكلفة الوسطية المرجحة للأموال تكلفة المزيج الأمثل من مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة، أي تكلفة الأموال المستثمرة في المشروع محسوبة على أساس المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر تمويل في المزيج التمويلي للمؤسسة للوصول إلى تكوين المزيج الأمثل.¹

وتعبر التكلفة الوسطية المرجحة للأموال عن " المعدل العائد الذي يجب أن يحققه المؤسسة على إستثماراتها للمحافظة على قيمة أسهمها أو هو المعيار الذي تستخدمه المؤسسة لتقييم الأداء المالي لديها.²

2- حساب التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

الحساب التكلفة الوسطية المرجحة للأموال لا بد من إتباع خطوات لحساب هذه التكلفة.

أ- الخطوات المتبعة لحساب التكلفة الوسطية المرجحة

الحساب التكلفة الوسطية المرجحة للأموال لا بد من إتباع الخطوات التالية:³

✓ حصر وتحديد الوزن النسبي لكل مصدر من مصادر التمويل؛

أ- ضرب النسب في التكلفة المناظرة للحصول على التكلفة المرجحة لكل المصدر؛

ب- تجميع التكاليف المرجحة لمصادر التمويل للحصول على التكلفة الوسطية المرجحة للأموال.

ب- حساب التكلفة الوسطية المرجحة

تحسب التكلفة الوسطية المرجحة باستعمال العلاقة التالية:⁴

$$K = k_{cp} \cdot [C_p / (C_p + D)] + i \cdot [D / (C_p + D)] [1 - T]$$

KCP: تكلفة الأموال الخاصة.

CP: تعطى عادة بمعدل المردودية الأدنى لرأس المال.

I: تكلفة الديون.

D: تعطي عادة بنسبة المصاريف المالية إلى مجموع الديون.

تستخدم التكلفة الوسطية المرجحة للأموال كإلانة لإلتخاذ القرار حيث يمكن الأخذ بمبدأ التكلفة الدنيا التشكيلة التمويل.

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية للشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 195.

² حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 731.

³ عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 139.

⁴ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 311.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

3- مداخل تقدير التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

هناك ثلاث مداخل من أجل حساب التكلفة الوسطية المرجحة للأموال:¹

3-1- حساب تكلفة الأموال على أساس الأوزان الفعلية أو التاريخية:

في هذا المدخل تحسب تكلفة الأموال المرجحة إما على أساس القيمة الدفترية أو التاريخية التي يتكون منها المزيج التمويلي أو على أساس القيمة السوقية.

3-2- مدخل الأوزان المستهدفة :

ويقتضي هذا المدخل قيام المؤسسة على مزيج تمويلي مستهدف تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وعدم الانحراف عنه قدر الإمكان، ويوضح هذا المزيج المصادر التي سوف تعتمد عليه في التمويل والوزن النسبي لكل مصدر وعلى هذا الأساس يتم تقدير تكلفة الأموال بالنسبة للمؤسسة ككل.

3-3- المدخل الحدي:

في ظل المدخل الحدي فإن تكلفة الأموال يتم حسابها على أساس أوزان العناصر التي ستستخدم في تمويل سوف تختلف من إقتراح لأخر إذا اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله أو اختلفت أوزان تلك المصادر وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.

المطلب الرابع: الرفع المالي

من بين العوامل المحددة لمستوى الأداء في المؤسسة هو المزيج التمويلي، بالرغم من أن دور هذا المزيج معقد ومحل جدل كبير، فتحليل أثر الرافعة" يسمح بإعطاء مقارنة أولية لهذه الاشكالية، فحسب هذا التحليل يمكن للاستدانة أن يكون لها تأثيران مزدوجان حسب العلاقة بين تكلفة الاستدانة ومردودية الأصول، فيكون تأثيرها إيجابي إذا كانت مردودية الأصول كافية كما يمكن أن يكون لها تأثير سلبي إذا كانت تكلفتها غير مغطاة بمردودية كافية".²

الفرع الأول : مفهوم الرفع المالي (الرافعة المالية)

الرفع المالي مرتبط بالمزيج التمويلي للمؤسسة لهذا لا بد من الحديث عن تأثير الرفع المالي على تشكيلة مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة.

1- تعريف الرفع المالي

قدمت عدة تعاريف للرفع المالي نذكر منها:

¹ محمد بوشوشة، تأثير السياسة التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه علوم إقتصادية، بسكرة، 2016، ص 178.

² الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 267.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

"الرافعة المالية هي درجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء كانت قروضا، سندات، أو أسهما ممتازة مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك، كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها".¹

وتعرف أيضا "باعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد إحتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدفوعة، أما إذا كانت المؤسسة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الإحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة".

2- المردودية الاقتصادية والمردودية المالية

تعرف المردودية بأنها " قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح والعوائد المالية من منطلق مواردها المتاحة، وبمعنى آخر تحقيق إيراد للمؤسسة بمعدل جيد مع كفاءتها في إستحقاق ديونها في الوقت المحدد²، وهناك نوعان من المردودية الأول يتعلق بمفهوم المردودية من وجهة نظر المؤسسة (المردودية الاقتصادية) أما النوع الثاني يتعلق بمفهوم المردودية من وجهة نظر المساهمين في رأس مالها.

2-1- المردودية الاقتصادية

المردودية الاقتصادية هي " النتيجة المحققة وتعتبر عنصر أساس في تسيير المؤسسة، وهي من معايير قياس الربحية والحكم على مستوى الأداء".³

وتعرف أيضا " المردودية الاقتصادية هي دليل يعبر عن فعالية تطور الاستغلال.

تسمح المردودية الاقتصادية بتقدير أداء المؤسسة " فهي تهتم بالنشاط الرئيسي وتتجنب الأنشطة الثانوية والإستثنائية، ومن مكوناتها عناصر دورة الإستغلال ممثلة بنتيجة الإستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية، وتقاس المردودية بمعدل المردودية الاقتصادية".

ويتم حسابه من نتيجة الاستغلال وذلك من خلال العلاقة التالية:⁴

معدل المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / مجموع الأصول الاقتصادية

إذ تقيس مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال، أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال.

¹ منير ابراهيم هندي ، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث الاسكندرية، 2007، ص614.

² د رشاد العصار وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 286.

³ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره ص281.

⁴ ريم عياشي، رقية حراق، أثر الرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة، مذكرة ماستر، جامعة جيجل، 2015/2016، ص 70.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

2-2- المردودية المالية

المردودية المالية "هي النتيجة المتحصل عليها من استخدام أموال المساهمين، نتيجة هذه النسبة تمثل ما تقدمه الوحدة الواحدة المستثمرة من أموال المستثمرين من ربح صافي، وتمثل هذه النسبة من أهم النسب المالية لأن هدف المسير المالي هو تعظيم حقوق المساهمين، وكلما كانت نتيجة هذه النسبة مرتفعة زادت أهمية وجاذبية أسهم المؤسسة المتداولة في بورصة الأسهم والسندات".¹ وتحسب المردودية المالية بالعلاقة التالية:¹

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

هذه العلاقة تحدد مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من إستعادة ورفع حجم الأموال الخاصة، ويمكن بقراءة معمقة عن مردودية الأموال الخاصة على أنها المردودية الاقتصادية عند مستوى إستدانة معلوم.

3- الرفع المالي والمزيج التمويلي

إن الفوائد هي نقطة الارتكاز في الروافع المالية، فكلما كانت الفوائد مرتفعة كانت درجات الرفع المالي مرتفعة وبالتالي تزداد مخاطر المؤسسة في عدم القدرة على تسديد الفوائد في التاريخ المحدد للسداد، وتسمى هذه المخاطرة بمخاطر التمويل، وهذا الوضع يجعل نقطة التعادل مرتفعة وهذا يحتاج إلى جهد أكبر من المؤسسة لزيادة المبيعات، وبالتالي زيادة الأرباح قبل الفائدة والضريبة للوصول إلى نقطة التعادل الجديدة وتعديلها لتحقيق أرباح صافية بعد الفوائد وقبل الضريبة.²

الرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات (مردودية إقتصادية أعلى من تكلفة الاقتراض يحقق الميزات التالية:

- تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض ومردود الاستثمار؛
- المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة؛
- عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة (عدا ما يدفع على شكل فوائد للمقرضين)؛
- الإستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للخصم من الضريبة.

وفي مقابل مجموعة المزايا هذه، هناك مجموعة أخرى من السلبيات للرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الأصول أو مردودية إقتصادية أقل من تكلفة الاقتراض :

- إنخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من تكلفة الاقتراض؛
- احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة؛
- في فترات تراجع نسبة التضخم وانخفاضها، يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة؛

¹ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 268.

² ريم عياشي، رقية حراق، مرجع سبق ذكره، ص 99.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

- قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إيداء سمعة المؤسسة الائتمانية والحد من قدرتها على الاقتراض.

الفرع الثاني: حساب أثر الرفع المالي

يقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط، فهي نتاج المرونة المكافأة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة (أي الديون)، فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين، يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين، حيث يكون الحديث هنا عن أثر رافعة إيجابي.

أما في الحالة العكسية أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تنخفض مردودية المساهمين، ويصبح أثر الرافعة سلبي.¹

إذن يمكننا تفسير أثر الرافعة المالية بمعدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصول الإقتصادية وتكلفة الدين.² يحدث الرفع المالي كلما قامت المؤسسة بتمويل نشاطها بواسطة قروض، ويهدف تحليل أثر الرفع المالي إلى التأكد مما إذا كانت المؤسسة قادرة على تحقيق أرباح تغطي تكاليف الاقتراض. وبالتالي يمكن صياغة أثر الرافعة المالية رياضياً كالتالي:

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

($R_e - i$) : الهامش بين المردودية الاقتصادية و تكلفة الاستدانة.

D / CP : الرافعة المالية و تقيس تركيبة المزيج التمويلي.

$(R_e - i) . D / CP$: أثر الرافعة المالية.

R_e : معدل المردودية الاقتصادية.

يمكننا في هذا الصدد إدراك العلاقة الرياضية بين كل من المردودية الاقتصادية، الرافعة المالية ومردودية الأموال الخاصة، فبافتراض ثبات معدل المردودية الاقتصادية وبافتراض أن المؤسسة تسعى إلى تحقيق رفع مالي مفضل إيجابي، أي يسمح للمؤسسة بتحقيق مردودية مالية أعلى من مردوديتها الاقتصادية فتحاول إحداث تغيير على نسبة المزيج التمويلي (الرافعة المالية) D / CP .

بمعنى آخر، تستهدف المؤسسة معدلاً معيناً من المردودية المالية إنطلاقاً من معدل مردودية إقتصادية ثابت ومعامل إستدانة متغير، فيكون لدينا بالتالي دالتين للمردودية المالية، كما يلي:

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

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

حيث تعني الدالة الأولى أن معدل المردودية المالية (R_f) هو متغير تابع لنسبة المزيج التمويلي D / CP ، كما تعني الدالة الثانية أن معدل المردودية المالية هو متغير تابع لأثر الرافعة المالية $(R_e - i) D / C$.

¹ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص ص 400-401.

² الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 268.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

وبما أن معدل المردودية الإقتصادية Re ثابت وأن تكلفة الإستدانة i تتغير حسب حجم الإستدانة D فإنه: يمكننا أن نقتصر فقط على دراسة دالة واحدة فقط من الدالتين (1) و (2) وبرهاننا على ذلك هو¹

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

أي أننا سوف نصل إلى نفس النتيجة، سواء إستخدمنا الدالة f أو الدالة u . ومن هنا نستنتج أن أثر الرافعة المالية عبارة عن المقدار الذي سوف يترجم المردودية الإقتصادية إلى مردودية مالية فعلا.

الفرع الثالث: حالات أثر الرفع المالي

يتم دراسة أثر الرفع المالي، أي دراسة الاقتراض على مردودية الأموال الخاصة، لمعرفة ما إذا كان الاقتراض ذو تأثير إيجابي على هذه المردودية أو يؤثر عليها تأثيرا سلبيا، حيث يتم التمييز في هذه الدراسة بين مجموعتين من الحالات كما هو موضح فيما يلي:²

1- حالة المؤسسة عديمة الإستدانة

تعتبر هذه الحالة نادرة الحدوث في الواقع، وعندها تمول الاحتياجات المالية حصرا بواسطة الأرباح المحتجزة والرفع في رأس المال. فإذا كان $DF = 0$ فإن المردودية المالية تأخذ العلاقة التالية:

$$RF = Re .(1-T)$$

إذن في هذه الحالة لا يوجد أثر للرافعة المالية، وبالتالي تتساوى المردودية المالية مع المردودية الإقتصادية بعد إقتطاع الضريبة على الأرباح.

2- حالة المؤسسة المستدنة

يعتبر الاقتراض أحد أهم مصادر التمويل، إذ يساهم في تحسين مستويات المردودية لكنه من الضروري مراقبة مستويات المردودية من خلال دراسة أثر الرافعة المالية.

2-1- حالة المردودية الإقتصادية أعلى من معدل الفائدة : ($i < Re$)

عندما تكون المردودية الإقتصادية أكبر من معدل الفائدة يكون أثر الرافعة المالية موجبا:

¹ أنفال حدة خبيزي، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012 / 2011، ص ص 49-50.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 274-275.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

$$(R_e - 1) > 0 = R_F - R_e = (R_e - 1) \cdot DF / KP > 0$$

ومنه يمكن تحسين مردودية الأموال الخاصة بزيادة الرافعة المالية (KP / DF)، أي زيادة اللجوء إلى الاقتراض يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة.

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

في هذه الحالة يكون أثر الرافعة المالية حياديا، وحينها تتوحد دلالة كل من مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية وهي نفس حالة إنعدام الاستدانة.

2-3- حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة: ($i > R_e$)

في هذه الحالة يكون أثر الرافعة المالية سلبيا:

$$(R_e - i) < 0 = R_F - R_e = (R_e - i) \cdot DF / KP < 0$$

إذ تنخفض مردودية الأموال الخاصة بزيادة اللجوء إلى الاقتراض وذلك بسبب إرتفاع المصاريف المالية.

الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي

خلاصة الفصل:

تلجأ المؤسسة عادة لتمويل نشاطاتها من مصادر مختلفة تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت تلك المصادر طويلة أو قصيرة الأجل، ملكية أو عن طريق الدين وهو ما يسمى بالمزيج التمويلي، ويبقى إختيار نمط التمويل متوقفا على عدة عوامل تجربها على تحديد مصدر التمويل متمثلة في عوامل داخلية وهي عوامل مرتبطة بالبيئة الداخلية للمؤسسة والتي تخضع السيطرة المؤسسة وعوامل خارجية مرتبطة بالبيئة الخارجية للمؤسسة والتي لا يمكن التحكم فيها.

ولكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة يجب أخذها في الحسبان من قبل مسيري المؤسسات من أجل تحقيق هدفها وهو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين وجلب إستثمارات أكبر، وذلك كله من خلال محاولة الاستفادة من أثر إستخدام الديون في المزيج التمويلي بواسطة أثر الرفع المالي الذي يعبر عن رفع أرباح المساهمين نتيجة اللجوء للاستدانة، حيث أن مصاريف الديون (الفوائد المدفوعة) تعتبر من التكاليف الواجب خصمها من هيكل تكاليف إستغلال المؤسسة وبالتالي تخفيض الضرائب التي ستدفع وهو ما يعرف بالاعتقاد في الضريبة أو الوفر الضريبي.

هذا وقد جاءت العديد من النظريات المفسرة للمزيج التمويلي، سواء كانت تقليدية أم حديثة، فكل منها ساهم في تحديد أثر المزيج التمويلي المناسب الذي يبقى من بين التحديات التي تواجه المؤسسة، نظرا لل صعوبات التي تواجهها في إيجاد واختيار المصادر التمويلية الملائمة.

ولضمان الاختيار الأنسب من بين ما هو متاح لا بد أن تتوافر لدى الإدارة المالية للمؤسسة القدرات الكافية التقييم أثر إستعمال مصادر التمويل المختلفة على الأداء المالي وربحية المؤسسة.



الفصل الثاني

الدراسة الميدانية
بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

الفصل الثاني: الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

تمهيد:

يعتبر هذا الفصل محاولة بسيطة لتحسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصول النظرية على أرض الواقع، من خلال دراسة تركيبة المزيج التمويلي لمؤسسة اقتصادية جزائرية والمتمثلة في مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر ، 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.

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

المبحث الأول: تقديم مؤسسة محل الدراسة

تمهيد:

إن كل مؤسسة من المؤسسات الإنتاجية سواء كانت خاصة أو عامة، تسعى بشكل متزايد و مستمر إلى أن تستحوذ على نصيب مناسب في السوق، و المستهلك من جهته ينتظر من المؤسسة الإنتاجية دائمة تزويده بالسلع و الخدمات التي يرغب فيها في الوقت الذي يريده وبالشكل الذي يرضيه، و في المكان الملائم و بالكميات المناسب و بالسعر المعتدل.

المطلب الأول : نبذة تاريخية حول مجمع سويح

مجمع سويح بعدة فروع ينشط مجمع سويح على السوق في قطاعي صناعة مواد البناء والعقارات متواجد في الجزائر منذ 1990 ويشغل حاليا أكثر من 500 موظف. مجمع سويح عبارة عن شركة مبتكرة تتكيف وتتطور باستمرار يلتزم يوميا بخدمة عملائه و شركائه وهو يواجه تطور السوق من خلال تحديث أداة الإنتاج وتنويع أنشطته تسعى دائما لتلبية احتياجات أسواق البناء الراهنة فضلا عن إمكانياتنا الكبيرة لتأمين الاحتياجات المستقبلية المتزايدة للأسواق .

انطلق مجمع سويح في إنجاز مصنع بريماتك 2 سنة 2015 وبدأ الإنتاج في مارس 2021 بمنتجات عصرية وخطي إنتاج بطاقة إنتاجية إجمالية 720 ألف طن في السنة حيث تعتبر أكبر طاقة إنتاجية في إفريقيا يشغل 350 عامل مباشر يتميز بإمكانية صناعة كل أنواع الأجر المستعمل في مجال البناء من طرف الدول المتقدمة وهدفنا المشاركة في تطوير هذا المجال في بلدنا حسب أحدث الطرق و التكنولوجيات المتقدمة المتبعة

نظام متكامل للتوزيع يمكن من خلاله توصيل المنتجات على الصعيدين المحلي والدولي إن السياسة التي تقودها قيم مجموعتنا واضحة ، فهي تتيح لنا تقديم حلول محددة بناء على طلبات عملائنا. ونبحث دائما عن التطورات التكنولوجية في قطاع تصنيع الأجر الأحمر. الخبرة والموثوقية والتفاني في العمل.

❖ ضمان المنتج وجودة الديمومة التي تستمر مع مرور الوقت. إرضائكم هو غايتنا معلومات الاتصال:

بمجمع سويح لصناعة الأجر

العنوان : الجرف أولاد دراج_المسيلة

الهاتف: 035.39.84.28

الفاكس: 035.39.84.30

الموقع الالكتروني : www.groupesouyeh.dz

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

❖ مؤسسة الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة بريمات EURL BRIMATEC

لمحة تاريخية عن شركة بريمات هي مؤسسة صغيرة ومتوسطة تابعة لقطاع الصناعة تأسست في 20/08/2003 من طرف صاحبها سويح احمد في شكلها القانوني مؤسسة ذات الشخص الوحيد وذات مسؤولية محدودة تابعة للقطاع الخاص، تقع شركة بريماتك في حي الجرف بلدية أولاد دراج ولاية المسيلة و تتربع على مساحة 30000 م²) أما الإنتاج فاقصر على صنع الأجر بنوعية T12 و T08 و T04 و HAUARDI.

ولم تتم الانطلاق الفعلي في المشروع الا في سنة 2007 لعدة عوامل منها الادارية والمالية.

وفي مارس من سنة 2010 تمت عملية التجارب الأولية للمصنع لتتخلله بعض المشاكل التي تم إصلاحها فيما بعد ويتم الانطلاق الفعلي في الإنتاج في ديسمبر من نفس السنة بوتيرة صغيرة وبدأت في التصاعد تدريجيا الى ان بلغت ما نسبته 80% في سنة 2012. و 100% سنة 2013 وكان عدد عمالها لا يتجاوز 70 عامل والان بلغ عدد عمالها بتاريخ 31/12/2020 حوالي 180 عامل.

صاحب المؤسسة سويح أحمد هو المسير الوحيد و المسئول الأول و الأخير عن القرارات والنتائج الأعمال المؤسسة و هو الذي يقوم بإدارة و تنظيم و تسيير المؤسسة.

المطلب الثاني :نشأة مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

تأسست بريماتك لصناعة الأجر في 2004 لتنتقل في الإنتاج الفعلي سنة 2009 و تضع مفاهيم جديدة في صناعة منتجات الأجر الأحمر وتلبية الاحتياجات المتزايدة لقطاع البناء في الجزائر ، ومنذ نشأتها الأولى حرصت على استخدام أجود أنواع الصلصال والتأكد من أن منتجاتها من الأجر تفي بأعلى المعايير الدولية، ليس هذا وحسب ، حيث تبنت أيضا نهجا متميزا في التحديث والتطوير والتوسع للمصنع بما يكفل السهولة الكاملة في الحصول على منتجات ذات جودة عالية و بصقة مستدامة عبر تجهيز جميع مراحل عمليات التصنيع بالتكنولوجيا المتقدمة وتوظيف المعدات والآلات الحديثة التي غيرت المفاهيم وكانت بمثابة المنهج الأساس لتحديث أساليب هذه الصناعة في الجزائر

❖ تشكيلة المنتوجات التي تنتجها المؤسسة:

- 1 - منتج قرميد الأحمر بريك T12 حيث يبلغ طوله 30سم و عرضه 15 سم و الارتفاع 20 سم
- 2 - منتج قرميد الأحمر بريك T8 حيث يبلغ طوله 30 سم و عرضه 10 سم أما الارتفاع 20 سم

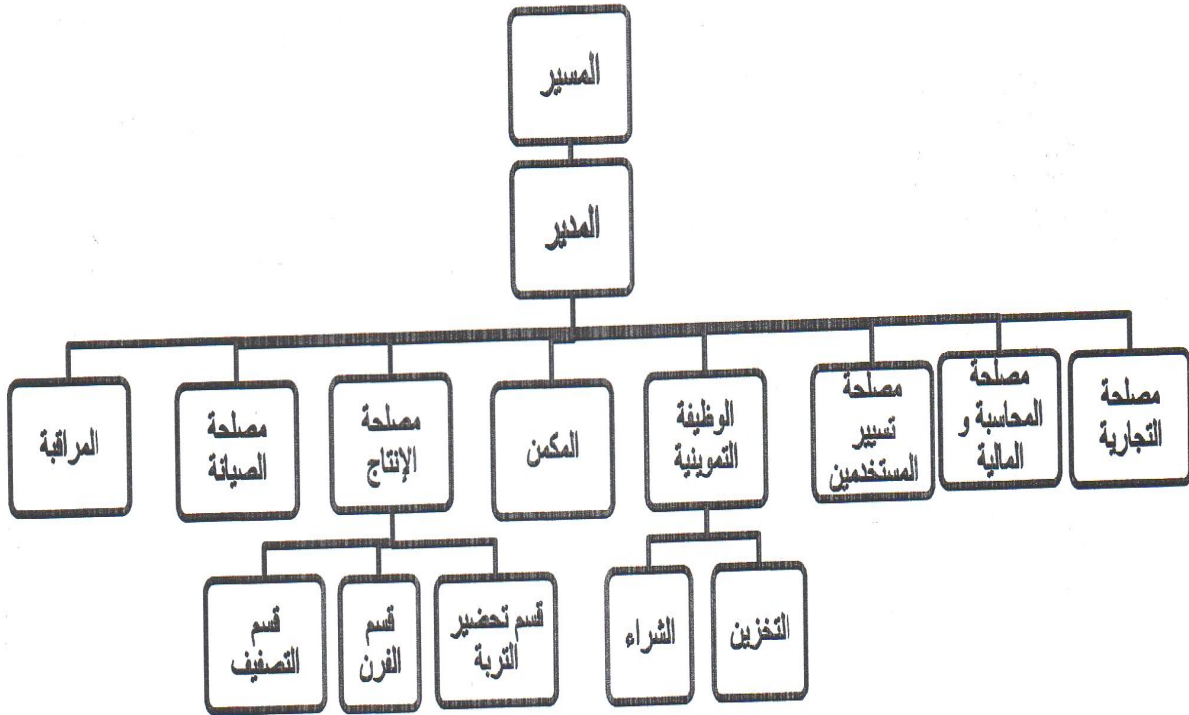
الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

المطلب الثالث: أهداف مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر:

- ✓ تحقيق الربح
- ✓ تحقيق الاستقلال الذاتي
- ✓ تحقيق الاكتفاء الذاتي للسوق المحلي والمساهمة في السوق الوطني
- ✓ التوسع وفتح فروع جديدة محليا مثل مصنع جديد في المنطقة الصناعية الجديدة ذراع الحاجة ولاية المسيلة.
- ✓ فتح فروع اخرى في مجال المنتوجات الصناعية الموجهة للبناء بصفة خاصة.
- ✓ خلق مناصب شغل جديدة مباشرة وغير مباشرة وتأمين صحي وتقاعد للعمال المباشرين.
- ✓ التكامل الاقتصادي على المستوى الوطني
- ✓ إنتاج سلع ذات نوعية جيدة وبأسعار موافقة.
- ✓ المساهمة في التنمية على المستوى المحلي البلدي و الولائي و تحقيق الازدهار
- ✓ تلبية حاجات المستهلك المحلي و الوطني. الهيكل التنظيمي:

المطلب الرابع: المنظومة الهيكلية لمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر .

الشكل رقم 02: الهيكل التنظيمي للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر



الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

❖ مهام الدوائر و المصالح المكونة لهذه الهياكل:

1 - المدير العام : الذي يشرف على تسييرها والتنسيق بين مختلف مصالحها، ويتمتع بنسبة كبيرة من حق التصرف و يقوم بالمهام التالية:

- ✓ إدارة الوحدة له مسؤولية على كل المخرجات النشاط اليومي للوحدة و المديريات الفرعية
- ✓ مسؤولية مدنية على كل نشاطات الوحدة، و أخطار التسيير و مسؤولية جبائية
- ✓ الإشراف على الهيئات و المصالح و الأقسام في الوحدة من أجل المتابعة المستمرة لنشاط الوحدة وظروف العمل
- ✓ الاطلاع على الحالة المالية و المحاسبية للوحدة و مختلف المعلومات الضرورية للتسيير من أجل اتخاذ القرارات
- ✓ إبرام صفقات مع الموردين و الزبائن تحت شكل عقود تجارية،
- ✓ عقد اجتماعات دورية ما بين مختلف المديريات الفرعية و ذلك للتنسيق فيما بينها

2- المصلحة التجارية: وتتكفل هذه المصلحة بالإشراف على أمانة الصندوق و عمليات الفوترة.

3- مصلحة المحاسبية و المالية: و تقوم هذه المديرية بعدة وظائف بمساعدة هذه المصالح، و من بين هذه المهام نذكر: .

- ✓ اعداد الميزانية المحاسبية والجبائية حسب النظام المالي SCF
- ✓ اعداد التصريجات الجبائية والشبه جبائية و دفعها في اجالها.
- ✓ متابعة سجلات البنك و متابعة القروض البنكية . متابعة المصاريف عن طريق الصندوق
- ✓ مطابقة الوثائق المحاسبية مع المصاريف و الإيرادات
- ✓ السهر على دفع الديون و القروض، و تغطية الزبائن بما يلائم المؤسسة ولا يوقعها في عجز مالي . الحرص على أملاك المؤسسة و متابعة العقود (الاستثمارات)
- ✓ العمل على متابعة استهلاك المواد في وقتها حسب المخطط المتبع و المعرفة الحقيقية لسير الوحدة
- ✓ الحفاظ على تنسيق أعمال الميزانية (المحاسبة و المالية) • السهر على المراقبة الدورية على الخزينة
- ✓ تحديد تكاليف الإنتاج

4- مصلحة تسيير المستخدمين:

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

- ✓ السهر على احترام حسن السلوك العام، والإجراءات الخاصة به
- ✓ المساهمة في وقاية أو تصفية الصراعات الجماعية أو الفردية
- ✓ المشاركة في إنجاز محتوى البرامج التعليمية لرفع مستوى المستخدمين
- ✓ إنجاز مخططات التدريب و التبرصات و تنفيذها
- ✓ تتكفل بالمتابعة المالية لهم بالتعاون مع مصلحة المحاسبة و المالية.
- ✓ إنجاز مخططات التشغيل حسب حاجيات الوحدة، و تنفيذها بعد المصادقة عليها من قبل المسير.
- ✓ إنجاز مشاريع المخططات التكوينية و الإتقان، و تسيير السلك المهني للوحدة، بدلالة السياسة العامة و التنمية للمؤسسة فيما يخص الموارد البشرية و تسييرها من أجل الخدمات الاجتماعية.
- 5- الوظيفة التموينية:** تعتبر هذه الوظيفة من الوظائف الأساسية في المؤسسة و تشمل وظيفة الشراء و وظيفة التخزين و تظهر أهمية التموينية من خلال تزويد المؤسسة باحتياجاتها الضرورية اللازمة للإنتاج و تعرف هذه الوظيفة في المؤسسة التجارية على أنها نشاط اقتصادي يستهدف الحصول على المنتجات من السلع و الخدمات التموين يهدف إلى تقديم المنتج ليستطيع القيام بخدمة معينة في المؤسسة بالكمية المحددة و في الأجل المحدد و بأدنى تكلفة و بجودة عالية
- ❖ **مصلحة الشراء:** مسؤولة عن عملية شراء المواد الأولية و الاستهلاكية و قطع الغيار اللازمة للعملية الإنتاجية بما يتوافق و البرنامج السنوي و تتمثل مهامها فيما يلي:
 - ✓ استلام تقديرات مصلحة الإنتاج و الصيانة من المواد الأولية و الاستهلاكية و قطع الغيار
 - ✓ الإعلان عن مناقصات وطنية و دولية للتموين.
 - ✓ القيام بإجراءات الشحن و النقل و الجمارك و التأمين على البضاعة
- ❖ **مصلحة تسيير المخزن:** يكمن دورها فيما يلي:
 - ✓ حساب كميات المواد الداخلة في المخازن
 - ✓ مراقبة نوعية المواد المنتقاة ومدى مطابقتها للمواصفات المطلوبة
 - ✓ تحرير وصل استلام و مراقبة الفواتير و كذلك تحرير سند إخراج السلع من المخزن

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

المبحث الثاني: تحليل المزيج التمويلي ومدى تأثيره على نمو وتطور مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

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 بريماتك لصناعة الأجر، وهذا بالتطرق أولاً إلى عرض الميزانية المحاسبية والمالية لمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2019-2020)، 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 بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2019-2020)

تتكون الميزانية المحاسبية من جانبين أساسيين هما؛ الأصول والخصوم، فالأصول تمثل استخدامات الموارد المالية التي تحصل عليها المؤسسة، أما الخصوم فتمثل مجمل الموارد المالية التي هي تحت تصرف المؤسسة، وعليه نقوم من خلال هذا المطلب بعرض ودراسة الميزانية المحاسبية لمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2019-2020)، بالتطرق لكل من جانبي الأصول و الخصوم على حدى.

❖ جانب الأصول:

• عرض جانب الأصول للميزانية المحاسبية للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2018-2019) (الملحق رقم 01)

نحاول التطرق لتركيبه أصول للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2018-2019)، وذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 02 : تركيبة أصول للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2018-2019)

2019	2018	الأصول
178000	51916	الأصول غير الملموسة
1123544	2596254	أصول ثابتة
262200000	12165	الأرض
204268951	154656	البنائات
1318140094	13354654	الأصول الثابتة الملموسة الأخرى

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

11199761	1315464	الأصول الثابتة تحت الامتياز
3419736022	5135461	الأصول قيد التنفيذ
115864685	54646368	الأصول المالية
165400564	6331131	استثمارات في شركات أخرى
25445056	1213546	مساهمات أخرى وذمم مدينة أخرى
132320032	1123544	الأوراق المالية الثابتة الأخرى
132158651	12546874	القروض والأصول المالية غير المتداولة الأخرى
165600665	12846321	الأصول الضريبية المؤجلة
13211200	1099874	حسابات الاتصال
10332111	901562	إجمالي الأصول غير الحالية
12325456	10554487	الأصول الحالية
1354889	1066479	الذمم المدينة والاستخدامات المقلدة
45668421	3254466	عملاء
13356544	1055484	المدينون الآخرون
2354684	1223545	الضرائب وما يماثلها
16994235	1235489	ذمم مدينة أخرى واستخدامات مماثلة
88165069	33479578	الاستثمارات والأصول المالية المتداولة الأخرى
241233085	197233122	خزينة
3856955915	3945289726	إجمالي الأصول

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على ملاحق مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

من خلال الجدول رقم (02) نلاحظ انخفاض في مجموع أصول مؤسسة سنة 2019 حيث بلغ هذا الانخفاض في المتوسط 2.2%، وعند محاولتنا التفصيل في تركيبة أصول المؤسسة وجدنا السبب ذلك يرجع إلى انخفاض ملحوظ في مخزونات المؤسسة بالإضافة ارتفاع حساب المدينون الآخرون.

• عرض جانب الأصول للميزانية المحاسبية للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2019-2020) (الملحق رقم 02)

نحاول التطرق لتركيبية أصول المؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2019-2020)، وذلك من خلال الجدول التالي:

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

الجدول 03 : تركيبة أصول للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2019-2020)

2020	2019	الأصول
27127200	1321355	الأصول غير الملموسة
74413132	5462321	أصول ثابتة
66011650	5134654	الأرض
6413165	5131135	البنائيات
3916165	351513	الأصول الثابتة الملموسة الأخرى
40165161	3254456	الأصول الثابتة تحت الامتياز
88131656	6421213	الأصول قيد التنفيذ
6941323	68114354	الأصول المالية
351654	34116	استثمارات في شركات أخرى
29161616	259094444	مساهمات أخرى ودمم مدينة أخرى
13164611	119568146	الأوراق المالية الثابتة الأخرى
46131516	403054663	القروض والأصول المالية غير المتداولة الأخرى
22316461	11199761	الأصول الضريبية المؤجلة
381616414	3419736022	حسابات الاتصال
5526724577	4212687155	إجمالي الأصول غير الحالية
5465465	84313541	الأصول الحالية
2135485	22164564	الذمم المدينة والاستخدامات المقفلة
51321355	42889461	عملاء
155576985	90968190	المدينون الآخرون
23010888	21051777	الضرائب وما يماثلها
52953870	41048047	ذمم مدينة أخرى واستخدامات مماثلة
98872295	88165069	الاستثمارات والأصول المالية المتداولة الأخرى
277414040	241233085	خزينة
5764138618	4453920241	إجمالي الأصول

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على ملاحق مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

من خلال الجدول رقم نلاحظ : إجمالي الأصول سنة 2020 ازداد بنسبة 4.6 % مقارنة ب 2019 وذلك بسبب انفراج التجارة في الثلاثي الأخير لسنة 2020 مع تخفيض الضرائب على شركات وتعويضات التي منحت للمؤسسات بسبب أزمة كورونا العالمية .

❖ جانب الخصوم:

● عرض جانب الخصوم للميزانية المحاسبية للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2018-2019) (الملحق رقم 03)

نحاول التطرق لتكيفية الخصوم للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2018-2019)، وذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 04 : تركيبة الخصوم للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2018-2019)،

2019	2018	الخصوم
465000000	456000000	رأس المال المصدر
7936742	6023921	الضرائب المؤجلة والمخصصة
29500619	25171627	الأقساط والاحتياطيات
62779773	75864572	إعادة التقييم
565217134	572060120	الضرائب
2739458232	2434608001	صافي الدخل
2750487997	2434608001	رأس المال السهمي الآخر
309422707	160067393	المخصصات والإيرادات المؤجلة
6483653	886549	ديون أخرى غير متداولة
822308747	777667697	إجمالي المسؤوليات غير الحالية
1138215109	938621640	القروض والديون المالية
4453920241	3954289762	إجمالي الخصوم

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على ملاحق مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

من خلال ملاحظتنا للجدول رقم (04) نجد أن مجموع خصوم المؤسسة عرفت ارتفاع مستمر خلال فترة 2019 بنسبة 3.9%، أما سنة 2018 فقد كان إجمالي الخصوم 3954289762 و مقارنة بسنة 2020، فإن هذا الارتفاع سببه نقص في التمويل الخارجي وزيادة نسبة الاستدانة.

- عرض جانب الخصوم للميزانية المحاسبية للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2019-2020) الملحق رقم (04)

نحاول التطرق لتكبيبة الخصوم للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2019-2020)، وذلك من خلال الجدول التالي: نلاحظ إجمالي الخصوم لسنة 2019 ازدادت بنسبة 3.2% وهذا بسبب نقص اسعار البترول وزيادة الضرائب على المفروضة على شركات من طرف الحكومة سنة 2019 مقرنة بسنة 2018 .

الجدول رقم 05 : تركيبة الخصوم للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2019-2020)،

2020	2019	الخصوم
465000000	465000000	رأس المال المصدر
21685918	7936742	الضرائب المؤجلة والمخصصة
54672247	29500619	الأقساط والاحتياطيات
551174864	62779773	إعادة التقييم
2953874631	565217134	الضرائب
13742837	2739458232	صافي الدخل
238019747	2750487997	رأس المال السهمي الآخر
2198439	309422707	المخصصات والإيرادات المؤجلة
886719435	6483653	ديون أخرى غير متداولة
20947	822308747	إجمالي المسؤوليات غير الحالية
1126958570	1138215109	القروض والديون المالية
4645750903	4453920241	إجمالي الخصوم

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على ملاحق مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

من خلال الجدول رقم نلاحظ : من خلال ملاحظتنا للجدول رقم (05) نجد أن مجموع خصوم المؤسسة عرفت ارتفاع مستمر خلال فترة 2020 بنسبة 4.1%، أما سنة 2019 فقد كان اجمالي الخصوم 4453920241 و مقارنة بسنة 2020، فإن هذا الارتفاع سببه نقص الإنتاج والإيرادات بسبب أزمة كورونا وزيادة تكاليف .

المطلب الثاني: تحليل الهيكل المالي للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2018-2020)

سيتم عرض وتحليل مكونات الهيكل التمويلي للمؤسسة، وهذا من أجل معرفة القدرة التمويلية للمؤسسة و حصر جميع مصادرها ومواردها التمويلية المستعملة في تمويل احتياجات دوري الاستغلال والاستثمار للفترة (2018 - 2020)

الهيكل المالي للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2018 - 2020) يتكون الهيكل المالي للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر من الأموال الخاصة والديون قصيرة الأجل، والديون متوسطة وطويلة الأجل، وستناول بالدراسة والتحليل تطورات كل مصدر خلال الفترة (2018-2020).

أ- المكلف بقسم المحاسبة بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر ، موضوع المقابلة يدور حول المزيج التمويلي في المؤسسة و تخصيص نتائج السنة المالية 2019 و2020، المقر الاجتماعي للمؤسسة المنطقة الصناعية المسيلة - تاريخ المقابلة 15/04/2021، مقابلة شخصية.

الجدول رقم 06: نسب الهيكل المالي للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة 2018-2020

النسبة	العلاقة	2018	2019	2020
نسبة التمويل الدائم	الأموال الدائمة / الأصول الثابتة	60%	68%	81%
نسبة التمويل الخاص	الأموال الخاصة / الأصول الثابتة	15%	18%	20%
نسبة الإستقلالية المالية	الأموال الخاصة / مجموع الديون	26%	27%	29%
نسبة الديون إلى إجمالي الأصول	مجموع الديون / مجموع الأصول	66%	68%	71%
نسبة المديونية العامة	مجموع الديون / أموال الملكية	175%	180%	201%
نسبة المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل	الديون الطويلة والمتوسطة الأجل/أموال الملكية	96%	87%	83%
نسبة المديونية قصيرة الأجل	الديون قصيرة الأجل / أموال الملكية	180%	163%	151%

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على ملاحق مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

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 من الدراسة و هذا ما يدل على أن الأموال الدائمة غير كافية لتغطية الأصول الثابتة، أي أن جزء منها ممول بالخصوم الجارية، ومنه نخلص إلى أن المؤسسة لم تحقق التوازن المالي خلال سنة 2018. أما في سنة 2020 فالنسبة تفوق الواحد (1) وهذا مرده حصول المؤسسة على قرض طويل الأجل أدى الى ارتفاع في الأموال الدائمة، وهذا يعني أن هذه الأخيرة مولت كل الأصول الثابتة وبقي فائض استعمل في تمويل الأصول الجارية، ومنه نخلص إلى أن المؤسسة حققت التوازن المالي في هذه السنة.

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 20 % 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.

3- **نسبة الاستقلالية المالية:** تشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي لمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر ، 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 29 % 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 .

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 بريماتك لصناعة الأجر في الفترة (2018-2020) فاقت 50% كما هو موضح في الجدول رقم (06)، خلال كامل سنوات الدراسة، بالرغم من أن هذه النسبة في ارتفاع مستمر إلا أنها بعيدة عن النسبة المرجعية التي يجب أن لا تفوق 50%، ومنه نخلص

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

إلى أن المؤسسة تعاني من نسبة قابلية تسديد ضعيفة، وهذا ما يعقد عملية حصولها على أموال استنادة إضافية بشروط ميسرة.

5- نسبة المديونية العامة: من خلال الجدول رقم (06) قمنا بحساب نسبة المديونية العامة لمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2018-2020) ، حيث تتراوح هذه النسبة بين 175 % و 201 % ، ما يعني أن أموال الاستنادة تفوق أموال الملكية خلال الفترة المدروسة، وقد بلغت أقصى قيمة لها في سنة 2020، نتيجة لعملية التوسع التي ميزت هذه السنة، ما أجبر المؤسسة على اللجوء إلى أموال الاستنادة وبالتحديد القروض البنكية متوسطة وطويلة الأجل من أجل تلبية احتياجاتها المالية، وهذا نتيجة الثبات النسبي الذي عرفته الاستثمارات في المؤسسة، وكذلك التحجيم من نسب التوزيعات على المساهمين، هذا ما أدى إلى رفع أموال الملكية خلال السنتين الأخيرتين، 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 بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2018-2020) تعتبر جد عالية، ما يجعل الهيكل التمويلي للمؤسسة للفترة المدروسة يتميز بنسبة استنادة أعلى بكثير من النسبة المثلى، ومن أجل التدقيق أكثر في شأن استنادة المؤسسة، محاولين تحديد موقع الخلل بدقة بين أموال الاستنادة، وذلك بدراسة كل من نسبة المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل وكذلك نسبة المديونية قصيرة

6- نسبة المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل: نتمكن من خلال حساب هذه النسبة من معرفة مدى حضور جزء فقط من أموال الاستنادة، وهو الديون الطويلة والمتوسطة الأجل مقارنة بأموال الملكية، وبالنسبة لحالة المؤسسة للفترة (2018-2020)، نلاحظ من خلال الجدول رقم (06)، أن هذه النسبة تتراوح بين 96% و 83%، حيث نجدها بلغت أقصى قيمة لها سنة 2018 وهذا راجع لحجم الاستثمارات الكبير الذي تميزت به هذه السنة (كما تم شرحه في نسبة المديونية العامة) وبعد سنة 2018 بدأت هذه النسبة تتناقص إلى أن بلغت 83% سنة 2020 (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.

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 بريماتك لصناعة الأجر للفترة (2018-2020)، نلاحظ ومن خلال

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

الجدول (06)، أن نسبة المديونية قصيرة الأجل تتراوح بين 180% و 151%، 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 حضنة حليب خلال الفترة المدروسة.

المطلب الثالث: تحليل أثر الرافعة المالية

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

● **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 مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر ، وتطورها خلال سنوات الدراسة.

جدول رقم (07) تطور المردودية الاقتصادية للمؤسسة خلال الفترة (2018-2020) الوحدة: دج

2020	2019	2018	السنوات البيان
300232156949	301264369720	325896478915	الاصول المتداولة ماعدا النقدية(1)
196300231487	153264102369	163251478369	الديون قصيرة الاجل ماعدا السلفات المصرفية (2)
126994233100	136485344196	145698752310	الاحتياج في رأس المال العامل (3)=(2)-(1)
340321569744	369521478923	312365474119	الاستثمارات الصافية(4)
552314511301	586321145688	598632148603	الاصول الاقتصادية(3)+(4)=(5)
25996371510	26983214563	2896543210	نتيجة الاستغلال(6)
0.02	0.05	0.03	المردودية الاقتصادية(6)/(5)

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على ملاحق مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

لقد تم حساب المردودية الاقتصادية بالاعتماد على نتيجة الاستغلال إلى الأصول الاقتصادية، فالمردودية الاقتصادية المحققة خلال دورة 2018 هي 0,035 ويعني هذا المعدل أن الدينار الواحد المستثمر في المؤسسة يحقق ربح مقداره 0,03 دج وقد تميزت المردودية الاقتصادية لمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

خلال الفترة المدروسة بتغيرات عديدة، ويعود سبب هذه التغيرات بشكل أساسي إلى التغير في نتيجة الاستغلال المحققة في كل سنة، ومن خلال الجدول رقم (07) نلاحظ أن المردودية الاقتصادية للمؤسسة سنة 2018 بلغت 0,03 لترتفع بعدها إلى 0,05 سنة 2019 وهذه الزيادة مردها إلى ارتفاع نتيجة الاستغلال خلال هذه السنة، حيث زادت بنسبة 69.2% مقارنة بسنة 2018 وفي سنتي 2019 و 2020 انخفضت المردودية الاقتصادية إلى 0,02 وهذا راجع لانخفاض نتيجة الاستغلال خلال هذه الفترة.

- حساب أثر الرافعة المالية: سنتناول في الجدول رقم (3-) الرفع المالي الذي يدرس أثر لجوء المؤسسة إلى الإئتمانة، و الذي تم قياسه بالديون المالية إلى إجمالي الأموال الخاصة .
- جدول رقم (08) أثر الرافعة المالية للمؤسسة مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر خلال الفترة (2018-2020)

البيان	العلاقة	2018	2019	2020
المردودية الاقتصادية	$Re = Ro/Ae$	0.03	0.05	0.02
نسبة الإئتمانة	D/Cp	1.98	1.58	1.31
المردودية المالية	$Rcp = [Re + (Re - i) \cdot D/Cp] \cdot (1 - iS)$	-0.00042	0.065	-0.0071
أثر الرافعة المالية	$(Re - i) \cdot D/Cp$	-0.033	0.015	-0.039

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على ملاحق مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

وبدراسة أثر الرافعة المالية التي تقيس لنا درجة المخاطرة وحدود استخدام الديون وأثرها على مردودية الأموال الخاصة نجد أن أثرها كان إيجابيا إلا في سنة واحدة من سنوات الدراسة وهي سنة 2019 حيث بلغت 0.015 في هذه الحالة فإن اللجوء إلى الإئتمانة مرغوب فيه، بسبب ارتفاع ربحية المؤسسة فكما 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 الإئتمانة بشكل غير صحيح مما انعكس سلبا على المؤسسة، ذلك أن الإئتمانة 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

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية بمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

سلاح ذو حدين قد يؤدي إلى زيادة ربحية المؤسسة والمساهمين وبالمقابل قد يؤدي إلى الإضرار بربحية المؤسسة، وهذا ما حصل بالفعل بالنسبة للمؤسسة المدروسة.

- **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 (09) تطور القيمة المضافة لمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر خلال الفترة (2018-2020) الوحدة: دج السنوات 2014

2020	2019	2018	السنوات البيان
192165411296	182236945601	132145685266	القيمة المضافة
%5.04	%2.63	%12.06	معدل نمو القيمة المضافة

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على ملاحق مؤسسة بريماتك لصناعة الأجر

من خلال الجدول رقم (09) نلاحظ أن القيمة المضافة للمؤسسة انخفضت في سنة 2019 بمعدل 2.63 % مقارنة بسنة 2018، لتعود وترتفع في السنتين الموالتين بمعدل 5.04%، هذا التغير يقابله نفس التغير في أثر الرافعة المالية، حيث وجدنا سابقا أن هذه الأخيرة كان أثرها ايجابيا إلا في سنة واحدة وهي سنة 2019، 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:

وتبين أن المؤسسة بريماتك لصناعة الأجر تمتلك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استئدانة أعلى من اللازم وهذا خلال الفترة المدروسة (2018-20204)، 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 تركيبة المزيج التمويلي للمؤسسة تم استخدام أسلوب التحليل المالي بالنسب، الذي أفادنا بأن المؤسسة لم تتمكن من تغطية أصولها الثابتة بواسطة أموالها الخاصة وهذا ما يجتم عليها اللجوء إلى أموال الاستئدانة من أجل تمويل أصولها الثابتة، كما تبين أن المؤسسة تعاني من قابلية تسديد ضعيفة وهذا ما يعقد حصولها على أموال استئدانة إضافية بشروط ميسرة، ومن خلال دراسة نسبة المديونية العامة وجدنا أن أموال الاستئدانة تفوق أموال الملكية خلال الفترة المدروسة، وهي نسب جد عالية بالمقارنة مع النسبة المعيارية، وهذا ما يجعل الهيكل المالي للمؤسسة للفترة المدروسة يتميز بنسبة استئدانة أعلى بكثير من النسبة المثلى.

ولدراسة أثر تركيبة المزيج التمويلي على قيمة المؤسسة بريماتك لصناعة الأجر خلال سنوات الدراسة، تم استخدام مؤشر الرافعة المالية والذي وضع لنا كيف أن أموال الاستئدانة كان لها أثر ايجابي على المردودية المالية للمؤسسة لكن هذه الحالة حدثت في سنة واحد فقط وهي سنة 2019، أما باقي سنوات الدراسة فكان أثر الاستئدانة سالب على المردودية المالية للمؤسسة، لأن هذه الأخيرة بلغت في استخدام أموال الاستئدانة مما أثر على مردوديتها، وبالتالي اللجوء للاستئدانة في هذه الحالة غير مرغوب فيه.

ومن أجل معرفة طبيعة العلاقة بين نسبة الاستئدانة والقيمة المضافة لمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر، تم دراسة تطور هذا المؤشر خلال الفترة (2018-2019)، ووجدنا أن التغيرات التي حدثت في معدلات نمو القيمة المضافة قابلتها نفس التغيرات في نسب الرافعة المالية، ذلك أن المعدلات المرتفعة لنسب الاستئدانة أثر بالسلب على نمو القيمة المضافة، وعليه نخلص إلى أن الاستئدانة لها تأثير بالسلب على قيمة المؤسسة محل الدراسة.

الخاتمة



الخاتمة:

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، وأيضاً سواء مملوكة أو مقترضة، كما تطرقنا إلى 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 في 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 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.

ولدراسة أثر التمويل على قيمة المنشأة حاولنا عرض أهم النظريات والمداخل المهمة بالهيكل المالي للمنشأة الاقتصادية، حيث عاجلت 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 المؤسسة برجماتك لصناعة الأجر للفترة 2018-2020، 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.

❖ 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 الأجل، 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 حضنة حليب خلال فترة الدراسة، ففي سنة 2015 كان أثر الرفع المالي موجب وحققت المؤسسة مردودية

الخاتمة العامة

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 تنخفض 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 الأموال 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 الأول، وينطلقان في تحليلهما من اسقاط عدم خضوع أرباح المنشأة الى الضرائب، هذا ما يعني 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.

❖ النتائج:

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

● 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.

الخاتمة العامة

✓ تتداخل مجموعة من العوامل في تحديد واختيار المزيج التمويلي المناسب للمنشأة الإقتصادية، ومن بين هذه العوامل نجد: المخاطر المالية و التشغيلية، حجم المنشأة، تركيبة الموجودات، المرحلة المعنية من دورة حياة المنشأة ، بالإضافة إلى موقف الإدارة و موقف الدائنين، إن الهدف من دراسة العوامل المؤثرة في القرارات التمويلية للمنشأة الإقتصادية هو التمكن من قياس مدى مرونة هذه القرارات، هذا ما يساعد على جعل القرارات المالية المتخذة أكثر رشادة وعقلانية؛

✓ نظريا المردودية المالية تتأثر بالرفع المالي بشكل موجب بزيادة اللجوء إلى الإستدانة (الرفع المالي)، ولكن هذا لاينفي تعرضها إلى المخاطر المالية، خاصة إذا كانت المردودية الإقتصادية 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 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 تقويم هيكلها التمويلي من أجل السير به نحو الأفضلية.

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 بريماتك لصناعة الأجر ، وعليه يمكن إيجاز أهم نتائج الدراسة التطبيقية المتحصل عليها فيما يلي:

• نتائج الدراسة التطبيقية:

✓ ما يمكن ملاحظته من خلال التعرف على مصادر التمويل المشكلة للهيكل المالي للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر ، هو غياب أساليب التمويل الحديثة، مثل الأسهم بنوعها العادية والممتازة، سندات المساهمة القرض الايجاري...، 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 ممكن 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 استدانة أعلى من اللازم

الخاتمة العامة

حيث بلغت نسبة الاستدانة في المتوسط 290%، فهي بعيدة عن النسبة المعيارية التي هي 100%، وبعد إجراء عملية بحث عن السبب الذي أدى إلى ارتفاع نسبة استدانة 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 الاستدانة؛

✓ هناك تغير في الهيكل التمويلي خلال سنوات الدراسة، حيث لاحظنا انخفاض مستمر في نسبة الاستدانة 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 الاستدانة من أجل تمويل أصولها الثابتة؛

✓ المؤسسة تعاني من نسبة قابلية تسديد ضعيفة، وهذا ما يعقد عملية حصولها على أموال استدانة إضافية بشروط ميسرة؛

✓ توصلت الدراسة إلى أن زيادة اللجوء إلى الاستدانة 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 الإستهانة 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.

❖ الإقتراحات:

- على مسيري للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر الإمام بجميع مصادر التمويل المتاحة من خلال حصر خصائصها وتحديد تكاليفها الفعلية والتنبؤ بتأثيراتها المحتملة على المؤسسة، وفي هذا الاطار 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 والقروض الإيجاري...؛

الخاتمة العامة

- 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، تلائم هيكلها التمويلي مثلما نادى به نظرية مودكلياني وميلر (Modigliani and Miller)، على أنه لا يوجد حد أدنى للتكلفة 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 تلائم الوسائل المسخرة لها، فلتحقيق معدل مردودية مالية مقبول يجب تحقيق نتيجة صافية تساوي على الأقل ربع الأموال الخاصة بالمؤسسة؛
- على الإدارة المالية لمؤسسة حضنة حليب العمل على إصلاح هيكلها التمويلي الحالي، وذلك بتخفيض نسبة الاستدانة فيه، وجعلها تقترب من النسبة المثلى؛
- ينبغي على مؤسسة حضنة حليب أن تولي اهتمام كبير بدورها الاستغلالية، لما لهذه الأخيرة من أثر بالغ على تركيبة هيكلها التمويلي وأمثليته.

❖ 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.

المراجع



قائمة المراجع

• الكتب:

1. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002-2003. 2.
2. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
3. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الادارة المالية دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، 2006.
4. أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، القاهرة، 2005.
5. جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله اللحلح، الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2007.
6. حسن الحسيني فلاح، مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
7. حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
8. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
9. خالد الراوي وآخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
10. خميسي شيحة، التسيير المالي للمؤسسة: دروس ومسائل محلولة، دار الهومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2010.
11. دريد كامل آل شبيب، الإدارة المالية: الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
12. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2009.

قائمة المراجع

13. رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان 2001.
14. رضوان وليد العمار، أساسيات الادارة المالية: مدخل الى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 1997
15. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1997.
16. الشريف عليان وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
17. طارق عبد العال حمادة، موسوعة معايير المحاسبة، الجزء الثاني، دار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2006.
18. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
19. طاهر محسن منصور الغالي ووائل محمد صبحي إدريس، أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2009 .
20. عاطف وليم أندراوس، التمويل والادارة المالية للمؤسسات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي للنشر، اسكندرية، 2007.
21. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الطبعة الثانية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008. 27. عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي : أسس، مفاهيم، تطبيقات، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
22. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والادارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2007.
23. عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
24. علي عباس، الإدارة المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، الشارقة، 2008. 35. فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.

قائمة المراجع

25. كمال الدين الدهرواري، تحليل القوائم المالية لأغراض الإستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
26. مبارك السلوس، التسيير المالي: تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004.
27. مجيد جعفر الكرخي، تقويم الأداء باستخدام النسب المالية، دار المناهج، الأردن، 2010.
28. محمد صالح الحناوي، ابراهيم اسماعيل سلطان، الادارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 1999.
29. محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، الإدارة المالية والتحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2005.
30. محمد عباس بدوي، المحاسبة وتحليل القوائم المالية، المكتب الجامعي الحديث للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2006.
31. محمد علي العامري ابراهيم، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
32. محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
33. محمد مطر، التحليل المالي والائتماني (الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2000.
34. مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.

• الرسائل الجامعية.

1. إسماعيل قاع الكاف، أثر تطبيق المعايير المحاسبية الدولية على تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماستر في علوم التسيير، محاسبة وإدارة مالية، جامعة جيجل، 2016.
2. أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثره على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في ادارة الأعمال، جامعة الأزهر، غزة 2016.

قائمة المراجع

3. أنفال حدة خبيزي، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011-2012.
4. توفيق سميح محمد الأغوات، دور المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي لشركة البوتاس مذكرة ماجستير في المحاسبة، جامعة الإسرائ، عمان ، 2014/2015 .
5. جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أداءها المالي: دراسة حالة ولاية جيجل، مذكرة ماجستير علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة جيجل، 2009/2010
6. دينال خلفات، دور تطبيق المعايير المحاسبية الدولية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، 2016.
7. ريم عياشي، رقية حراق، أثر الرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة، مذكرة ماستر، جامعة جيجل، 2015-2016.

الملاحق



قائمة الملاحق

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 4 2 8 0 4 9 0 0 0 9 4 3

Désignation de l'entreprise: EURL BRIMATEC CONSOLIDE 2020
 EURL BRIMATEC CONSOLIDE 2020
 Activité: FABRICATION INDUSTRIELLE DE PRODUIT ARGILE
 Adresse: ELDJORF OULED DERRADJ M'SILA

Exercice du 01/01/20 au 31/12/20

COMPTE DE RESULTAT ../..

RUBRIQUES	2020		2019	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
V-Résultat opérationnel		146 143 464		149 558 537
Produits financiers		37 972		207 211
Charges financières	118 972 288		112 041 789	
VI-Résultat financier	118 934 316		111 834 578	
VII-Résultat ordinaire (V+VI)		27 209 148		37 723 959
Eléments extraordinaires (produits) (*)				
Eléments extraordinaires (charges) (*)				
VIII-Résultat extraordinaire				
Impôts exigibles sur résultats	5 523 230		8 223 340	
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaire				
IX-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		21 685 918		29 500 619

(*) A détailler sur état annexe à joindre

قائمة الملاحق

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 4 2 8 0 4 9 0 0 0 9 4 3

Désignation de l'entreprise: **EURL BRIMATEC CONSOLIDE 2020**
EURL BRIMATEC CONSOLIDE 2020
 Activité: **FABRICATION INDUSTRIELLE DE PRODUIT ARGILE**
 Adresse: **ELDJORF OULED DERRADJ M'SILA**

Exercice du **01/01/20** au **31/12/20**

COMPTE DE RESULTAT

RUBRIQUES	2020		2019	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Ventes de marchandises				
Production vendue				
Produits fabriqués		293 246 555		333 711 415
Prestations de services				
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, ristournes accordés	28 000			
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournes		293 218 555		333 711 415
Production stockée ou déstockée		3 248 448		7 288 570
Production immobilisée		138 012 979		171 863 104
Subventions d'exploitation				
I-Production de l'exercice		434 479 983		512 863 090
Achats de marchandises vendues				
Matières premières	6 570 674		15 585 073	
Autres approvisionnements	34 824 553		84 001 700	
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services				
Autres consommations	49 536 510		45 699 708	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale				
Locations			8 280 000	
Services extérieurs				
Entretien, réparations et maintenance	241 160		606 000	
Primes d'assurances	4 543 025		3 742 959	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	410 000		630 496	
Publicité	110 910		110 910	
Déplacements, missions et réceptions				
Autres services	5 578 427		13 512 277	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
II-Consommations de l'exercice	101 815 260		172 169 126	
III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)		332 664 722		340 693 963
Charges de personnel	64 981 395		66 375 476	
Impôts et taxes et versements assimilés	5 511 706		9 194 902	
IV-Excédent brut d'exploitation		262 171 620		265 123 584
Autres produits opérationnels		603 758		896 027
Autres charges opérationnelles	1 279 873		4 042	
Dotations aux amortissements	115 352 040		116 457 032	
Provision				
Pertes de valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				

... la suite sur la page suivante

قائمة الملاحق

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 4 2 8 0 4 9 0 0 0 9 4 3

Désignation de l'entreprise: EURL BRIMATEC CONSOLIDE 2020
EURL BRIMATEC CONSOLIDE 2020
Activité: FABRICATION INDUSTRIELLE DE PRODUIT ARGILE
Adresse: ELDJORF OULED DERRADJ M'SILA

Exercice clos le 31/12/20

BILAN (PASSIF)

	2020	2019
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	465 000 000	465 000 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)	9 816 699	7 936 742
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	21 685 918	29 500 619
Autres capitaux propres - Report à nouveau	54 672 247	62 779 773
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
TOTAL I	551 174 864	565 217 134
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	2 953 874 631	2 739 458 232
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes	13 742 837	11 029 765
Provisions et produits constatés d'avance		
TOTAL II	2 967 617 468	2 750 487 997
PASSIFS COURANTS:		
Fournisseurs et comptes rattachés	238 019 747	309 422 707
Impôts	2 198 439	6 483 653
Autres dettes	886 719 435	822 308 747
Trésorerie passif	20 947	
TOTAL III	1 126 958 570	1 138 215 109
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	4 645 750 903	4 453 920 241

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

قائمة الملاحق

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 4 2 8 0 4 9 0 0 0 9 4 3

Désignation de l'entreprise: EURL BRIMATEC CONSOLIDE 2020

EURL BRIMATEC CONSOLIDE 2020

Activité: FABRICATION INDUSTRIELLE DE PRODUIT ARGILE

Adresse: ELDJORF OULED DERRADJ M'SILA

Exercice clos le

31/12/20

BILAN (ACTIF)

ACTIF	2020			2019
	Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles	178 000	161 683	16 316	34 116
Immobilisations corporelles				
Terrains	271 272 000	3 250 000	268 021 999	259 094 444
Bâtiments	204 268 951	94 914 251	109 354 699	119 568 146
Autres immobilisations corporelles	1 371 266 293	1 020 061 779	351 204 514	403 054 663
Immobilisations en concession	14 539 625		14 539 625	11 199 761
Immobilisations encours	3 657 188 204		3 657 188 204	3 419 736 022
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants	8 011 502		8 011 502	
Impôts différés actif				
TOTAL ACTIF NON COURANT	5 526 724 577	1 118 387 714	4 408 336 862	4 212 687 155
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	155 576 985		155 576 985	90 968 190
Créances et emplois assimilés				
Clients	16 010 888		16 010 888	21 051 777
Autres débiteurs	17 953 870		17 953 870	41 048 047
Impôts et assimilés				
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	47 872 295		47 872 295	88 165 069
TOTAL ACTIF COURANT	237 414 040		237 414 040	241 233 085
TOTAL GENERAL ACTIF	5 764 138 618	1 118 387 714	4 645 750 903	4 453 920 241

قائمة الملاحق

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION N.I.F 0 0 0 4 2 8 0 4 9 0 0 0 9 4 3

Désignation de l'entreprise: EURL BRIMATEC CONSOLIDE 2019
EURL BRIMATEC
Activité: FABRICATION INDUSTRIELLE DE PRODUIT ARGILE
Adresse: ELDJORF OULED DERRADJ M'SILA

Exercice du 01/01/19 au 31/12/19

COMPTE DE RESULTAT ../.

RUBRIQUES	2019		2018	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
V-Résultat opérationnel		149 558 537		81 768 888
Produits financiers		207 211		72 624
Charges financières	112 041 789		49 082 123	
VI-Résultat financier	111 834 578		49 009 499	
VII-Résultat ordinaire (V+VI)		37 723 959		32 759 389
Eléments extraordinaires (produits) (*)				
Eléments extraordinaires (charges) (*)				
VIII-Résultat extraordinaire				
Impôts exigibles sur résultats	8 223 340		7 587 762	
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaire				
IX-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		29 500 619		25 171 627

(*) A détailler sur état annexe à joindre

قائمة الملاحق

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 4 2 8 0 4 9 0 0 0 9 4 3

Désignation de l'entreprise: EURL BRIMATEC CONSOLIDE 2019
 EURL BRIMATEC
 Activité: FABRICATION INDUSTRIELLE DE PRODUIT ARGILE
 Adresse: ELDJORF OULED DERRADJ M'SILA

Exercice du 01/01/19 au 31/12/19

COMPTE DE RESULTAT

RUBRIQUES	2019		2018	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Ventes de marchandises				
Produits fabriqués		333 711 415		312 687 800
Production vendue				
Prestations de services				
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, ristournes accordés				
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournes		333 711 415		312 687 800
Production stockée ou déstockée		7 288 570		3 578 139
Production immobilisée		171 863 104		179 356 053
Subventions d'exploitation				
I-Production de l'exercice		512 863 090		495 621 993
Achats de marchandises vendues				
Matières premières	15 585 073		7 724 579	
Autres approvisionnements	84 001 700		96 430 595	
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services				
Autres consommations	45 699 708		45 516 558	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale				
Locations	8 280 000		6 026 400	
Entretien, réparations et maintenance	606 000			
Primes d'assurances	3 742 959		2 718 867	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	630 496		586 708	
Publicité	110 910		45 110	
Déplacements, missions et réceptions				
Autres services	13 512 277		63 600 191	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
II-Consommations de l'exercice	172 169 126		222 649 010	
III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)		340 693 963		272 972 982
Charges de personnel	66 375 476		64 335 798	
Impôts et taxes et versements assimilés	9 194 902		10 974 330	
IV-Excédent brut d'exploitation		265 123 584		197 662 853
Autres produits opérationnels		896 027		1 298 270
Autres charges opérationnelles	4 042		390 541	
Dotations aux amortissements	116 457 032		116 801 693	
Provision				
Pertes de valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				

... la suite sur la page suivante

قائمة الملاحق

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 4 2 8 0 4 9 0 0 0 9 4 3

Désignation de l'entreprise: EURL BRIMATEC CONSOLIDE 2019
 EURL BRIMATEC
 Activité: FABRICATION INDUSTRIELLE DE PRODUIT ARGILE
 Adresse: ELDJORF OULED DERRADJ M'SILA

Exercice clos le 31/12/19

BILAN (PASSIF)

	2019	2018
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	465 000 000	465 000 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)	7 936 742	6 023 921
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	29 500 619	25 171 627
Autres capitaux propres - Report à nouveau	62 779 773	75 864 572
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
TOTAL I	565 217 134	572 060 120
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	2 739 458 232	2 434 608 001
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes	11 029 765	
Provisions et produits constatés d'avance		
TOTAL II	2 750 487 997	2 434 608 001
PASSIFS COURANTS:		
Fournisseurs et comptes rattachés	309 422 707	160 067 393
Impôts	6 483 653	886 549
Autres dettes	822 308 747	777 667 697
Trésorerie passif		
TOTAL III	1 138 215 109	938 621 640
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	4 453 920 241	3 945 289 762

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

قائمة الملاحق

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION N.I.F 0 0 0 4 2 8 0 4 9 0 0 0 9 4 3

Désignation de l'entreprise: **EURL BRIMATEC CONSOLIDE 2019**
EURL BRIMATEC
 Activité: **FABRICATION INDUSTRIELLE DE PRODUIT ARGILE**
 Adresse: **ELDJORF OULED DERRADJ M'SILA**

Exercice clos le **31/12/19**

BILAN (ACTIF)

ACTIF	2019			2018
	Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles	178 000	143 883	34 116	51 916
Immobilisations corporelles				
Terrains	262 200 000	3 105 555	259 094 444	259 961 111
Bâtiments	204 268 951	84 700 804	119 568 146	129 781 594
Autres immobilisations corporelles	1 318 140 094	915 085 431	403 054 663	371 822 193
Immobilisations en concession	11 199 761		11 199 761	
Immobilisations encours	3 419 736 022		3 419 736 022	2 986 449 824
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants				
Impôts différés actif				
Comptes de liaison				
TOTAL ACTIF NON COURANT	5 215 722 829	1 003 035 674	4 212 687 155	3 748 066 640
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	90 968 190		90 968 190	71 768 909
Créances et emplois assimilés				
Clients	21 051 777		21 051 777	19 565 634
Autres débiteurs	41 048 047		41 048 047	71 856 898
Impôts et assimilés				552 102
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	88 165 069		88 165 069	33 479 578
TOTAL ACTIF COURANT	241 233 085		241 233 085	197 223 122
TOTAL GENERAL ACTIF	5 456 955 915	1 003 035 674	4 453 920 241	3 945 289 762

سويح لصناعة الأجر

بريماتك
Brimatec
BRIQUETERIE - SOUYEH

بالصحيح تبني مليح

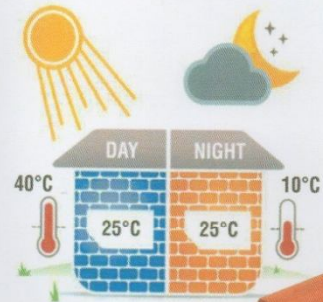
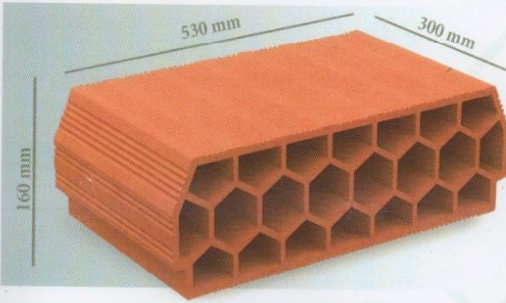
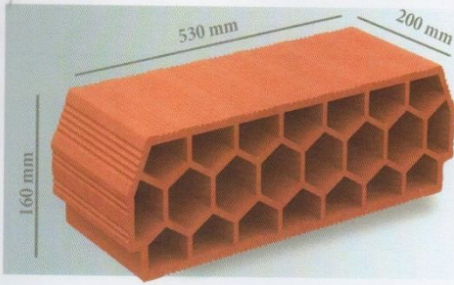


Terre Cuite POUR MUR ET TOITURE

GS
GROUPE
SOUYEH

www.groupesouyeh.dz

Brimabloc - Hourdis

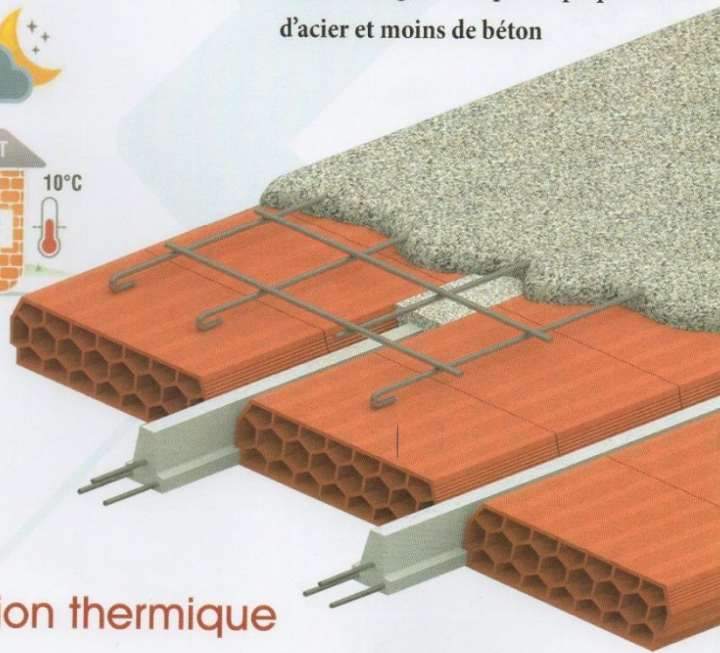


Un plancher en terre cuite présente les mêmes avantages qu'un mur intérieur en briques SB (Treillis). Les systèmes avec les hourdis sont les plus répandus, ils existent depuis des années et ont fait leurs preuves dans de nombreux bâtiments, ainsi ils se distinguent à plusieurs niveaux qui ont trait à notre confort.

Avantages des hourdis en terre cuite

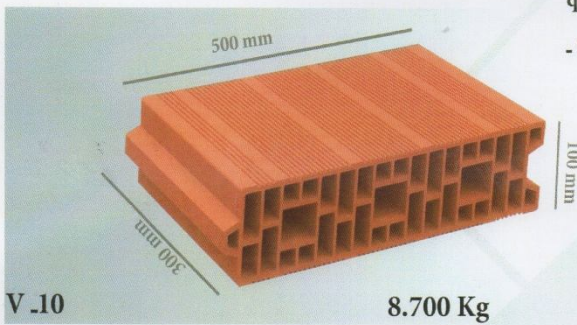
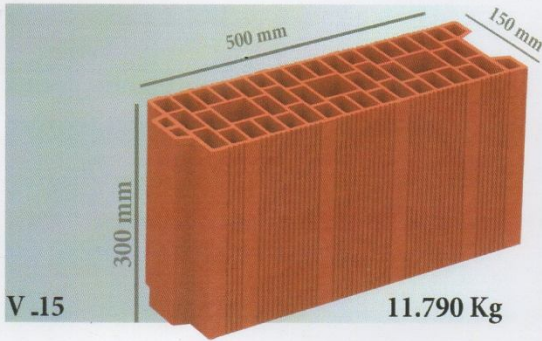
- Rapidité de mise en oeuvre
- Réaction et résistance au feu
- Résistance à la flexion
- Optimisation de structure

Dalles allégées ce qui implique moins d'acier et moins de béton



Haute isolation thermique

Brimabloc - V

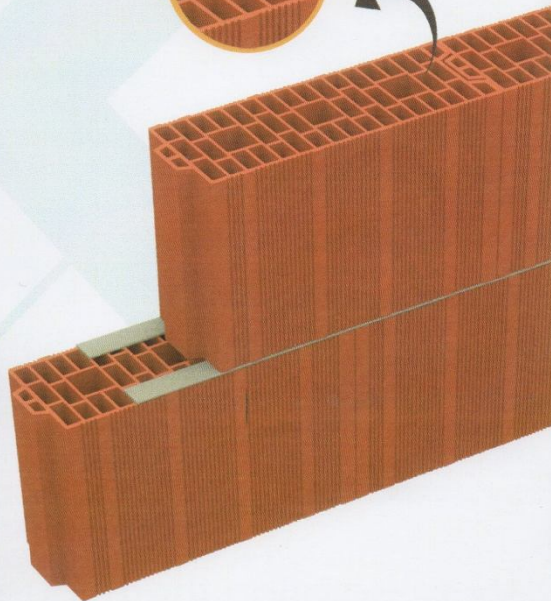
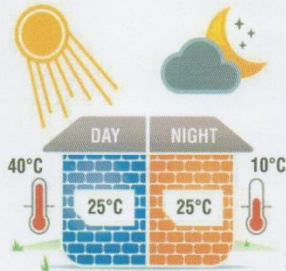


- La brique à perforation verticale est la solution la plus économique du marché en brique avec moins de 30% de mortier et un gain de temps de 50% cela est due au volume des blocs et l'assemblage à sec,

- Ainsi qu'une bonne isolation phonique et résistance thermique 03 fois plus isolant qu'une maçonnerie courante.

- Convenable dans les zones sismiques.

ASSEMBLAGE A SEC



GAMME DES PRODUITS

Caractéristiques techniques

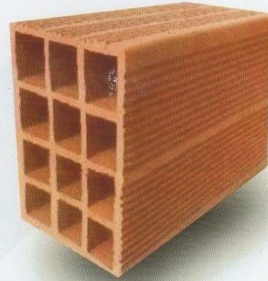
Largeur:	10 cm
Hauteur:	20 cm
Longueur:	30 cm
Poids à l'unité(kg):	3,5 kg
Nombre pièces par palette:	176 briques
Dimension palette L.L.H:	120x120x80 cm
Mode de livraison :	par palettes
Nbrs de palettes / semi	40
Nbre de pièces / semi:	7040



BRIQUE CREUSE 08 TROUS

Caractéristiques techniques

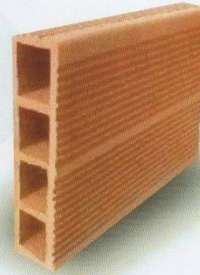
Largeur:	15 cm
Hauteur:	20 cm
Longueur:	30 cm
Poids à l'unité(kg):	4,8 kg
Nombre pièces par palette:	116 briques
Dimension palette L.L.H:	120x120x80 cm
Mode de livraison :	par palettes
Nbrs de palettes / semi	40
Nbre de pièces / semi:	4640



BRIQUE CREUSE 12 TROUS

Caractéristiques techniques

Largeur:	15 cm
Hauteur:	20 cm
Longueur:	30 cm
Poids à l'unité(kg):	2 kg
Nombre pièces par palette:	232 briques
Dimension palette L.L.H:	120x120x80 cm
Mode de livraison :	par palettes
Nbrs de palettes / semi	40
Nbre de pièces / semi:	9280



BRIQUE CREUSE 04 TROUS



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز أثر المزيج التمويلي على نمو وتطور المؤسسة الاقتصادية ممثلاً بمؤشرات ونسب المردودية ، إذ يتمثل التمويل في إمداد المؤسسة بمصادر التمويل اللازمة لمباشرة نشاطها وذلك لضمان استمراريتها، وإن اختلاف تلك المصادر وعدم تجانسها يمنح للمؤسسة الاقتصادية فرصة التنويع والمفاضلة بلوغ وتحقيق المزيج التمويلي الذي يعظم ربحية المؤسسة وعائد المساهمين. بينها بهدف ومن خلال الدراسة التطبيقية للمؤسسة بريماتك لصناعة الأجر بالمسيلة" في الفترة الممتدة من 2018-2020، تبين أن تنويع المؤسسة في مزيجها التمويلي بين الأموال الخاصة وأموال الاستدانة إلا أنه لم يؤثر إيجاباً على وضعيتها المالية، وذلك بسبب ضعف كفاءتها في إدارة الأصول.

الكلمات المفتاحية: المزيج التمويلي، الأداء المالي، الأصول، الوضعية المالية.

Summary:

This study aimed to highlight the impact of the financing mix on the growth and development of the economic institution represented by the indicators and profitability ratios, as the financing is represented in providing the institution with the sources of financing necessary to carry out its activity in order to ensure its continuity, and that the difference in these sources and their heterogeneity gives the economic institution the opportunity to diversify and trade-off to achieve and achieve the financing mix that Maximizes enterprise profitability and shareholder return. Among them with a goal and through the applied study of the Primatic Corporation for the wage industry in Masila” in the period from 2018-2020, it was found that diversifying the institution in its financing mix between private and debt funds, but it did not positively affect its financial position, due to its weak efficiency in asset management.

Keywords: financing mix, financial performance, assets, financial position.