

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 08 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية

تخصص: مالية مؤسسة

تحت عنوان:

مدى إسهام تنويع مصادر التمويل في دعم الهيكل المالي للمؤسسة

-دراسة حالة لمجمع عبيدي محمد فرع صناعة الأكياس البلاستيكية-

خلال الفترة "2013-2015"

تحت إشراف الأستاذ:

معايزة عبد الرزاق

من إعداد الطالبتين:

- باطح سامية

- روابحية ليلى

السنة الجامعية: 2020/2019

A decorative border in black and white, featuring intricate Islamic calligraphy and floral motifs. The border is composed of four corner pieces, each with a complex, symmetrical design of swirling lines and floral patterns. The central text is framed by a simple black line.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وعرفان

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات إلى يوم الدين.

عملاً بقول الله تعالى "وإذ تأذن و الصلاة والسلام على رسوله

الكريم ومن تبعه بإحسان ربكم لئن شكرتم لأزيدنكم"

نشكر الله عز وجل على فضله وتوفيقه لنا في إنجاز عملنا هذا

المتواضع.

كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المشرف

" معايزة عبد الرزاق "

وعرفانا بالجميل أتقدم بالشكر الخالص والتقدير إلى رئيسة دائرة

حمام دباغ "نورة خانمي".

التي كانت ساندا لي في كل خطوة لمزاولة دراستي حيث لا

تكفي الكلمات لتفيها حقها فجزاها الله خيراً.

كما لا ننسى التقدم بالشكر إلى عمال مؤسسة عبيدي محمد وكل

من قدم لنا يد المساعدة في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد.

الإهداء

أهدي ثمرة جمدي إلى من قال فيهما الرحمن

"وقضى ربك أن لا تعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسانا إما يبلغن عندك الكبر أحدهما أو كلاهما فلا تقل لهما أف ولا تنهرهما وقل لهما قول كريما وأخفض

لهما جناح الذل من الرحمة وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا".

إلى أخواتي وسندي في الحياة: "منيرة، سميرة، خالصة، نجوى، صالح".

إلى صاحبة القلب الطيب والحنون رئيسة دائرتي في العمل

"نورة خانمي" التي كانت دائما بمثابة الأخت والصديقة وسند لي

لمزاولة دراستي.

إلى من لن أنسى له جزيل الشكر و العرفان بمساعدته "مصطفى" الذي كان

نعم الأخ والصديق.

إلى ابنة عمي "رزينة" التي كانت رفيقة دربي في كل مكان.

وزجها السيد / موشارة رشيد أستاذنا الكريم صاحب القلب الكبير

إلى من هو بسمة الحياة: مي، جواد، مستجاب، هاجر.

إلى كل الصديقات، ليلي، حنان، فطيمة، وداد، بشرى.

سسامية
سسامية



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
	شكر وعرفان
	الإهداء
III-I	فهرس المحتويات
IV	قائمة الجداول
V	قائمة الأشكال
أ-و	المقدمة العامة
39-2	الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة
2	تمهيد
17-3	المبحث الأول: مدخل للهيكل المالي للمؤسسة
3	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي
4	المطلب الثاني: خصائص الهيكل المالي ومناهجه
4	أولاً: خصائص الهيكل المالي
5	ثانياً: مناهج الهيكل المالي
5	المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي
8	المطلب الرابع: مصادر التمويل التقليدية في المؤسسة
8	أولاً- مصادر التمويل قصيرة الأجل
10	ثانياً- مصادر التمويل متوسطة الأجل
11	ثالثاً- مصادر التمويل طويلة الأجل
24-17	المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي
17	المطلب الأول: النظرية التقليدية للهيكل المالي
19	المطلب الثاني: نظرية انعدام هيكل تمويلي أمثل
19	أولاً- في ظل عدم وجود ضرائب
20	ثانياً- في ظل وجود ضرائب
21	المطلب الثالث: نظرية التوازن
21	أولاً- تكلفة الإفلاس
22	ثانياً- تكلفة الوكالة
22	المطلب الرابع: النظرية المتعددة الأشكال

22	أولاً- نظرية الإشارة
23	ثانياً- نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل
38-24	المبحث الثالث: مؤشرات ونسب الهيكل المالي، تكلفة الأموال والرفع المالي
24	المطلب الأول: التحليل المالي باستخدام المؤشرات المالية
24	أولاً- رأس المال العامل الدائم
26	ثانياً- احتياجات رأس المال العامل
27	ثالثاً- الخزينة
28	المطلب الثاني: التحليل المالي باستخدام النسب المالية
32	المطلب الثالث: تكلفة تمويل المؤسسة
33	أولاً- تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل
35	ثانياً- تكلفة مصادر التمويل متوسطة الأجل
36	ثالثاً- تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل
37	المطلب الرابع: الرفع المالي
39	خلاصة الفصل
61-41	الفصل الثاني: السياسة التمويلية ومصادر التمويل الحديثة في المؤسسة
41	تمهيد
46-42	المبحث الأول: السياسة التمويلية في المؤسسة
42	المطلب الأول: مفهوم وأهداف السياسة التمويلية
42	أولاً- مفهوم السياسة التمويلية
42	ثانياً- أهداف السياسة التمويلية
43	المطلب الثاني: أنواع السياسة التمويلية
45	المطلب الثالث: محددات السياسة التمويلية
45	المطلب الرابع: مراحل إعداد سياسة التمويل
58-46	المبحث الثاني: مصادر التمويل الحديثة في المؤسسة
46	المطلب الأول: الاعتماد الإيجاري والتمويل بتقنية عقد تحويل الفاتورة
46	أولاً- التمويل بالاعتماد الإيجاري
49	ثانياً- التمويل بتقنية عقد تحويل الفاتورة
50	المطلب الثاني: التمويل عن طريق مؤسسات رأس مال المخاطر
52	المطلب الثالث: التمويل بتقنية تمويل المشروع
53	المطلب الرابع: التمويل باستخدام صيغ التمويل الإسلامية

60-58	المبحث الثالث: كيفية الاختيار بين مصادر التمويل، تقييم الهيكل المالي للمؤسسة وعلاقته بالقرارات التمويلية
58	المطلب الأول: كيفية الاختيار بين مصادر التمويل
58	المطلب الثاني: تقييم الهيكل المالي للمؤسسة
59	المطلب الثالث: علاقة القرارات التمويلية بالهيكل المالي للمؤسسة
61	خلاصة الفصل
83-63	الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد فرع صناعة الأكياس البلاستيكية
63	تمهيد
68-64	المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة عبيدي محمد
64	المطلب الأول: نشأة وتطور مجمع عبيدي محمد والتعريف به
65	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع عبيدي محمد
67	المطلب الثالث: التعريف بوحدة صنع الأكياس البلاستيكية، أهدافها ونشاطها
79-69	المبحث الثاني: تشخيص الوضعية المالية لمؤسسة عبيدي محمد
69	المطلب الأول: عرض الميزانيات المالية لمؤسسة عبيدي محمد للفترة "2015-2013"
73	المطلب الثاني: التحليل بواسطة مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية
78	المطلب الثالث: التحليل المالي الوظيفي
-80	المبحث الثالث: تحليل التدفقات النقدية
80	المطلب الأول: تحليل جدول حسابات النتائج للفترة 2015-2013
82	المطلب الثاني: تحليل عناصر جدول حسابات النتائج
84	خلاصة الفصل
87-86	الخاتمة العامة
95-89	قائمة المراجع
97	الملاحق

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
26	حالات التوازن لرأس المال العامل سيولة	(1-1)
27	حالات الاحتياج في رأس المال العامل	(2-1)
70	الميزانية المالية جانب الأصول للفترة 2015-2013	(1-3)
71	الميزانية المالية جانب الخصوم للفترة 2015-2013	(2-3)
72	يوضح الميزانية المالية المختصرة جانب الأصول للفترة 2015 - 2013	(3-3)
73	يبين رأس المال العامل سيولة FRL	(4-3)
74	حساب مختلف رؤوس الأموال العاملة	(5-3)
75	يبين نسب التمويل للفترة 2015-2013	(6-3)
75	يبين نسب السيولة للفترة 2015-2013	(7-3)
76	يبين نسب المديونية للفترة 2015-2013	(8-3)
77	يبين نسب النشاط خلال الفترة 2015-2013	(9-3)
78	يبين نسب المردودية للفترة 2015-2013	(10-3)
78	يبين الميزانية الوظيفية للفترة 2015-2013	(11-3)
79	حساب مؤشرات التوازن المالي الوظيفي خلال الفترة 2015-2013	(12-3)
81	يوضح جدول حسابات النتائج خلال الفترة 2015-2013	(13-3)
83	يبين القدرة على التمويل الذاتي	(14-3)

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
11	يبين مصادر التمويل طويل الأجل	(1-1)
18	الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور التقليدي	(2-1)
20	نموذج Modigliani et Miller في حالة انعدام ضرائب	(3-1)
21	كلفة رأس مال المنشأة المرفوعة في ظل وجود الضرائب	(4-1)
43	يبين سياسة التمويل المتحفظة	(1-2)
44	يبين سياسة التمويل المجازفة	(2-2)
44	يبين سياسة التمويل المطابقة	(3-2)
65	الهيكل التنظيمي لمجمع عبيدي محمد	(1-3)
68	يبين نشاط وحدة صنع الأكياس البلاستيكية	(2-3)

المقدمة العامة

مقدمة عامة

يعتبر التمويل العصب المحرك لنشاط المؤسسة فقد حظي بوافر الدراسة من قبل باحثي الإدارة المالية كونه يمثل أحد الدعائم الأساسية، إذ يساهم في إمدادها بالأموال اللازمة لتغطية احتياجاتها التمويلية وضمانا لنموها وإستمراريتها، لذلك فمن مهمات الإدارة المالية اتخاذ القرار الإستثماري ومن ثم القرار التمويلي الملائم، لأنه يعد من القرارات المعقدة التي تتطلب الدراسة والبحث المعمق لتحديد مصدر التمويل المناسب، سواء كان عن طريق التمويل الممتلك أو بواسطة الاستدانة أو تحديد المزيج التمويلي الذي يحقق أدنى تكلفة.

إن عملية اختيار التمويل الأمثل تستوجب تحديد الخيارات المتاحة والتي يمكن تحديدها في اتجاهين، الأول يتمثل في اقتصاد المديونية والآخر في اقتصاد الأسواق المالية، ونظرا لكون هذه العملية من أهم العوامل المحددة للإستراتيجية المالية للمؤسسة، فمن الضروري اتخاذ قرار تمويلي رشيد من خلال المفاضلة الجيدة بين مختلف المصادر التمويلية المتاحة واختيار أنسبها ولن يتأتى ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها، فالكيفيات أو الطرق المختلفة التي يحصل بها المستثمرون أو المؤسسات على ما يحتاجون إليه من أموال هي أول ما يفكرون فيه، حيث يوجد أمامهم في الوقت الراهن مصادر تمويل متعددة تتباين في خصائصها وتختلف شروط الحصول عليها.

فقد تعددت النظريات والمداخل التي حاول المفكرون من خلالها دراسة العلاقة بين تركيبية الهيكل المالي للمؤسسة وقيمتها السوقية، فظهرت مقاربات تقرر بوجود هيكل مالي أمثل بناء على عدة فرضيات وتحليلات تصب كلها في خانة تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى حد، في المقابل تنفي العديد من الدراسات إمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل دون التوصل إلى نظرية أو مقارنة ثم الاتفاق عليها سواء بإمكانية تحقيق الهيكل المالي الأمثل أو عدمها، فمعرفة تكلفة الأموال وكيفية تأثرها بالرفع المالي له أهمية كبرى في اتخاذ قرارات هيكل رأس المال.

لذلك فإن قيام المؤسسات الاقتصادية بتنويع وتطوير طرق تمويلها استدعى ضرورة البحث عن مصادر تمويلية جديدة والتي لا تجزم أن تكون بديلة للمصادر التمويلية التقليدية بقدر ما تكون مكملة لها، والتي أثبتت نجاعتها في تجنب الشروط الصعبة والمضنية التي تتطلبها عملية منح القروض لذلك برزت أهمية التمويلات الحديثة كأحد الوسائل الفاعلة في تمويل المؤسسات الاقتصادية.

1- إشكالية الدراسة

من خلال ما سبق تبرز معالم الإشكالية المراد معالجتها كالتالي:

ما مدى تأثير تنويع مصادر التمويل في دعم الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؟

ومن خلال طرح هذه الإشكالية الرئيسية تقودنا إلى طرح مجموعة من التساؤلات الفرعية المتمثلة في:



مقدمة عامة

- 1- ما هي أهم السياسات وبرامج التمويل الداعمة للمؤسسات الاقتصادية؟ وكيف يمكن للمؤسسة المفاضلة بينها لتغطية مختلف احتياجاتها التمويلية؟.
- 2- ما هي المحددات التي يجب الاعتماد عليها عند اختيارها لطريقة تمويل معينة؟.
- 3- ما هي أساليب تقييم تركيبة الهيكل المالي؟ وكيف يتم تقدير تكلفة كل مصدر؟.
- 4- هل هناك أساليب تمويلية مستحدثة تتماشى مع التطورات الاقتصادية الراهنة؟.

2- الفرضيات

بغية الإجابة عن إشكالية البحث وعلى ضوء العرض والأسئلة الفرعية فإنه تم صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: من أهم مصادر التمويل في المؤسسة التمويل الذاتي والتمويل الخارجي، وبما أن الأسواق المالية الجزائرية مازالت ناشئة لا يكون أمام المؤسسة خيار التمويل سوى الاقتراض من البنوك لتغطية هذه الاحتياجات التمويلية.

الفرضية الثانية: تعتمد المؤسسة على جميع المحددات الكمية والكيفية عند الاختيار.

الفرضية الثالثة: يمكن استخدام أسلوب التحليل المالي من أجل تحليل وتقييم تركيبة الهيكل المالي، وتعتمد المؤسسة عند تقديرها للتكلفة على حساب تكلفة كل مصدر على مستوى أول، ثم حساب تكلفة الأموال على مستوى ثاني ومن ثم تختار المصدر الذي يحقق أقل تكلفة للأموال.

الفرضية الرابعة: هناك آليات تمويلية مستحدثة لكن لا يتم استخدامها والاعتماد عليها في المؤسسات الاقتصادية في الوقت الحالي.

3- أهداف الدراسة

نهدف في هذا البحث من خلال الإجابة على الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية إلى تحقيق مايلي:

- التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية، والتحكم في أدوات التسيير المالي.
- تحديد أهم محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.
- إبراز أهمية وجود دراسة تهتم بالاختيار الأمثل للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية لدى المسيرين والمهتمين.
- تبيان بعض الأساليب المستحدثة في تمويل المؤسسات الاقتصادية ومدى فعاليتها في الحد من الفجوة التمويلية لهذه المؤسسات.



مقدمة عامة

- توضيح الفروق القائمة علميا وعمليا بين مصادر التمويل التقليدية وبين مصادر التمويل المستحدثة.
- محاولة إيجاد حلول لمشكل التمويل الذي تعاني منه المؤسسات الاقتصادية باقتراح أساليب تمويلية جديدة.
- محاولة الإطلاع على سلامة قرارات التمويل وأهم المصادر المتوفرة والمعتمدة في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من خلال دراسة حالة مؤسسة اقتصادية «مجمع بلعبيدي محمد».

4- مبررات اختيار الموضوع

هناك عدة دوافع لاختيار موضوع البحث ويمكن إرجاعها إلى جملة الأسباب التالية:

- بحكم توافق موضوع الدراسة مع تخصصنا في مالية المؤسسة وميلنا لدراسة المواضيع ذات الصلة بموضوع تمويل المؤسسات باعتباره موضوع جدير بالاهتمام، ولا يزال محل جدل من طرح الباحثين في هذا المجال إلى غاية يومنا هذا.
- تعتبر مسألة تمويل المؤسسات الاقتصادية من بين المواضيع الحساسة ذات الأهمية البالغة في مجال مالية المؤسسة.
- الرغبة في التعرف على العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ومدى مطابقتها للأعمال الميدانية.
- معرفة مدى تطبيق نظريات الهيكل المالي في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية.

5- منهج وأدوات الدراسة

اعتمدنا في بحثنا هذا على المنهج الوصفي التحليلي، حيث قمنا بوصف المتغيرات المحددة لمفهوم الهيكل المالي، توضيح مختلف مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية وتكلفتها، بالإضافة إلى التعرف على أهم النظريات التي قامت بتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية، كما تمت دراسة العوامل المحددة لقرار تمويل المؤسسات الاقتصادية وتحليل وضعيتها المالية بهدف تقييم وتقويم تركيبة الهيكل المالي، ثم حاولنا بعد ذلك إسقاط الجزء النظري على الواقع الميداني من خلال دراسة حالة مؤسسة اقتصادية.

أما فيما يخص الأدوات المستخدمة في دراستنا فهي كالتالي:

- 1- تم الاعتماد على المراجع والمصادر المختلفة المتوفرة "الكتب" بهدف جمع مختلف المعلومات المتعلقة بموضوع التمويل والإدارة المالية وغيرها.
- 2- استخدام بعض المجالات، مؤتمرات ومواقع الأنترنت.



مقدمة عامة

- 3- الاعتماد على بعض الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع بحثنا.
- 4- الاعتماد على أدوات التحليل المالي (مؤشرات التوازن والنسب المالية).

6 - حدود الدراسة

تأخذ دراستنا هذه بعدين يمكن تحديدها فيمايلي:

- ✓ من حيث البعد الزمني: ركزنا هذه الدراسة على دراسة الهيكل المالي للمؤسسة لمدة ثلاثة سنوات خلال الفترة الممتدة من (2013-2015)، وذلك بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية وجدول حسابات النتائج.
- ✓ من حيث البعد المكاني: ينحصر في دراسة حالة مؤسسة اقتصادية جزائرية " مجمع عبيدي محمد فرع صناعة الأكياس البلاستيكية".

7 - هيكلية البحث

بغية الإجابة على التساؤل الرئيسي والأسئلة الفرعية واختبار صحة الفرضيات، قمنا بتقسيم البحث إلى فصلين نظريين وفصل تطبيقي.

سيتناول الفصل الأول الإطار النظري للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، إذ سنحاول التطرق في المبحث الأول إلى "مدخل للهيكل المالي" من حيث مفهوم الهيكل المالي، محدداته وأهم مصادر التمويل التقليدية، أما المبحث الثاني فتم التطرق إلى معرفة أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي، أما المبحث الثالث تطرقنا إلى مؤشرات ونسب الهيكل المالي، تكلفة الأموال والرفع المالي.

أما فيما يخص الفصل الثاني فهو بعنوان "السياسة التمويلية ومصادر التمويل الحديثة في المؤسسة الاقتصادية" حيث خصص المبحث الأول لدراسة مفهوم السياسة التمويلية، أنواعها، أهدافها، أما المبحث الثاني فتعرضنا فيه إلى أهم المصادر التمويلية المستحدثة في المؤسسة الاقتصادية، أما المبحث الثالث تطرقنا فيه إلى كيفية الاختيار بين مصادر التمويل، تقييم الهيكل المالي للمؤسسة وعلاقته بالقرارات التمويلية.

ولغرض تبيان الواقع أسقطنا الجانب النظري على الجانب التطبيقي من خلال دراسة حالة لمؤسسة اقتصادية، حيث تناولنا في هذا الجانب فصلا واحدا تطرقنا فيه إلى تقديم عام للمؤسسة، عرض القوائم المالية للمجمع وصولا إلى تشخيص وتقييم تركيبة الهيكل المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكلية.

مقدمة عامة

8- الدراسات السابقة

بالإضافة إلى العديد من الدراسات الموثقة في المجالات العلمية والدوريات والكتب، تم الإطلاع على عدد من الدراسات الجامعية التي تمت ضمن حقل تمويل المؤسسة الاقتصادية، ومن بين أقربها صلة من موضوع بحثنا نذكر منها:

1- دراسة بسام محمد الأغا 2005 بعنوان " أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"، وهي عبارة عن رسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، حيث سعى الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة الدين وأثرها على معدل العائد على الاستثمار وذلك من خلال تطبيق الدراسة على 15 شركة تعمل في فلسطين، وقد خلص إلى أهم النتائج:

الابتعاد قدر الإمكان عن التمويل من خلال القروض حيث أثبتت الدراسة أن العلاقة عكسية بين تكلفة الاقتراض ومعدل العائد على الاستثمار، وتقليل نسبة الرافعة المالية إلى أدنى حد ممكن.

2- دراسة رائدة فراح 2014 بعنوان " مصادر التمويل الحديثة وأثرها على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية " البحث عبارة عن مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر في العلوم التجارية، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، حيث تكمن أهداف الدراسة في إبراز واقع تقنيات التمويل التقليدية وطرق تقييمها ومحاولة حصر وتحديد المفاهيم المختلفة المتعلقة بالتمويل داخل المؤسسة، وخلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

يعتبر التمويل الذاتي والتمويل عن طريق الاقتراض من أهم الطرق التقليدية التي تلجأ إليها المؤسسات الاقتصادية لتغطية احتياجاتها التمويلية.

3- دراسة محمد بوشوشة 2016 بعنوان " تأثير السياسة التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة.

وقد سعت هذه الدراسة إلى تفسير مختلف سياسات تمويل المؤسسات الاقتصادية وتحليل سلوكها التمويلي من خلال تحديد أهم المعايير المحددة لهيكل التمويل، وكذا تحديد المعايير العامة لسياسات التمويل المعتمدة من قبل المؤسسات الاقتصادية بغية تحسين أدائها.



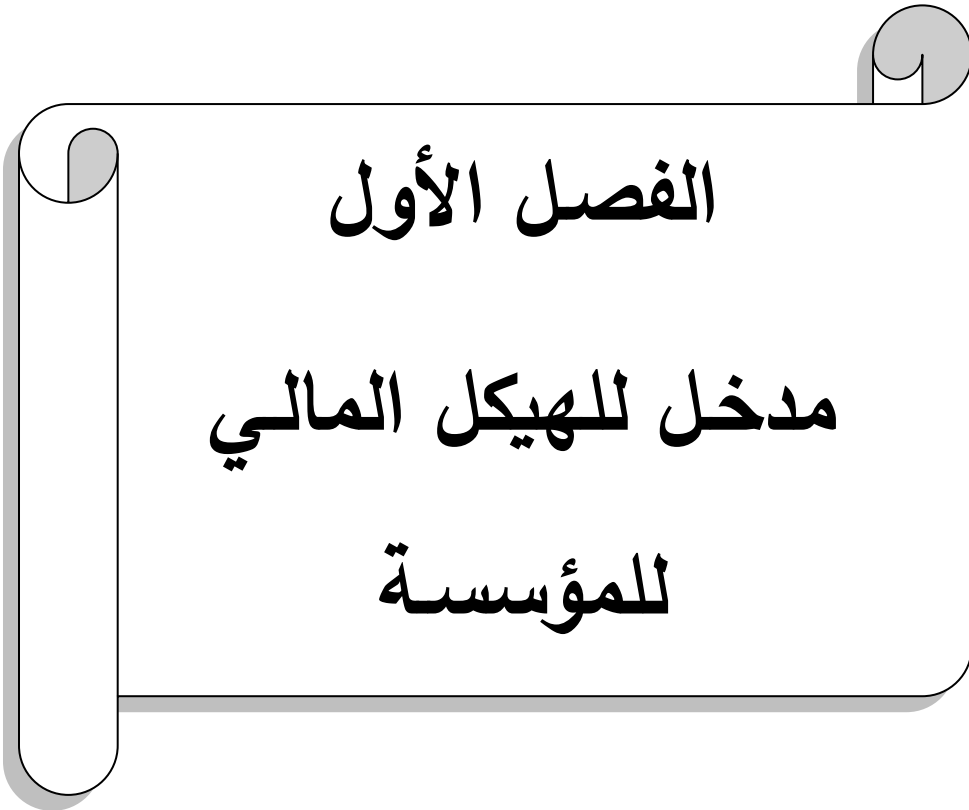
مقدمة عامة

وقد خلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

الدور العام الذي يلعبه المحيط المالي للمؤسسة باعتباره مصدر لتلبية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة، كذلك الإشارة إلى تباين وجهات النظر التي تعلقت بالهيكل المالي الذي يتضمن تعظيم قيمة المؤسسة وتخفيض تكلفة الأموال.

9- صعوبات الدراسة

- صعوبة إيجاد مكان للتريص.
- صعوبة الحصول على بعض المراجع وقلتها في المكتبة خاصة فيما يخص السياسة التمويلية ومصادر التمويل المستحدثة.
- صعوبة التنقل إلى مكان التريص خاصة فترة الحجر الصحي مما صعب علينا الحصول على القوائم المالية للمجمع وبالتالي التأخر في إنجاز الدراسة التطبيقية.



الفصل الأول
مدخل للهيكل المالي
للمؤسسة

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

تمهيد

يعد قرار التمويل من بين أهم القرارات التي تهتم بها المؤسسة وتعيورها أهمية بالغة لما له من تأثير على مختلف نشاطاتها، فرغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة واختلاف أشكالها لازال الاهتمام منصبا على التوليفة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة ورغم ظهور عدة نظريات حاولت ولازالت تحاول تفسير مشكلة اختيار الهيكل المالي واختلاف وجهات نظرها بين مؤيد ومعارض وإمكانية تحقيق هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، إلا أنه لا يزال هناك جدل كبير بين الباحثين والمختصين في حقل الإدارة المالية وعدم حيادية أي نظرية على الإجماع، وقد قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

- المبحث الأول: مدخل للهيكل المالي للمؤسسة.
- المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي.
- المبحث الثالث: مؤشرات ونسب الهيكل المالي، تكلفة الأموال والرفع المالي.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

المبحث الأول: مدخل للهيكل المالي للمؤسسة

إن التطور الذي عرفته وسائل التمويل يعود بالدرجة الأولى إلى الخاصية الإستراتيجية للهيكل التمويلية، حيث أن عمل المدير المالي لا يقتصر على مجرد التعرف على مصادر التمويل بل أن يحصل عليها بأفضل الشروط وأن يحدد ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أقل تكلفة ممكنة والتوصل إلى الهيكل المالي المثالي الذي يمكنه من تحقيق الهدف النهائي لعمله وهو تعظيم قيمة المنشأة.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي

لابد في البداية أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال وهما الهيكل المالي وهيكل رأس المال وكذلك التعرف على الهيكل المالي المثالي.

1- مفهوم الهيكل المالي (Financial structure)

هناك عدة تعاريف للهيكل المالي نذكر منها ما يلي:

- ✓ - يقصد بالهيكل المالي تشكيلة المصادر التي حصلت المنشأة منها على الأموال لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية.¹
- ✓ - " هو توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها، ويتكون الهيكل المالي من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العامة، سواء كانت هذه العناصر طويلة ومتوسطة الأجل أم كانت قصيرة الأجل، وسواء كانت أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية، لذلك الهيكل التمويلي للمؤسسة يوضح الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لأصولها.²
- ✓ - وبعبارة أخرى يقصد بالهيكل المالي مجموعة المصادر التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها وذلك بغرض تغطية احتياجاتها التمويلية سواء كانت هذه المصادر داخلية أو خارجية.

¹ - عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007، ص138.

² - يمينة مسراتي، عبد الوهاب رميدي، أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر، دراسة قياسية للفترة (2011-2017)، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11، العدد 01، جامعة خميس مليانة - الجزائر، 2020، ص318.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

2- **هيكل رأس المال (capital structure):** هو مفهوم يحدد الطريقة التي تمول بها الشركة إجمالي موجوداتها، وهو يتضمن جميع أنواع التمويل المقترض طويل الأجل، الأسهم الممتازة وحقوق الملكية مع استبعاد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل.¹

3- مفهوم الهيكل المالي الأمثل

يعرف بأنه " ذلك المزيج من التمويل الممتمك والمقترض الذي يجعل تكلفة التمويل في أدنى حد لها، وإذا ما حققت المؤسسة ذلك فإنها تتمكن من تعظيم ثروة المالكين.²

المطلب الثاني: خصائص الهيكل المالي ومناهجه

تختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من الخصائص والمناهج التي تؤثر في قرارها المالي ومن خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى أهم خصائص الهيكل المالي ومناهجه كما يلي.

أولاً- خصائص الهيكل المالي: تتمثل أهم السمات المميزة للهيكل المالي فيما يلي:

- **الربحية:** يجب أن يعمل الهيكل المالي على تحقيق أقصى العوائد وتلبية احتياجات المؤسسة في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة، مع قابليته لتمويل المصادر التمويلية المكونة له.
- **القدرة على الوفاء بالديون:** فالمؤسسة ملزمة بالحفاظ على قدرتها للوفاء بالتزاماتها وتجنب الملاك مخاطر مالية إضافية.
- **الرقابة:** وتتم من خلال تقليل المخاطر لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة.³

¹ - كريمة بوكرومة، عبادة عبيدات، أثر هيكل رأس المال على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 13، العدد 02، جامعة محمد خيضر بسكرة - الجزائر -، 2019، ص ص 132-133.

² - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 161.

³ - نبيلة سهيلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد 3، العدد 1، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف -ميلة-، الجزائر، جوان 2017، ص 244.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

ثانياً- مناهج الهيكل المالي

هناك ثلاث مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب وهي:

1- منهج التوازن: يقصد بها استمرار هيكل التمويل في حالة توازن ومرونة مالية في ضل البدائل التمويلية المتاحة، العائد المتوقع تحقيقه واتجاهات أسعار الفائدة، وبالتالي اختيار الهيكل أو المزيج التمويلي الذي يحقق أقل تكلفة وأفضل حالة توازن لعناصر هيكل التمويل.

2- منهج التوازن المقارن: يقوم هذا المنهج على افتراض معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة إلى تكلفة مصادر الأموال، ولذلك يتم تحديد مزيج تمويلي متعدد ضمن خطط مالية متعددة وأثر كل خطة على كلفة مصادر الأموال ومقارنة هذه الخطة للوصول إلى المزيج التمويلي المناسب.

3- منهج التوازن الديناميكي: يقوم على أساس هناك متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي المناسب وهما المخاطر المالية والمخاطر التشغيلية، ويتأثران بالبيئة الداخلية والخارجية للشركة ويتخذ قرار اختيار هيكل التمويل في ضوء قيود التكلفة والمركز الائتماني وطبيعة استخدامات الأموال والعمليات الإنتاجية والتسويقية واختيار المزيج الذي يتصف بالفاعلية والمرونة.¹

المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي

لاختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة توجد عدة عوامل تأخذها بعين الاعتبار عندما تقوم بوضع سياستها الأساسية، ونلخص المحددات الرئيسية للهيكل المالي فيما يلي:

➤ **السيولة:** تعبر عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل عند استحقاقها من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها مما يعطي لها المرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مواجهة متطلبات النمو، التوسع ومواجهة الأزمات الطارئة عند وقوعها.

¹ - دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، د ط، دار الباروري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص ص 156-157.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

➤ **المردودية:** تعرف على أنها ذلك العائد المحقق من وراء توظيف الأموال في مشاريع استثمارية وتقاس بمدى قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال استثمارها للموارد المالية التي بحوزتها، وتقسم إلى مردودية اقتصادية، مالية وتجارية.¹

➤ **الدخل:** يمكن للمؤسسات التجارية تحسين مداخيلها عن طريق الاقتراض بكلفة أقل من العائد المحقق على الموجودات مما يؤدي إلى زيادة العوائد لأصحاب المؤسسة، أما إذا كانت كلفة الاقتراض أعلى من العائد على الموجودات فإن نتائج الرفع المالي ستكون عكسية أي انخفاض العائد على حقوق المالكين.

➤ **الخطر:** ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة من منظورين وهما:

▪ **خطر التشغيل:** يرتبط بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها ويجب على المؤسسة الاعتماد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدل الاعتماد على الاقتراض.

▪ **خطر التمويل:** وينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة ويؤدي مثل هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين.²

➤ **حجم المؤسسة:** يرتبط اعتماد المنشأة على التمويل المقترض بحجمها، فالمؤسسات الكبيرة عادة ما يتصف نشاطها بالتنوع وتلجأ إلى الاقتراض بدرجة عالية وبالتالي تتعرض لمخاطر الإخفاق بدرجة أقل، والعكس فالمؤسسات ذات الأحجام الصغيرة فهي تعتمد على الاقتراض بشكل قليل خوفاً من التعرض إلى مخاطر العجز المالي وخروجها من السوق.

➤ **معدل نمو المبيعات:** يمكن للمنشأة التي تتصف بنمو مضطرب في قيمة مبيعاتها أن تعتمد على التمويل المقترض بدرجة أكبر مما يؤدي إلى زيادة العوائد التي تمكنها من تسديد التزاماتها المالية.

➤ **موقف الإدارة:** إدارة المنشأة التي تتصف بالحيطة تتحفظ في استخدام التمويل المقترض على العكس من الإدارة المجازفة التي تتوسع في استخدامه.

¹ - وليد بشيشي، سليم مجلخ، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 06، العدد 01، جامعة قسنطينة 2 عبد الحميد مهري، الجزائر، جوان 2019، ص 121.

² - مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار أجنادين للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 156-159.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

- **موقف الدائنين:** يمنح الدائنون القروض للمنشأة المقترضة التي تكون وضعيتها المالية مريحة ولذلك ينبغي عليها أن تتمتع بمؤشرات مالية إيجابية تمكنها من الحصول على القروض.¹
- **الملائمة:** يقصد بها مدى ملائمة مصادر الأموال المستخدمة مع طبيعة الأصول الممولة من هذه المصادر، وبالتالي ضرورة وجود ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من استخدام الأصول والتدفقات النقدية الخارجة لتسديد الالتزامات الناشئة عن امتلاك هذه الأصول.
- **التوقيت:** هو اختيار الوقت المناسب الذي تقوم فيه المنشأة بتمويل نفسها عن طريق الاقتراض أو أموال الملكية بأقل تكلفة ممكنة وبأفضل الشروط، والتوقيت مرتبط بعامل المرونة وعامل التكلفة.
- **المرونة:** يقصد بالمرونة قدرة المنشأة على تعديل مصادر الأموال وفقا للتغيير في حاجتها للأموال أي الملائمة بين الظروف المالية السائدة وبين مصادر الأموال.²
- **درجة استقرار المبيعات:** ترتبط درجة استقرار المبيعات بنسب الاقتراض ارتباطا مباشرا فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات والإيرادات تتمكن المنشأة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطر، والعكس في حالة عدم الاستقرار ستجد الشركة صعوبة في دفع هذه الالتزامات.
- **المنافسة:** إن القدرة على الوفاء بالالتزامات تتوقف على ربحية المنشأة وعلى حجم المبيعات وعليه فإن سهولة دخول شركات أخرى في الصناعة وقدرتها على التوسع سيؤثر على هوامش الربح لمنشأتنا.³
- **هيكل الأصول:** تؤثر تركيبة الموجودات في طريقة التمويل، فالمنشآت التي تتميز بكثافة أصولها الثابتة تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة، على عكس الشركات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل.⁴

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 168-169.

² محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية- الاستثمار والتمويل- التحليل المالي والأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 111-114.

³ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 323-326.

⁴ محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 341-343.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

المطلب الرابع: مصادر التمويل التقليدية في المؤسسة

قد تتنوع طرق التمويل وذلك تبعاً للتغيرات والأوضاع السائدة في الاقتصاد والمجتمع، فالمؤسسة قد تجد أمامها عدة بدائل تمويلية لتلبية احتياجاتها وذلك إما بالاعتماد على مصادرها الداخلية أو الخارجية والتي نلخصها فيما يلي:

أولاً- مصادر التمويل قصيرة الأجل

ويقصد بها المصادر التي لا تزيد فترة استخدامها عن سنة بالمبالغ النقدية والتي عادة ما تخصص لدفع الأجور وشراء المواد والتوسع الموسمي وغيرها، وسوف نستعرض فيما يلي أهم مصدرين وهما الائتمان التجاري والائتمان المصرفي.¹

1- الائتمان التجاري

1-1- تعريف الائتمان التجاري: هو ائتمان قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع لغرض إعادة بيعها، ويعتبر كمصدر للأموال الجارية ويلعب دوراً هاماً في تمويل الكثير من المشروعات خاصة الصغيرة منها وتلك التي لا تستطيع استخدام المصادر الأخرى بسهولة.²

1-2- أشكال الائتمان التجاري: نذكر من أهمها مايلي:

- **الحساب الجاري (الحساب المفتوح):** يعتبر من أهم أنواع مصادر التمويل المقترضة قصيرة الأجل وبموجبه فإن البائع يقوم بشحن البضاعة إلى المشتري وفق الاتفاق ووفق فاتورة البيع ويأخذ تسميته من أن المشتري لا يوقع وسيلة دفع رسمية للبائع كما أن البائع يمنح الائتمان في ضوء اعتبارات ودراسات قام بها.³

¹- يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2012، ص211.

²- محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن وآخرون، مقدمة في المال والأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص36.

³- حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، د ط، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص343.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

- **الكمبيالة:** تعرف بأنها أداة ائتمان تجاري لها قيمة معينة وتاريخ استحقاق معين ويستطيع حاملها أن يقوم بخصمها قبل موعد الاستحقاق في البنوك التجارية.¹
- **الشيكات المؤجلة:** وتكون غير معجلة من قبل المدينين بسبب خطورتها وعدم إلزامية التاريخ المكتوب عليها أي يمكن صرف الشيك في أي وقت.²

2- الائتمان المصرفي

2-1- تعريف الائتمان المصرفي: "هو مقدار القروض التي تمنحها البنوك للمنشآت كالتزامات قصيرة الأجل لمدة لا تزيد عن سنة مقابل فائدة معينة وبضمانات يطلبها البنك بناء على مركزها المالي وسمعتها الائتمانية، وقد تلجأ إليه عندما تفشل في الحصول على التمويل من المصادر الأخرى.

2-2- أنواع القروض المصرفية: نذكر من أهمها مايلي:

- **القروض بدون ضمانات:** يقصد بها موافقة البنك على منح تسهيلات للعميل بالسحب في أي وقت يشاء وبأي مبلغ يريد على أن لا يزيد رصيد المدين لدى البنك في وقت معين عن السقف، ويتم تسوية الحساب أو تسديده كل فترة.
- **القروض بضمانات:** قد لا يوافق البنك أحيانا على منح العميل القرض بمجرد التوقيع على المستندات اللازمة وإنما يطلب منه تقديم ضمانات معينة، وهذا الضمان إما أن يكون شخص آخر أو أصل معين كالحسابات المدينة أو بضائع.³

2-3- الفرق بين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي: يتمثل في:

- ✓ يعتبر الائتمان التجاري أقل كلفة مقارنة بالائتمان المصرفي.
- ✓ يتمتع الائتمان التجاري بالمرونة مقارنة بالائتمان المصرفي سواء من حيث طريقة التسديد أو من حيث الاستخدام أو التوسع في الائتمان.
- ✓ لا يطلب مانح الائتمان التجاري أية ضمانات أو إجراءات روتينية مقارنة بالائتمان المصرفي.⁴

¹ طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 38.

² فيصل جميل السعيدة، نضال عبد الله فريد، الملخص الوجيز للإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 64.

³ عليان الشريف، رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، د ط، دار البركة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص ص 84-85.

⁴ دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، د ط، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009،

ص ص 157-158.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

ثانياً - مصادر التمويل متوسطة الأجل

هي تلك الأموال التي تكون مدة استحقاقها بين سنتين وسبع سنوات، وعادة ما توجه هذه القروض لشراء وسائل الإنتاج المختلفة وتشمل كل من القروض متوسطة الأجل والتمويل بالاستئجار.

1- القروض المباشرة متوسطة الأجل: هي نوع من القروض يتم الحصول عليها من المؤسسات المالية المختلفة كالبنوك أو شركات التأمين أو بعض الهيئات العامة، ويلتزم فيها بسداد أصل القرض والفائدة المستحقة في تاريخ معين متفق عليه.¹

1-1- مزايا القروض متوسطة الأجل: يتميز هذا النوع من الاقتراض بالمزايا التالية:

- **السرعة:** نظراً لأن عملية التمويل تنتج عن مفاوضات مباشرة ما بين المقرض والمقترض فإن الإجراءات الرسمية تكون محدودة للغاية وبالتالي تحصل المنشأة على احتياجاتها المالية بسرعة.
- **المرونة:** في حالة حدوث أي تغييرات في الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة يمكن بالاتفاق المباشر مع المقرض تغيير بنود التعاقد وهو أمر يصعب تحقيقه في حالة الأنواع الأخرى من مصادر التمويل.²

2- التمويل بالاستئجار

هو اتفاق بين منشأتين بحيث تقوم المنشأة المستأجرة باستخدام أحد الأصول المملوكة للمنشأة الأخرى وذلك لمدة سنة أو أكثر في مقابل التزامها بدفع مبلغ معين، وتستطيع المنشأة المستأجرة أن تستفيد من خدمات الأصل الذي تحتاج إليه لفترة زمنية معينة دون الحاجة إلى شراءه.³

1-2- مبررات الاستئجار

- يعتبر بديلاً مناسباً للاستفادة من المعدات التي تخضع للتطور الفني السريع المستمر.
- يمكن من الانتفاع من المزايا الضريبية من خلال نقلها ممن لا يقدر على استعمالها إلى من يستطيع أن يستعملها بكفاية.
- الاستئجار ثابت الكلفة حيث لا تتغير كلفته بتغير الفائدة.

¹ - نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 263.

² - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره ص 279.

³ - محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 335-336.

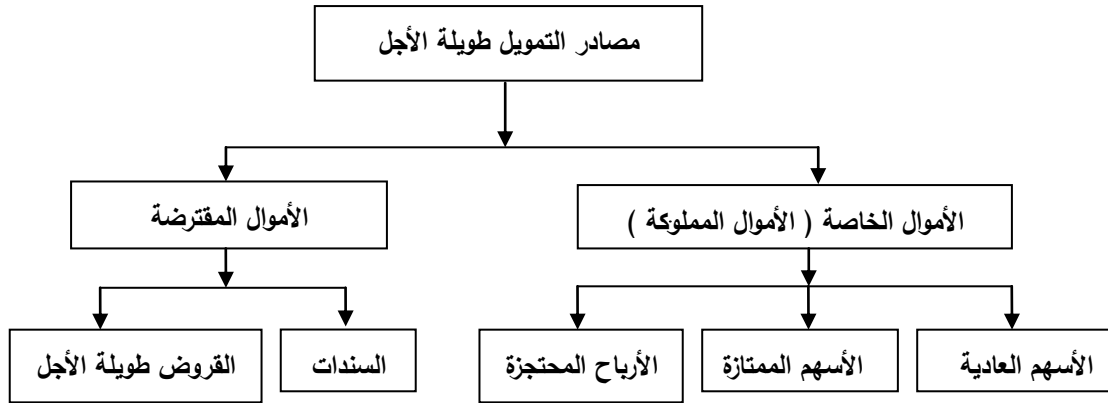
الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

- نقل مشكلات التقادم إلى المؤجرين.
- تخفيض تكلفة الاقتراض بسبب كبر حجم شركات التأجير وكفايتها المالية ومميزاتها الضريبية.
- المرونة إذ بالإمكان استئجار الأصل لمدة معينة دون الحاجة إلى تملك الأصل في نهاية العقد.¹

ثالثاً- مصادر التمويل طويلة الأجل

هي تلك المصادر التي تكون مدتها أكثر من سنة وتستخدم لغرض تمويل الاحتياجات الاستثمارية الطويلة سواء في الموجودات الثابتة أو تمويل الجزء الدائم من الأصول المتداولة، وتتكون من نوعين أساسيين هما: أموال الملكية وأموال الاقتراض كما يوضحه الشكل التالي:²

الشكل (1-1): يبين مصادر التمويل طويل الأجل



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على ما سيتم شرحه لاحقاً.

أولاً- الأموال الخاصة (الأموال المملوكة)

تعرف بأنها حقوق المساهمين في المؤسسة، أو هي أموال المشروع وتتكون من الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة.³

¹ - مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص ص 131-132.

² - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 361.

³ - راندة فراح، مصادر التمويل الحديثة وأثرها على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، "دراسة حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية وكالة أم البواقي"، مذكرة لنيل شهادة ماستر في العلوم التجارية، تخصص محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، 2013-2014، ص ص 25-26.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

1 - الأسهم: هناك نوعان من الأسهم وهما: أسهم عادية وأسهم ممتازة.

1-1-1- الأسهم العادية: هي عبارة عن حصة في ملكية المنشأة يحق لصاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الآخرين، وحضور اجتماعات الجمعية العمومية والتصويت، وكل سهم يمثل صوتا واحدا وتتغير قيمة الأسهم العادية وفقا لظروف المنشأة الاقتصادية والمالية، وللشهم العادي قيمة اسمية، قيمة سوقية وقيمة دفترية.¹

1-1-1- مزايا وعيوب الأسهم العادية: يمكن تلخيصها فيما يلي:

أ- مزايا الأسهم العادية: من أهمها ما يلي:

- ✓ لا تلتزم الشركة بدفع أرباح لحمله هذه الأسهم إلا إذا تحققت وأتخذ قرار بتوزيعها كلها أو بعضها، لذلك لا تمثل عبئا على الشركة.
- ✓ تعتبر وسيلة تمويل طويلة الأجل والشركة غير ملزمة برد قيمتها في موعد محدد لأصحابها.
- ✓ تمثل ضمانا للدائنين كلما كانت نسبة الديون إلى حقوق الملكية متدنية أعطى ضمانا أكثر وثقة أكبر للدائنين.

ب- عيوب الأسهم العادية: نذكر منها ما يلي:

- ✓ يكلف طرح الأسهم مبالغ كبيرة أحيانا.
- ✓ إن الزيادة في عدد المساهمين يقلل من عائد السهم وبالتالي يؤثر على الإدارة وقراراتها.
- ✓ لا تخفف الأرباح الموزعة على المساهمين من الأعباء الضريبية على الشركة.²

1-2- الأسهم الممتازة: تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك عند التصفية، وهي تشبه الأسهم في تواجدها فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين احتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم وتدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم

¹ عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص82.

² محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب الجامعي، صنعاء، اليمن، 2013، ص ص52-53.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفى من الضريبة، وللسهم الممتاز قيمة اسمية، قيمة دفترية و قيمة سوقية.¹

1-2-1- أنواع الأسهم الممتازة: نذكر من أهمها ما يلي:

- **الأسهم المشاركة:** هي التي تمنح أصحابها الحق في الحصول على أرباح الأسهم الممتازة المعلن عنها، والأرباح الإضافية المشتركة.
- **الأسهم التراكمية:** هي التي تتميز بحماية المساهمين في حال وجود صعوبات مالية أو عدم دفع للأرباح إذ تتراكم قيمة عوائد الأسهم على الشركة حتى تصبح قادرة على دفعها.
- **الأسهم القابلة للتحويل:** وهي تلك الأسهم التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.
- **الأسهم المباشرة (غير التراكمية):** يحق لصاحب الأسهم الحصول على قيمة العوائد المعلن عنها وفي حال عدم قدرة الشركة على دفع الأرباح فإنه لا توجد استحقاقات على المستثمر.
- **أسهم الاستدعاء:** هي الأسهم التي تفيد الشركة وليس المساهم ويحق للشركة استردادها عند انتهاء مدة صلاحيتها.²

1-2-2- مزايا وعيوب الأسهم الممتازة:

أ- مزايا الأسهم الممتازة: تتمثل في:

- ✓ ليست ملزمة بإجراء توزيعات لأن هذه الأخيرة محدودة بمقدار معين.
- ✓ لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في حالات معينة.
- ✓ يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة.
- ✓ يتضمن إعطاء الشركة حق الاستدعاء.

ب- عيوب الأسهم الممتازة: تتمثل في:

- ✓ ارتفاع تكلفتها نسبيا فهي تفوق تكلفة السندات لأن توزيعاتها غير معفاة من الضرائب ولكون حملتها يتعرضون لمخاطر أكبر لذا فإنهم يطالبون بمعدل عائد أعلى.

¹ عبد الغفار حنفي، البورصات أسهم - سندات - صناديق الاستثمار، الطبعة الأولى، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2008، ص41.

² - <http://mawdoo3.com>, 15/03/2020, 16:25

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

✓ إلزامية التوزيعات فمع أنه لا يحق لهم المطالبة بالتوزيعات إلا إذا قررت الإدارة ذلك، فهي تجمع أرباح سنوات لاحقة ولا يحق توزيع أرباح لحملة الأسهم العادية إلا بعد دفع السابق لحملة الأسهم الممتازة.

✓ يملك حملة هذا النوع من الأسهم التصويت في حالات معينة.¹

1-3-3- الأرباح المحتجزة: تمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك الشركة أو لم يتم تجنيبه كاحتياطات للشركة.²

1-3-1- مزايا وعيوب استخدام الأرباح المحتجزة في عملية التمويل

أ- مزايا استخدام الأرباح المحتجزة: تتمثل فيما يلي:

- ✓ تكلفة استخدامها قليلة نسبياً وتعادل تكلفة الفرصة البديلة لاستثمار هذه الأموال في مجالات أخرى.
- ✓ الحصول عليها لا يتطلب معاملات وتكاليف كثيرة مقارنة مع تكاليف إصدار الأسهم والسندات.
- ✓ لا يترتب على استعمالها أي ضمانات أو رهن لأصول الشركة.

ب- عيوب استخدام الأرباح المحتجزة: من أهمها ما يلي:

- ✓ لا تستطيع الشركة استخدامها بشكل متكرر.
- ✓ لا تحقق الأرباح المحتجزة أي وفورات ضريبية.³

ثانياً - الأموال المقترضة

تلجأ المنشأة إلى مصادر أجنبية للحصول على الأموال عند عدم كفاية الأموال الخاصة لتمويل استثمارات التوسع، ولكي تحافظ على مستوى الاستثمارات عند الحدود المقبولة وتتجاوز أزمات السيولة الظرفية.⁴

¹ - مؤيد عبد الرحمن الدوري، حسين محمد سلامة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الريادة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص260.

² - هاجر باللودمو، هاجر بوسكاية، أثر مخططات التمويل على الهيكل المالي للمؤسسة، "دراسة حالة شركة الرواد للصناعة والخدمات للفترة 2013-201"، مذكرة لنيل شهادة ماستر، قسم علوم المالية والمحاسبة، تخصص محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، 2018-2019، ص10.

³ - <http://almerja.com/reading>, 31/03/2020, 20:12.

⁴ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأ المصارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص23.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

1- السندات

- يعرف السند بأنه "ورقة مالية لها قيمة اسمية ومعدل عائد سنوي أو نصف سنوي وتاريخ استحقاق مثبت على أصل الورقة، وأن هذه الورقة تمثل التزام الشركة المصدرة واعترافها بمديونية القيمة الاسمية للورقة، والتزامها بتسديد الفوائد المتحققة على تلك المديونية بتاريخ محددة مع التزامها بسداد قيمة الورقة في تاريخ الاستحقاق، ولا بد أن تكون له قيمة سوقية تقل أو تزيد عن القيمة الاسمية للسند وتستخدم للتداول في سوق الأوراق المالية".¹

1-1- أنواع السندات

يمكن التمييز بين عدة أنواع نذكر منها مايلي:

1-1-1- السندات على أساس القيمة: يباع السند بقيمته الاسمية أو بخصم أو أن تكون بعلاوة.

أ- **سندات العلاوة:** وهي التي تباع بقيمة أكبر من القيمة الاسمية ويكون العائد لاستحقاق السند أقل من معدل الفائدة.

ب- **سندات الخصم:** وهي التي تباع بقيمة أقل من القيمة الاسمية ويكون العائد لاستحقاق هذا السند أكبر من معدل الفائدة على السند.

ت- **سندات القيمة:** وهي السندات التي تباع بقيمة مساوية للقيمة الاسمية لذلك يكون عائد استحقاق السند مساويا لمعدل الفائدة.

1-1-2- تصنيف السندات على أساس طريقة دفع الفائدة: إن السندات كأدوات استثمارية

تكون ذات أسعار ثابتة ومحددة بغض النظر عن تحركات أسعار الفائدة في السوق منها:

أ- **السندات الصفرية:** سميت بالصفرية لأن سعر الفائدة فيها يساوي الصفر وتباع عادة بخصم من القيمة الاسمية على أن يستلم حامل السند الصفري قيمته الاسمية عند الاستحقاق مثل أدونات الخزينة.

ب- **سندات الكوبون:** تحمل هذه السندات فائدة تمثل نسبة مئوية من القيمة الاسمية تدفع إما نصف سنوية أو سنوية، ويتوجب على مصدر السند دفع القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق.

¹ علي قابوسة، أثر هيكل التمويل على ربحية السهم العادي ومعدلات نمو الوحدات الاقتصادية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 01، العدد 01، جامعة الوادي، الجزائر، 2008، ص 133.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

ت- السندات التي تدفع قيمة ثابتة للأبد: هذه السندات تدفع بشكل دوري للأبد ولا يوجد لها تاريخ استحقاق.

1-1-3- السندات على أساس القابلية للاستدعاء: عادة ما تكون الأسباب الرئيسية لاستدعاء السندات هبوط أسعار الفائدة أو رغبة الشركة المصدرة لها إلى تحويلها إلى أسهم عادية أو بسبب ارتفاع تكاليف السندات وفوائدها.¹

1-2- مزايا وعيوب السندات: نلخصها فيما يلي:

أ- مزايا السندات: تتمثل في:

- ✓ يعتبر السند أقل مخاطرة من الاستثمارات الأخرى وذلك لتمتع حامله بالأولوية في استرجاع أمواله عند التصفية.
- ✓ الدخل لحامل السند دخل ثابت وفي أوقات محددة.

ب- عيوب السندات: تتمثل في:

- ✓ لا يجوز لحامل السند التصويت أو التدخل في شؤون الإدارة.
 - ✓ الدخل الثابت قد يتأثر بالتضخم بمرور الزمن.²
- 2- القروض طويلة الأجل:** وهي التي يتم تقديمها مقابل الحصول على العقارات مثل الأراضي والمنازل، وتصل فترة سدادها إلى ما يقارب عشر سنوات ويفرض عليها الكثير من الالتزامات القانونية لضمان حقوق أطراف القرض كافة.³

1-2- أسباب اختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل

- ✓ الصعوبات التي تواجهها الشركة في إصدار أسهم جديدة أو عدم الحصول على مصدر تمويل مناسب.
- ✓ يعتبر أقل كلفة من المصادر الأخرى (توفر الميزة الضريبية).

¹ - مؤيد عبد الرحمن الدوري، حسين محمد سلامة، مرجع سبق ذكره، ص 243-245.

² - عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 86.

³ - [https:// www.vapulus.com](https://www.vapulus.com), 07/04/2020, 22 :05.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

✓ وجود عوامل محددة لمبلغ القرض وخاصة في حالة عدم توفر الضمانات الكافية لتغطيته أو لمحدودية قدرة المقترض على تسديد الالتزامات المترتبة عليه.¹

المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي

لقد تعددت وجهات النظر التي حاولت تفسير الهيكل المالي، فنجد منها ما أقر بوجود إمكانية تحقق الأمثلية في الهيكل المالي وغيرها لم يهتم بذلك وكان هذا سببا في ظهور العديد من النظريات وعلى إثر هذا سناحواول التعرض لمختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي.

المطلب الأول: النظرية التقليدية للهيكل المالي

تسلم هذه النظرية بوجود هيكل رأس مال أمثل يتضمن نسب مثالية للتمويل المقترض تجعل كلفة التمويل عند حدها الأدنى، فالتوفيق الأمثل بين التمويل المقترض والتمويل الممتملك في هيكل رأس مال المنشأة يجعل المعدل الموزون لكلفة رأس المال في أدناه ويعظم معدل العائد على حق الملكية.²

1- نظرية الربح الصافي

حسب النظرية التقليدية هناك هيكل مالي أمثل وهو الذي يسمح للمؤسسة بتعظيم قيمتها، فحسب نظرية الربح الصافي فإن كل مصدر تمويل يولد تكلفة خاصة به وبشكل مستقل عن الهيكل المالي الكلي للمؤسسة، فإذا كانت مختلف مصادر التمويل المتاحة تولد تكاليف غير متعادلة فعلى المؤسسة البحث عن تعظيم حصة المصدر الأقل تكلفة من أجل تقليل تكلفة تمويلها الإجمالية، إذن فلا يوجد هيكل مالي أمثل إلا إذا كان التمويل يتم بالمصادر الأقل تكلفة.

لقد حاول التقليديون مراقبة سلوك الاستدانة لمجموعة من المؤسسات ودرسوا علاقة الارتباط بين تكلفة الدين وتكلفة الأموال الخاصة واستخلصوا وجود هيكل مالي أمثل يعظم قيمة المؤسسة، وعليه فإن تكلفة الاستدانة K_D وتكلفة الأموال الخاصة K_{CP} لايتغيران إذا تغير المعدل $(L=D/CP)$ ، فإذا كان K_D يختلف عن K_{CP} فالسلوك العقلاني يكمن في الرفع من المصدر الأقل كلفة في التمويل، وعموما فإن تكلفة الدين K_D تكون أقل من تكلفة الأموال الخاصة K_{CP} نتيجة إمكانيات التخفيض الضريبي الذي تنتجه المصاريف المالية على الاستدانة، في هذه الحالة التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال K_0 تكون دالة متناقصة للمعدل $L = D/CP$ ، وهذا التحليل يمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:

¹ - دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 137-138.

² - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 172.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

$$K_0 = K_D \cdot \frac{L}{L+1} + K_{CP} \cdot \frac{1}{L+1}$$

بحيث: K_D و K_{CP} ثابتين و K_0 تمثل دالة متناقصة لـ L إذا كان $K_D < K_{CP}$.

2- نظرية الربح الصافي كمفسر للهيكل المالي

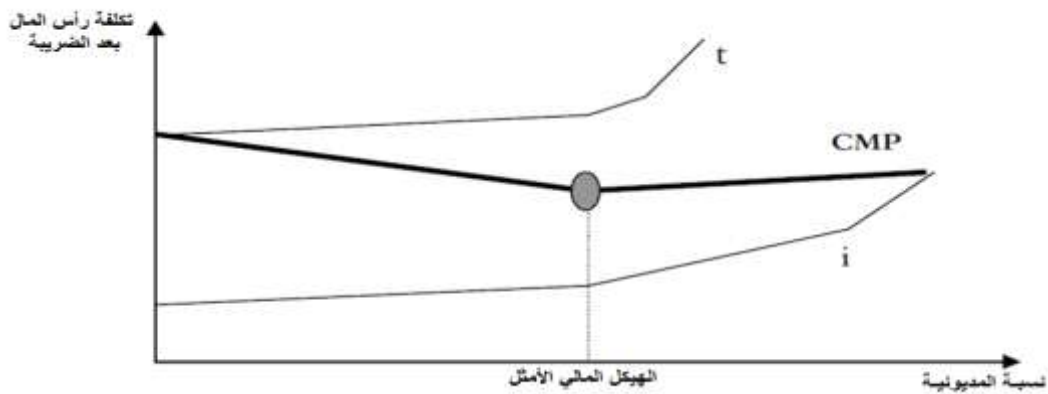
تحدد هذه النظرية علاقات متباينة بين التكلفة الإجمالية للتمويل والهيكل المالي حسب معدل المردودية التي وصلت إليه المؤسسة.¹

✓ **سلوك المقرضين:** تفترض هذه النظرية أن تكلفة الديون تظل ثابتة لمستويات عالية من نسبة الاستدانة بالهيكل المالي للمؤسسة وتبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من نسبة المديونية.

✓ **سلوك المساهمين:** تفترض هذه النظرية أن تكلفة الأموال الخاصة سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الاستدانة وذلك بسبب زيادة درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمين.²

ويمكن توضيح أمثلية الهيكل المالي وفق النظرية التقليدية بالتمثيل البياني التالي:

الشكل رقم (1-2): الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور التقليدي



المصدر: هاجر باللودمو، هاجر بوسكاية، مرجع سبق ذكره، ص 22.

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دروس وتطبيقات، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 386-387.

² - عقيلة زهري، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، "دراسة حالة بالمديرية الجهوية لتوزيع الوسط سونالغاز خلال الفترة (2012-2014)"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر في علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة-، 2014-2015، ص 8.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

المطلب الثاني: نظرية انعدام هيكل تمويلي أمثل

من أبرز المناقشات في تطور النظرية المالية الحديثة تلك التي أثارها Modigliani , Miller والتي جددت الاهتمام بمفهوم الهيكل المالي الأمثل، حيث نميز هنا بين مرحلتين في تصور هذا النموذج الذي يعتمد على نظرية السوق المالي البحت، ومن خلال هذا المطلب سنتطرق إلى فرضيات ومحتوى النظرية ونميز فيما إذا كان هذا الطرح يتوقف على وجود ضرائب أم لا.

1- فرضيات النظرية

- أسواق رأس المال كاملة (لا وجود لعدم تماثل المعلومة).
- عدم وجود تكاليف للصفقات والمعاملات.
- غياب الضرائب.
- سياسة الاستثمار في المؤسسة ثابتة.
- أن المؤسسة يمكن وضعها في فئات كل فئة تحمل درجة المخاطرة.

2- محتوى الفرضية

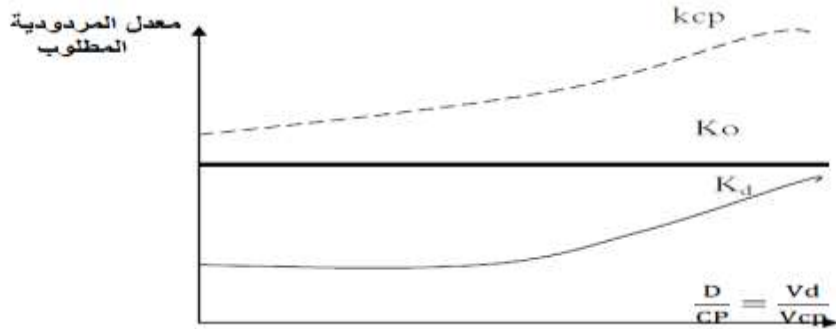
تعتبر هذه النظرية من أبرز الإنجازات في دراسات التمويل إذ تنفي أي علاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة، ونميز بين مرحلتين في تصور هذا النموذج الذي يعتمد على كمال الأسواق.

أولاً- في ظل عدم وجود الضرائب

في ظل غياب الضرائب مع وجود أثر معلوم لأثر رافعة الاستدانة، فإن هذه المرحلة يكون فيها الهيكل المالي حيادي في تحديد قيمة المؤسسة وبالتالي يرى كل من Modigliani , Miller أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل، أي أن الهيكل المالي لا يؤثر في قيمة المؤسسة، كما أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

الشكل رقم (1-3) : نموذج Modigliani et Miller في حالة انعدام ضرائب



المصدر: سهام عيساوي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسة الوطنية سوناطراك المديرية الجهوية حوض الحمراء للفترة (2003-2014)، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر، شعبة علوم مالية ومحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014-2015، ص7.

حيث أن: K_0 : تكلفة رأس المال، K_{CP} : تكلفة الأموال الخاصة، K_d : معدل المردودية المطلوب لمؤسسة مستدينة. $\frac{D}{CP}$: نسبة الرافعة المالية.

التعليق:

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن تكلفة التمويل ثابتة لكل المؤسسات المتماثلة في المخاطر، فهي مستقلة عن تحركات الهيكل المالي، أي أنها لا تستجيب لأي تغيرات في مستويات الديون أو الأموال الخاصة بالمؤسسة، لكنها تمثل ذلك المتغير المستقل الذي يحدد قيمة المؤسسة، من خلال معرفة العائد المتوقع قبل الفائدة والضريبة.¹

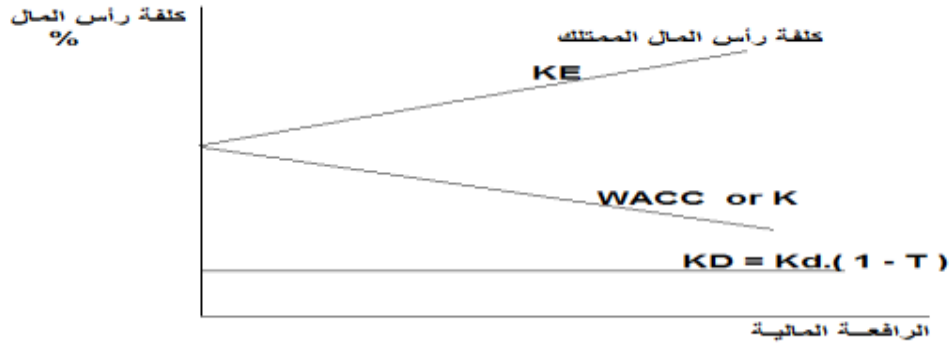
ثانياً - في ظل وجود الضرائب

قدم Modigliani , Miller بحث لاحق بعنوان "ضرائب دخل الشركة وكلفة رأس المال تصحيح" وقد نص على أن "الفرق بين قيمة المنشأة التي تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأس مالها والتي تعتمد على التمويل المملاك هو في القيمة الحالية للوفورات الضريبية"، وعليه فإنه عند فرض الضريبة على دخل المنشأة وباستخدام التمويل المقترض فإن المعدل الموزون لكلفة رأس المال ينخفض، ذلك أن الفائدة على القرض تعد مصاريف يتم طرحها من دخل المنشأة قبل فرض الضريبة عليها، وبذلك فإن النتيجة هي الزيادة في الرافعة المالية التي من شأنها أن تؤدي إلى الزيادة في قيمة المنشأة وانخفاض في كلفة رأس المال وهذه هي ميزة استخدام التمويل المقترض.

¹ - سهام عيساوي، مرجع سبق ذكره، ص ص6-8.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

الشكل رقم (1-4): كلفة رأس مال المنشأة المرفوعة في ظل وجود الضرائب



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 181.

ويمكن حساب كلفة رأس مال المنشأة المرفوعة في ظل وجود الضرائب وفق المعادلة التالية:¹

$$WACC \text{ or } K = K_d (1 - T) (D / D+E) + K_E (E / D+E) .$$

حيث أن:

✓ $D / D+E$: وزن التمويل المقترض.

✓ $E / D+E$: وزن التمويل الممتمك.

المطلب الثالث: نظرية التوازن

تنطلق هذه النظرية من فكرة أن الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة يتحقق بالتوازن بين الميزة الجبائية للقروض وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، وقد عرفت في إعدادها مرحلتين الأولى تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج Modigliani , Miller، والثانية عرفت تعديلا في هذا النموذج بالأخذ بعين الاعتبار تكلفة الوكالة، وكان الطرح كالتالي:

أولاً- تكلفة الإفلاس

تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وقروض لمخاطرة الإفلاس وهي مخاطر لا تتعرض لها مؤسسة مماثلة، غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط وسببها فشل المؤسسة في سداد قيمة القرض والفوائد في تواريخ الاستحقاق، فالإفلاس هو قيام المؤسسة ببيع أصولها من أجل أداء التزاماتها المترتبة عليها من خلال الحصول على القروض، وبالتالي فالقروض

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 179-182.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

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

ثانياً - تكلفة الوكالة

هي عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يدعى الوكيل من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه فيما يتعلق بالمؤسسة، وهذه العلاقة تكون بين الملاك أو المساهمين أو المسيرين حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر، وتتطرق هذه النظرية من أنه ليس بالضرورة أن تكون أهداف الملاك متطابقة وأن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة، ومن هنا تظهر تكاليف الوكالة الناتجة عن تضارب هذه المصالح، وعلاقة الوكالة تقود إلى صنفان من التكاليف هما: تكاليف وكالة الأموال الخاصة وتكاليف وكالة الديون، وعليه فإن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة، مما يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي.¹

المطلب الرابع: النظرية المتعددة الأشكال

لقد اهتمت هذه النظرية بدراسة إشكالية الهيكل المالي والتي تدخل تحت إطار ما يعرف بالمنظور المتعدد الأشكال، نتيجة الانتقادات التي وجهت لفكرة انعدام الضرائب ومتغيرات أساسية أخرى، ولفكرة توافر السوق الكاملة أين تتاح المعلومة لكل الأعوان الاقتصاديين ولدراسة إشكالية اختيار الهيكل المالي سنتطرق إلى نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي للتمويل.

أولاً - نظرية الإشارة

تعتبر هذه النظرية من بين النظريات الحديثة للهيكل المالي ولقد كان مفهوم المعلومات غير المتماثلة الأساس في تطوير هذه النظرية.²

¹ - عقيلة زهري، مرجع سبق ذكره، ص9.

² - إيمان أيت ساعد، تأثير خيار التمويل بالديون على أداء المؤسسات في ظل النظريات الحديثة للهيكل المالي، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11، العدد 01، الجزء 01، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2019، ص196.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

تستند فكرة الإشارة إلى أن المعلومات تكون موزعة بشكل غير متساوي إذ أن المديرين يمتلكون معلومات غير متوفرة لدى المستثمرين، حتى وإن كانت متوفرة ومتاحة للجميع إلا أنها لا تفهم ولا تدرك بالأسلوب والطريقة نفسها، وخاصية هذه الإشارات يكون من الصعب تقليدها من قبل المنشآت الضعيفة.

حيث تعتبر المعلومات التي تنشرها المؤسسة ليست حقيقية وأن مستوى الاستدانة كإشارة من قبل المؤسسة تدل على وضعيتها وقيمتها مشاريعها المستقبلية، إذ يؤكد الباحثون أن المسير الأحسن أداء هو الذي يستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة، حيث يمكن أن تكون هذه الإشارة في شكل هيكل رأس المال، مكافآت رأس المال أو للجوء إلى أوراق مالية معقدة، وهذا ما يقدم صور إيجابية على المؤسسة مما يستقطب أكبر عدد من المساهمين للاستثمار فيها.¹

ثانياً- نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل

لقد جاءت هذه النظرية والتي تدعى أيضاً بنظرية أولوية مصادر التمويل بنظرة أخرى حول كيفية اتخاذ قرار التمويل، وكانت بدايات هذه النظرية مع دراسة (Donaldson 1961) عن السلوك التمويلي لعينة من المؤسسات الكبيرة، ولقد أظهرت نتائج هذه الدراسة بأن الإدارة تفضل استخدام مصادر التمويل الذاتي على مصادر التمويل الخارجي، إذ لا تعتمد على التمويل الخارجي إلا في حالة عدم كفاية التمويل الداخلي، وتعد هذه النظرية من النظريات الحديثة التي حاولت تفسير سلوك الهيكل المالي للمؤسسة في ظل عدم تناظر المعلومات بين مختلف الأعوان الاقتصاديين، أي أن المسيرين يمتلكون معلومات حول مؤسساتهم أكثر من المستثمرين الخارجيين، وقد تبلورت هذه النظرية على يد MYERS في الثمانينات وهي تتضمن ترتيب مصادر التمويل حسب أفضليتها وتتشكل نظرية الالتقاط من النماذج التالية:²

• نموذج Williamson (1988)

تضمن هذا النموذج تكلفة المعاملات وتكلفة الوكالة وحسب Williamson فإن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله يلعب دوراً هاماً في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه، حيث أنه عندما يتعلق الأمر بتمويل أصل خاص فمن الأفضل الاعتماد على التمويل بالأسهم عن طريق إصدار حجم مقبول من الأسهم، فمثلاً إذا كان الاستثمار الخاص هو مشروع بحث وتطوير، يكون ذلك مقبولاً

¹ - شهرزاد حمزوي، أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة مؤسسة روية للفترة (2012-2015)، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر، تخصص إدارة أعمال مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 -قائمة-، 2016-2017، ص32.

² - آيت ساحد إيمان، مرجع سبق ذكره، ص ص198-199.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

أكثر من قبل المساهمين أكثر منه من قبل المقرضين باعتبار أنه لا يولد العوائد المنتظرة في المواعيد المحددة، أما إذا تعلق الأمر بتمويل أصول غير خاصة تكون الديون أكثر ملائمة من باقي مصادر التمويل، على اعتبار أن الاستثمار في هذه الأصول سيولد عوائد منتظمة تتماشى مع مواعيد سداد الفوائد والديون.

• نموذج Myers (1990)

حسب هذا النموذج حاول Myers معالجة مختلف القرارات المالية التي تستخدمها المؤسسة على المدى البعيد وذلك تحت فرضية أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة، حيث من أجل تمويل الاستثمارات تفضل المؤسسة الاحتفاظ بالأرباح بدلا من اللجوء إلى سياسة زيادة رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس المال الإضافية، وذلك وفقا للنموذج تم ترتيب مصادر التمويل كالتالي: التمويل الذاتي ثم زيادة رأس المال وأخيرا الاستدانة.¹

المبحث الثالث: مؤشرات ونسب الهيكل المالي، تكلفة الأموال والرفع المالي

المطلب الأول: التحليل المالي باستخدام المؤشرات المالية

هناك عدة مؤشرات يستند عليها المسير المالي لإبراز مدى توازن المؤسسة نذكر من أهمها: رأس المال العامل سيولة، الاحتياج في رأس المال العامل والخزينة.

أولا- رأس المال العامل (الصافي أو الدائم)

- يعرف على أنه " ذلك الجزء من الأموال الدائمة الذي يوجه لتمويل الأصول المتداولة، أي هو ذلك الجزء من الأموال الدائمة الذي يتميز بدرجة استحقاقه ضعيفة والذي يستعمل من أجل تغطية الاستعمالات التي تتميز بدرجة سيولة كبيرة".²

ويحسب بطريقتين من أعلى الميزانية أو من أسفلها كمايلي:³

¹- نبيلة سهايلية، جبار بوكثير، مرجع سبق ذكره، ص ص252-253.

²- Khemissi chiha, gestion et stratégie financier, Edition hom, Alger, 2005, p03.

³- سليمان بلعور، التسيير المالي- محاضرات تطبيقات-، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص27.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

- من أعلى الميزانية

رأس المال العامل = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة

- من أسفل الميزانية

رأس المال العامل = الأصول المتداولة - الديون قصيرة الأجل

1- أنواع رأس المال العامل: ينقسم إلى:

- رأس المال العامل الخاص: يبين مدى تغطية الأموال الخاصة بمفردها للأصول الثابتة دون الاستعانة بالقروض طويلة الأجل، ويحسب كمايلي:

رأس المال العامل الخاص = الأموال الخاصة - الأصول الثابتة.

- رأس المال العامل الإجمالي: يسمى بحجم النشاط الاستغلالي فتقاس بعض المؤسسات بما لديها من أصول متداولة ويحسب وفق العلاقة التالية:

رأس المال العامل الإجمالي = إجمالي الأصول المتداولة

- رأس المال العامل الأجنبي: يبين قيمة الموارد المالية الأجنبية في المؤسسة كموارد ضرورية لتنشيط عملية الاستغلال ويحسب كمايلي:¹

رأس المال العامل الأجنبي = إجمالي الديون

3- حالات التوازن لرأس المال العامل سيولة: إن قاعدة التوازن المالي تأخذ ثلاث حالات يمكن

إدراجها في الجدول التالي:

¹ - مبارك لسوس، التسيير المالي - تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة-، د ط، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2004، ص39.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

الجدول رقم (1-1): حالات التوازن لرأس المال العامل سيولة

التعليق	حالات التوازن	FRL
في هذه الحالة يعبر رأس المال العامل الدائم عن فائض الأموال الدائمة المتبقي بعد تمويل كل الأصول الغير جارية.	$FRL > 0$	من أعلى الميزانية
هي حالة نادرة الحدوث حيث تمثل حالة التوافق التام في هيكل الموارد والاستخدامات وتمثل الوضع الأمثل لتسيير عملية تمويل الاحتياجات المالية.	$FRL = 0$	
في هذه الحالة تكون رؤوس الأموال الدائمة غير كافية لتمويل جميع الاحتياجات المالية الثابتة مما يستدعي البحث عن موارد مالية أخرى لتغطية العجز في التمويل.	$FRL < 0$	
يدل على أن المؤسسة تستطيع مواجهة الخصوم الجارية باستخدام أصولها الجارية مع تحقيق فائض مالي.	$FRL > 0$	من أسفل الميزانية
في هذه الحالة تتمكن المؤسسة من تغطية الخصوم الجارية باستخدام الأصول الجارية دون تحقيق فائض ولا عجز.	$FRL = 0$	
في هذه الحالة تكون الأصول الجارية القابلة للتحويل في الأجل القصير غير كافية لتغطية الاستحقاقات التي تستد في الأجل القصير .	$FRL < 0$	

المصدر: زهراء بريوش، فيروز علال، دور التشخيص المالي في تفعيل إستراتيجية المؤسسة، مذكرة لنيل شهادة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قالمة، 2014-2015، ص39.

ثانيا - الاحتياج في رأس المال العامل

يتولد عندما لا تستطيع المؤسسة مواجهة ديونها المترتبة عن النشاط بواسطة حقوقها لدى المتعاملين ومخزوناتهما، مما يتوجب البحث عن مصادر أخرى لتمويل هذا العجز وهو ما يسمى بالاحتياج في رأس المال العامل.¹

ويحسب كمايلي:²

$$إ ر م ع = (الأصول المتداولة - النقدية) - (ديون قصيرة الأجل - السلفات المصرفية)$$

ويمكن أن يأخذ الاحتياج في رأس المال العامل ثلاثة حالات موضحة في الجدول التالي:

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص104.

² - مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، د م، 2011، ص52.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

الجدول رقم (1-2): يبين حالات الاحتياج في رأس المال العامل

حالات الاحتياج في رأس المال العامل	التعليق
$0 < BFR$	يعاب على المسير في هذه الحالة أنه لم يبحث عن موارد قصيرة الأجل التي تكون غالبا تكلفتها منخفضة أو معدومة أحيانا.
$0 > BFR$	في هذه الحالة تكون احتياجات الدورة أقل من مواردها ويعاب على المسير في هذه الحالة أنه لم يستخدم تلك الموارد في توسيع دورة الاستغلال وبالتالي زيادة نشاط المؤسسة.
$0 = BFR$	يعني أن موارد الدورة تساوي احتياجات الدورة.

المصدر: سعيدة بورديمة، مطبوعة دروس في التسيير المالي، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قالمة، الجزائر، 2014-2015، ص31.

ثالثا- الخزينة الصافية

هي عبارة عن مجموعة الأموال التي بحوزة المؤسسة خلال دورة استغلالية معينة، أي ما يمكن للمؤسسة أن تتصرف فيه من قيم جاهزة ويتم حساب الخزينة بطريقتين وهما:¹

الخزينة = رأس المال العامل - الاحتياج في رأس المال العامل
أو: الخزينة = خزينة الأصول (القيم الجاهزة) - خزينة الخصوم (السلفات المصرفية)

ويمكن تمييز ثلاث حالات للخزينة وهي:

أ- الحالة الأولى: الخزينة = 0 أي أن: رأس المال العامل = احتياجات رأس المال العامل

أي أننا أمام الوضعية المثلى التي تتم بالاستخدام الأمثل للموارد المتاحة للمؤسسة وفق الإمكانيات المتاحة عن طريق تفادي مشاكل عدم التسديد، وبالتالي التحكم في السيولة دون التأثير على الربحية.

ب- الحالة الثانية: الخزينة < 0 أي أن: رأس المال العامل < احتياجات رأس المال العامل

في هذه الحالة المؤسسة قامت بتجميد جزء من أصولها غير الجارية لتغطية رأس المال العامل مما يطرح عليها مشكلة الربحية أي تكلفة الفرصة الضائعة، لذا يجب عليها معالجة الوضعية عن طريق شراء مواد أولية أو تقديم تسهيلات للزبائن.

¹ - شهرزاد حمزاوي، مرجع سبق ذكره، ص35.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

ت- الحالة الثالثة: الخزينة > 0 أي أن: رأس المال العامل > احتياجات رأس المال العامل.

المؤسسة في حالة عجز أي غير قادرة على تسديد ديونها في آجالها، وهذا يطرح مشكل وجود تكاليف إضافية مما يجعلها تطالب بحقوقها الموجودة لدى الغير أو تقترض من البنوك أو التنازل عن بعض استثماراتها دون التأثير على طاقتها الإنتاجية، وفي بعض الحالات الاستثنائية تلجأ المؤسسة إلى بيع بعض المواد الأولية.¹

المطلب الثاني: التحليل المالي باستخدام النسب المالية

يعتبر هذا التحليل من أكثر الأنواع التقليدية شيوعا في تحليل القوائم المالية، فهي في الواقع نتائج أو تصورات تعطي الإجابة لكثير من التساؤلات المتعلقة بالمركز المالي المركز النقدي، الأداء وتقييم قرارات الاستثمار والتمويل لغرض تزويد الأطراف المستفيدة بمعلومات أكثر توضيحا ودقة وتفسير عن المشروع الذي هي بصدد تقييمه، وفي ظل ذلك تستطيع الإدارة المالية أن تتخذ القرارات التصحيحية اللازمة.

أولا- أنواع النسب المالية: من أهم النسب المالية نذكر مايلي:

1- نسب التمويل (التوازن الهيكلي)

■ نسبة التمويل الدائم: تشير هذه النسب إلى مستوى تغطية الاستثمارات الصافية بالأموال الدائمة.

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \left(\frac{\text{الأصول الثابتة الصافية}}{\text{الأموال الدائمة}} \right) \times 100\%$$

■ نسبة التمويل الخاص: وتعني مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة.

$$\text{نسبة التمويل الخاص} = \left(\frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}} \right) \times 100\%$$

■ نسبة التمويل الخارجي (القدرة على الوفاء): تبين هذه النسبة مستوى تغطية موجودات المؤسسة بأموال خارجية، وتصاغ كمايلي:²

¹ فاطمة ساجي، مطبوعة في مقياس التحليل المالي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون -تيارت-، الجزائر، 2016-2017، ص ص 28-29.

² مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص ص 45-46.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

نسبة التمويل الخارجي = (الأموال الديون / مجموع الأصول)

- نسبة التمويل الداخلي للأصول: إن ارتفاع هذه النسبة يكون إيجابيا على الوضع المالي للمؤسسة إلا إذا كانت نسبة الفائدة المعطاة على الودائع الخاصة أقل من نسبة الفائدة على القروض.

نسبة التمويل الداخلي للأصول = (رأس المال+الاحتياطيات+الأرباح المحتجزة) / مجموع الأصول

- 2- **نسب السيولة:** تلجأ الإدارة المالية إلى نسب السيولة للحكم على مدى قدرتها في تسديد ما عليها من التزامات مستحقة في تواريخ استحقاقها ومن أهم هذه النسب مايلي:¹
- **نسبة التداول:** تقيس مدى قدرة المشروع على سداد الالتزامات قصيرة الأجل وتحسب كما يلي:

نسبة التداول = الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة

- **نسبة السيولة السريعة:** تقيس قدرة المشروع على سداد الالتزامات قصيرة الأجل دون اللجوء إلى بيع المخزون وتحسب بالعلاقة التالية:²

نسبة السيولة السريعة = (الأصول المتداولة - المخزون) / الخصوم المتداولة

- **نسبة السيولة الجاهزة:** وتضم أكثر الأصول المتداولة سيولة وتعتمد على العناصر السائلة جدا.³

نسبة السيولة الجاهزة = النقديات / الخصوم المتداولة

3- نسب المديونية: نذكر منها مايلي:

- **نسبة المديونية:** تبين نسبة التمويل المقدم للمشروع بواسطة الدائنين، وتحسب كمايلي:⁴

¹ أبو الفتوح علي فضالة، التحليل المالي وإدارة الأموال، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1995، ص86.

² طلال الكسار، مراد كواشي، دور مؤشرات النسب المالية في تقويم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي للشركات، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 03، العدد 03، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر، جوان 2015، ص17.

³ دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 73.

⁴ نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص ص44-46.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

$$\text{نسبة المديونية} = \text{إجمالي الديون} / \text{إجمالي الأصول}$$

- نسب الديون إلى حقوق الملكية (نسبة القدرة الإجمالية على الوفاء): تقيس نسبة الديون إلى حقوق الملكية ودرجة اعتماد المنشأة على التمويل من مصادرها الذاتية وتتم وفق الصيغة التالية:

$$\text{نسب الديون إلى حقوق الملكية} = \text{الديون} / \text{حقوق الملكية}$$

- أما حقوق الملكية فتشمل (رأس المال المدفوع+الاحتياطات الرأسمالية+الأرباح المحتجزة+علاوة الإصدار+المخصصات)¹.

- نسبة السيولة الآجلة: تقيس مقدار مساهمة الديون طويلة الأجل في تمويل الاستثمارات طويلة الأجل للمشروع، وتحسب كمايلي:

$$\text{نسبة السيولة الآجلة} = \text{الديون المتوسطة وطويلة الأجل} / \text{الأموال الدائمة}$$

- نسبة القدرة على التسديد: تستخدم لمعرفة مدى قدرة المؤسسة على تسديد ديونها المالية بواسطة مواردها الذاتية.

$$\text{نسبة القدرة على التسديد} = \text{الديون المتوسطة وطويلة الأجل} / \text{قدرة التمويل الذاتي} = \text{ن سنة}$$

- القدرة على التمويل الذاتي: يمكن تقدير حصة القدرة على التمويل الذاتي المخصصة لتسديد الدين وفق النسبة التالية:

$$\text{القدرة على التمويل الذاتي} = \text{قسط التسديد السنوي} / \text{قدرة التمويل الذاتي}$$

- نسبة الاستقلالية المالية: تقيس مدى اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة في تغطية احتياجاتها المالية كمايلي:

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

- 4- نسب النشاط: تقيس لنا كيفية تسيير المؤسسة لمجموع أصولها ذات درجات السيولة المختلفة مقارنة بدرجات استحقاق عناصر الخصوم.

¹ - علي خلف عبد الله، وليد ناجي الحياي، التحليل المالي للرقابة على الأداء والكشف عن الانحرافات، الطبعة الأولى، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2015، ص72.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

- مهلة ائتمان الزبائن: تقيس هذه النسبة المدة التي تمنحها المؤسسة لزيائنها حتى يسددوا ما عليهم من ديون اتجاهها ويجب أن لا تتجاوز عادة مدة 90 يوماً.

$$\text{مهلة ائتمان الزبائن} = \frac{(\text{الزبائن} + \text{أوراق القبض})}{\text{المبيعات السنوية متضمنة الرسم}} \times 360$$

- مهلة تسديد الموردين: تبين لنا المدة التي يمنحها الموردين للمؤسسة حتى تتمكن من تسديد ما عليها من ديون، ويجب أن تكون أقل من مدة تسديد الزبائن حتى تتمكن المؤسسة من تحصيل ذممها لمواجهة هذه الديون، وفي حالة العكس ستجد المؤسسة نفسها في مواجهة صعوبات في السيولة مما ينعكس سلباً على أدائها.¹

$$\text{مهلة تسديد الموردين} = \frac{(\text{الموردين} + \text{أوراق الدفع})}{\text{المشتريات السنوية متضمنة الرسم}} \times 360$$

- معدل دوران الأصول: يقيس كفاءة المشروع في استثمار مصادر التمويل في الاستخدامات إذا ما كانت معدلات الدوران عالية دلت على حسن الاستثمار بالأصول، لذلك فإن معدلات دوران الأصول تنقسم إلى.²

معدل دوران الأصول المتداولة = صافي المبيعات / الأصول المتداولة = مرة
معدل دوران الأصول الثابتة = صافي المبيعات / الأصول الثابتة = مرة
معدل دوران مجموع الأصول = المبيعات / مجموع الأصول = مرة

- 5- نسب الربحية: تقيس نتيجة أعمال المشروع وكفاءة السياسات والقرارات الاستثمارية المتخذة من الإدارة العليا، وهناك العديد من المؤشرات التي تقيس من خلالها ربحية المشروع نذكر منها:

- نسبة هامش الربح الإجمالي: تقيس لنا كفاءة الإدارة وأدائها في التعامل مع مكونات كلفة المبيعات وسعر بيع البضاعة.

$$\text{نسبة مجمل الربح إلى المبيعات} = \frac{\text{مجمول الربح}}{\text{المبيعات}}$$

حيث: مجمل الربح = (المبيعات - كلفة البضاعة المباعة).

¹ - مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، مرجع سبق ذكره، ص ص 39-42.

² - وليد ناجي الحياي، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي، د ط، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 97.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

- نسبة صافي الربح إلى المبيعات: تهتم هذه النسبة بمعرفة نتيجة أعمال المشروع بعد الضرائب.

$$\text{نسبة صافي الربح إلى المبيعات} = \text{صافي الربح} / \text{المبيعات}$$

- نسبة العائد إلى مجموع الأصول: وتقيس هذه النسبة ربحية المشروع إلى إجمالي الاستثمارات في المشروع التي تحولت إلى أصول.

$$\text{نسبة العائد على الأصول} = (\text{صافي الربح} + \text{الفوائد}) / \text{إجمالي الأصول}$$

- نسبة صافي الربح إلى حق الملكية: تبين لنا هذه النسبة معدل العائد الذي يحققه المشروع إلى رأس المال المملوك.¹

$$\text{صافي الربح} = \text{صافي الربح القابل للتوزيع} / \text{حق الملكية}$$

المطلب الثالث: تكلفة تمويل المؤسسة

إن تكلفة رأس المال ترتبط بتكلفة مصادر التمويل المستخدمة من قبل المشروع لتمويل استثماراته حيث تعتبر تكلفة التمويل بمثابة الحد الأدنى من العائد الذي ينبغي تحقيقه من الاستثمار كشرط أساسي لقبوله، ولتقدير تكلفة رأس المال أهمية بالغة في اتخاذ القرارات المكونة لهيكل رأس المال لهذه التكلفة وفيما يلي سوف نتطرق إلى تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل.

1- مفهوم تكلفة التمويل

تعرف بأنها معدل العائد الذي يحقق أكبر قيمة للمؤسسة في السوق وأي تدهور أو انخفاض في العائد قد يؤدي بها للإفلاس.²

وتتمثل أهمية حساب تكلفة التمويل في المساعدة في اتخاذ قرارات كل من الإنفاق الاستثماري ومدى دقة هذه القرارات، هيكل رأس المال والاستئجار واسترداد السندات وسياسات رأس المال العامل.³

¹ - دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 86-90.

² - شهرزاد حمزاوي، مرجع سبق ذكره، ص 3.

³ - محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 560.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

2- تكلفة مصادر التمويل

أولاً- تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل

أ- **تكلفة الملكية:** تعرف بأنها الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الملكية للحفاظ على قيمة الملكية الحالية بدون أي تغيير، فهناك اختلافا أساسيا لتكلفة الأموال في حالة الحصول عليها من الأرباح المحتجزة، أو ببيع إصدار جديد من الأسهم العادية، حيث أن تكلفة الأرباح المحتجزة تتساوي مع معدل العائد الذي يتوقع المستثمرون أن يحصلوا عليه من السهم العادي.¹

وعليه فإن :

$$\text{معدل العائد المتوقع} = (\text{التوزيعات} / \text{السعر}) + \text{النمو المرتفع}$$

ب- **تكلفة الأسهم العادية:** هي نصيب السهم من الربح المدفوع والمتوقع نمو هذه الأرباح خلال السنوات اللاحقة، لذلك يجب الأخذ بعين الاعتبار معدل نمو الأرباح وتحسب بالعلاقة التالية:²

$$\text{تكلفة التمويل للسهم العادي} = (\text{الربح المتوقع لكل سهم} + \text{معدل نمو الأرباح السنوية}) / (\text{سعر بيع السهم} - \text{مصاريف وعمولة الإصدار})$$

ت- **تكلفة الأسهم الممتازة:** تتمثل في نسبة التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة منسوبة لأسعار الأسهم الممتازة في السوق، حيث أن هذه التوزيعات لا تخصم من الضريبة لذلك لا يجب هنا تعديل تكلفة الأسهم الممتازة بقيمة الضريبة، ويمكن حساب تكلفة الأسهم الممتازة كمايلي:³

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = (\text{التوزيعات المدفوعة للأسهم الممتازة}) / (\text{أسعار الأسهم الممتازة})$$

¹ محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص352.

² محمد فرح عبد الحليم، مرجع سبق ذكره، ص62.

³ الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، الأسواق المالية الدولية- تقييم الأسهم والسندات-، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019، ص122.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

ج-تكلفة الأرباح المحتجزة: تمثل معدل العائد المطلوب من قبل الملاك عند احتجاز الأرباح بدل توزيعها، فإذا كانت الأرباح المحتجزة تخضع للضريبة على الدخل فيجب تخفيض مبالغ هذه الأرباح بمقدار الضريبة، ولتقدير هذه التكلفة نستخدم المعادلة التالية:¹

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = [\text{التوزيعات المتوقعة للسهم} \cdot (1 - \text{سعر ضريبة الدخل})] / \text{القيمة السوقية للسهم}$$

ح-تكلفة الاقتراض: هي معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بالقروض.²

أي أنها تتمثل في المعدل الفعلي الذي تدفعه المؤسسة للقروض (معدل الفائدة قبل الضريبة مطروحا منه الوفورات الضريبية)، وبالتالي هي المعدل الذي يتساوى عنده مبلغ القرض الفعلي مع مجموع الأقساط الدورية المسددة من طرف المؤسسة.

$$M = \sum_{i=1}^n \frac{R}{(1-t)^i} + \frac{V}{(1+t)^n}$$

ومنه:

حيث أن:

✓ M: هو صافي المتحصلات من الأموال المقترضة أو السند.

✓ t: تكلفة الاقتراض.

✓ R: التدفقات النقدية الخارجة أي الفوائد الدورية خلال فترة القرض.

✓ V: قيمة القرض الذي ينبغي سداه في تاريخ الاستحقاق.

ويمكن إيجاد t بطريقة التجربة والخطأ المتبعة في أسلوب معدل العائد الداخلي.³

¹ - ريمة برينات، أحمد ورفلة وآخرون، التخطيط المالي واتخاذ القرارات المالية في إدارة المؤسسة، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص تمويل التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2009-2010، ص136.

² - عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، دراسة الجدوى -مصادر التمويل-التخطيط المالي-التحليل المالي-الأسهم والسندات المالية-تحليل الربحية الإسلامية، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2007، ص426.

³ - زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، مرجع سبق ذكره، ص ص201-202.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

خ- **تكلفة السندات**: يتميز احتساب كلفة السندات بسهولة نسبيا ويمكن تعريفها بأنها معدل العائد المتوقع من قبل الدائنين وسيتم التركيز على السندات المحددة بمدة، ويمكن احتساب كلفتها قبل الضريبة كالتالي:¹

$$K_{BBT} = \frac{i + \frac{VN - P}{A}}{\frac{VN + P}{2}} \times 100$$

حيث أن:

✓ K_{BBT} : تكلفة السندات قبل الضريبة.

✓ i : معدل الفائدة.

✓ VN : القيمة الإسمية.

✓ P : سعر البيع الصافي.

✓ A : عمر السندات.

د- **تقدير تكلفة القروض طويلة ومتوسطة الأجل**: تتمثل في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض بعد استبعاد الوفورات الضريبية، حيث يمكن احتسابها من خلال المعادلة التالية:²

$$\text{تكلفة التمويل بالافتراض} = \text{مجموع [المصاريف المالية (معدل الضريبة على الأرباح - 1) + القسط السنوي] / (تكلفة القرض + 1)}$$

ثانيا: **تكلفة مصادر التمويل متوسطة الأجل**

أ- **تكلفة التمويل التأجيري**: هو معدل العائد الأدنى الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة التمويل التأجيري، والذي تتساوى فيه القيمة الحالية التي تتحملها المؤسسة مع القيمة الحالية للدفعات (بعد خصم الضريبة) مضافا إليه ما تفقده المؤسسة من اقتصاد الضرائب على

¹ صلاح الدين شريط، سفيان بلهادي، الصيغة الرياضية لتكلفة التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 13، العدد 26، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2018، ص 4.

² - شهرزاد حمزاوي، مرجع سبق ذكره، ص 16.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

الإهلاكات خلال مدة عقد التمويل التأجيري مضافا إليه قيمة إعادة شراء الأصل في نهاية عمره الاقتصادي.¹

وتحسب بالصيغة التالية:

$$V_0 = [L_i(1 - T) + AiT / (1 + r)^i + R_n] / [R_n / (1 + r)^i]$$

حيث تمثل:

- V_0 : القيمة الحالية الصافية للاستثمار (قيمة التجهيزات والآلات).
- L_i : الدفعة (الإيجار أو التأجير) التي سوف تدفع في السنة i .
- T : معدل الضريبة على أرباح المؤسسات.
- Ai : الإهلاكات السنوية للأصل فيما لو كانت المنشأة مالكة له.
- R_n : القيمة المتبقية من الأصل في نهاية العقد.
- r : تكلفة الإستئجار.

ثالثا- تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل

أ- **تكلفة الائتمان التجاري:** في هذا النوع من التكاليف إذا سددت الإدارة المالية للمؤسسة قيمة الائتمان في اليوم الأخير من مدة الائتمان ولم تمنح خصما نقديا فإن ذلك يعني بعدم وجود كلفة للائتمان التجاري خلال فترة الائتمان، أما إذا كان هناك خصما نقديا ممنوحا للإدارة ولم تحصل عليه بسبب التأخير في التسديد فإن ذلك يعني وجود كلفة فرصية.²

ويمكن حساب تكلفة الائتمان التجاري كما يلي:³

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = (\text{نسبة الخصم}) / ((1 - \text{نسبة الخصم}) \times 360 / (\text{فترة الائتمان} - \text{فترة الخصم}))$$

¹- <http://a7mar.blogspot.com>, 15/05/2020, 15 :30.

²- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص340.

³- دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص144.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

ب- تكلفة الائتمان المصرفي

تتلخص تكلفة الائتمان المصرفي بالفوائد والعمولات التي تدفعها الشركة لقاء الحصول عليه، وتختلف هذه التكلفة من دولة أخرى حسب تعليمات البنك المركزي.¹

ج- التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال: تعمل معظم منشآت الأعمال على امتلاك هيكل رأس مال أمثل وبما يعظم قيمة أسهمها في السوق المالي، وبالتالي يجب على إدارتها تأسيس هيكل أمثل لرأس المال والمحافظة عليه لتوفير الأموال عند الحاجة لتوسيع نشاطها.

وتحسب بضرب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل (بعد الضريبة) في النسبة المئوية لهذا العنصر من مجموع هيكل رأس المال كمايلي.²

$$\text{تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان} = [(\text{نسبة الدين} \times \text{كلفة الدين بعد الضريبة})] + [(\text{نسبة الأسهم الممتازة} \times \text{كلفة الأسهم الممتازة})] + [(\text{نسبة حقوق الملكية} \times \text{كلفة حقوق الملكية})]$$

المطلب الرابع: الرفع المالي

تعكس الرافعة التمويلية حجم الديون التي استخدمت في هيكل تمويل المؤسسة حيث تتأثر المؤسسة بالزيادة أو النقصان وفق الطريقة التي يتم فيها تكوين الهيكل المالي، وتزداد الأرباح بزيادة الاعتماد على القروض في ظروف اقتصادية مزدهرة في السوق وإتاحة الفرصة أمام الإدارة لتعظيم نتائجها عند مستويات مختلفة للتشغيل.

1- تعريف الرفع المالي: يعرف بأنه مدى أو نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام أموال الغير (الاقتراض) في عمليات المنشأة من أجل تمويل احتياجاتها التمويلية.³

¹ - طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص50.

² - عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقى وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص ص421-422.

³ - أيمن الشنطي، عامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص299.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

2- درجة قياس الرفع المالي

تتعلق رافعة التمويل بالدرجة التي توجد فيها تكاليف تمويلية ثابتة في هيكل تكاليف الشركة من أجل تعظيم أثر التغير في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة وتقاس عن طريق المعادلة التالية:¹

درجة الرفع التمويلي = (التغير النسبي في صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة) / (التغير النسبي في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب).

أي أن الرفع المالي يقيس العلاقة بين المردودية والهيكل المالي للمؤسسة وكيفية رفع مردودية الأموال الخاصة نتيجة استخدام الديون، حيث نجد أن درجة الرفع المالي ترتفع كلما زادت التكاليف الثابتة.²

3- أهمية الرافعة المالية: ويرجع هذا الاهتمام إلى الآتي:

- ✓ انخفاض كلفة التمويل المقترض قياسا بكلفة التمويل الممتمك.
- ✓ ينتج عن التمويل المقترض بفائدة مخاطر مالية.
- ✓ يفترض أن يقابل استخدام الرافعة المالية ارتفاع في معدل العائد على حق الملكية.³

¹ - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 268.

² - سفيان دلفوف، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية- حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق الماليزي-، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد 19، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2018، ص 192.

³ - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص 169-170.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي في المؤسسة

خلاصة الفصل

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل التطرق للأسس النظرية المتعلقة بالهيكل المالي، حيث قمنا بتوضيح المفاهيم المتعلقة به وخصائصه وكذا المناهج والمحددات المتحكمة فيه، كما تطرقنا إلى مصادر التمويل التقليدية ومختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي وكذلك تم التطرق إلى مختلف مؤشرات ونسب التحليل المالي وتكلفة الأموال والرفع المالي.

وتوصلنا إلى أن المؤسسة تمول احتياجاتها المالية من خلال مصدرين أساسيين وهما الأموال الخاصة والديون وهذا ما يعرف بالهيكل المالي، فرغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة واختلاف أشكالها لازال الاهتمام منصبا على التوليفة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة أو مزيج بينهما، وبما أن قرار التمويل يعتبر من القرارات المالية المهمة في المؤسسة لما له من تأثير على مختلف نشاطاتها والتي تبحث عن مصادر التمويل بما يضمن تحقيق أدنى تكلفة، فإن موضوع تكلفة الأموال والرفع المالي يعتبر من الموضوعات الهامة والرئيسية في مجال الإدارة والمالية ومعرفة تكلفة الأموال وكيفية تأثرها بالرفع المالي لما لها من أهمية كبرى في اتخاذ قرارات هيكل رأس المال وإمكانية تحقيق هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة.

الفصل الثاني

السياسة التمويلية ومصادر

التمويل الحديثة في المؤسسة

تمهيد

تتاح أمام المؤسسات الاقتصادية العديد من السياسات التمويلية التي تفاضل بينها من أجل اعتماد سياسة معينة واختيار أفضل مصدر لتمويل نشاطها الاستثماري والاستغلالي بما يحقق أهدافها، فكل سياسة إيجابيات وسلبيات، لذلك فإن التطور في الأنظمة المالية أصبح يوفر أمام المؤسسات العديد من طرق التمويل الحديثة التي تتأتى من تطور المحيط المالي لها ووضعيتها ومكانتها مما يضمن استمرارها وتطورها وتغطية مختلف احتياجاتها ومواجهة الظروف الطارئة وتجاوزها بأقل الأضرار الممكنة، لذلك فكثيرا ما تتحكم القيود التمويلية في الخيار الإستراتيجي للمؤسسة، ومن خلال هذا الفصل سنتطرق إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: السياسة التمويلية في المؤسسة.
- المبحث الثاني: مصادر التمويل الحديثة في تمويل المؤسسة.
- المبحث الثالث: كيفية الاختيار بين مصادر التمويل، تقييم الهيكل المالي للمؤسسة وعلاقته بالقرارات التمويلية.

المبحث الأول: السياسة التمويلية في المؤسسة

تحتل السياسة التمويلية مكانة هامة في صياغة الإستراتيجية المالية للمؤسسة وتغطية احتياجاتها فهي تبين مختلف المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة لتنفيذ إستراتيجيتها، وتبين مدى ملائمة هذه المصادر لوضعية المؤسسة المالية ومختلف تأثيرات سياسات التمويل المعتمدة على وضعيتها المالية بما يضمن الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة بأقل تكلفة وبأعظم مردودية ممكنة.

المطلب الأول: مفهوم وأهداف السياسة التمويلية

يكتسب نشاط التمويل في المؤسسة أهمية بالغة لما له من دور في تغطية مختلف احتياجاتها الاستثمارية والاستغلالية بما يضمن لها تنفيذ إستراتيجيتها وتحقيق أهدافها واكتساب حصة سوقية مهمة، واستغلال الفرص التي يتيحها المحيط ومحاولة استغلاله بما يرفع من كفاءتها ومردوديتها.

أولاً- تعريف سياسة التمويل

- تعرف بأنها تلك الخطوات التي يتم إتباعها من طرف متخذ قرار التمويل في المؤسسة من أجل الاختيار الأمثل لطريقة محددة لتمويل نشاطاتها، والتي يجب أن تكون متناسبة مع وضعيتها المالية لتحقيق أهدافها المحددة بواسطة إستراتيجيتها المالية.¹

- أو هي سياسة تهتم بكيفية الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة وبأنواع الأموال والضمانات الممكن تقديمها للحصول عليها والالتزامات الممكن قبولها مقابل الحصول على الأموال، كما يتضمن مسائل تتعلق بتوزيع الأرباح واحتجازها والانتظام أو عدم الانتظام في التوزيع والاحتجاز.²

ثانياً- أهداف السياسة التمويلية

يمكن تلخيصها فيما يلي:

- ✓ ضمان المستوى الأمثل من السيولة المالية وبالتالي قدرة المؤسسة على مواجهة الاستحقاقات المالية وتقادي مخاطر التوقف عن الدفع.
- ✓ تحقيق مردودية عالية عن طريق تدنية تكاليف الاستدانة والأموال الخاصة.
- ✓ تمويل التثبيات ودورة الاستغلال.

¹ - محمد بوشوشة، سياسة الاستدانة في المؤسسة -المفاضلة بين التمويل بالاقتراض البنكي والتمويل السندي-، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02، العدد 01، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2011، ص 299.

² - www.djelfa.info/vb/shawthread.php. 12/05/2020, 15:20.

الفصل الثاني: السياسة التمويلية ومصادر التمويل الحديثة في المؤسسة

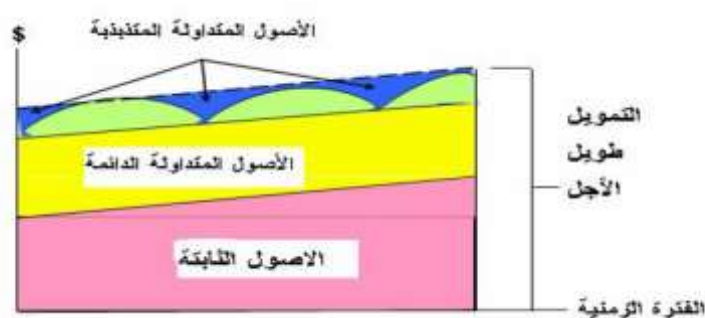
فالهدف الأساسي للسياسة التمويلية هو تحقيق النمو في الاحتياجات على المدى المتوسط والطويل ولا يتحقق هذا إلا من خلال نتائج عالية والتحكم الجيد في التوازن المالي على مستوى الخزينة.¹

المطلب الثاني: أنواع السياسة التمويلية

تختلف سياسة التمويل من مؤسسة إلى أخرى فهناك من تتميز إدارتها بالجرأة عن أخرى محافظة في عملية اختيار مصدر التمويل الملائم والمفاضلة بين مصادر التمويل المملوكة والمقترضة بغية تحقيق الأهداف الإستراتيجية العامة لها، حيث توجد ثلاثة أنواع وهي:

1- سياسة التمويل المتحفظة: وهي سياسة متبعة من قبل المنشأة التي تكون إدارتها متحفظة نوعاً ما، حيث تقوم بالتمويل طويل الأجل للأصول الثابتة والأصول المتداولة، وهي تزيد من تكلفة الشركة في التمويل، فهي تخفض من مخاطر العسر المالي الذي يرافقه انخفاض في مستوى العائد وفقاً لحالة التلازم بين المخاطرة والعائد المتوقع كما هو موضح في الشكل التالي.²

الشكل رقم (2-1): يبين سياسة التمويل المتحفظة



المصدر: بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2005، ص38.

2- سياسة التمويل الجريئة المجازفة: باستطاعة الشركة إتباع سياسة تمويل جريئة بحيث لا تمول فقط الجزء المتقلب من الموجودات المتداولة بل أيضاً قسم من الجزء الدائم منها بقروض قصيرة الأجل ويمول القسم المتبقي من الجزء الدائم من الموجودات المتداولة والموجودات الثابتة لمصادر تمويل طويلة الأجل ودائمة، إن إتباع هذه السياسة يخفض من تكلفة الفائدة على الشركة ويزيد من

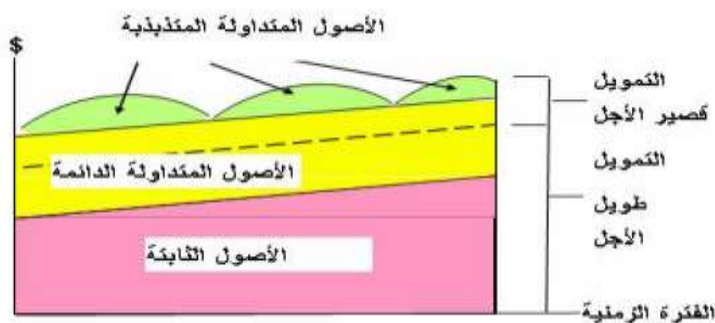
¹ - سعيدة بورديمة، مرجع سبق ذكره، ص66.

² - تم الإطلاع 10 : 11، 25/05/2020، <http://www.vapulus.com>

الفصل الثاني: السياسة التمويلية ومصادر التمويل الحديثة في المؤسسة

ربحيتها ولكنه يعرض الشركة إلى أخطار كبيرة ناتجة عن احتمالات عدم توفر السيولة اللازمة لتسديد الديون كما هو مبين في الشكل التالي:¹

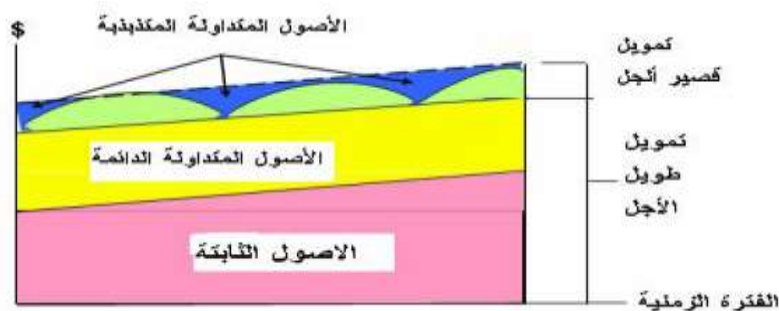
الشكل رقم (2-2): يبين سياسة التمويل المجازفة



المصدر: بسام محمد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 39.

3- سياسة التمويل المثلى (المطابقة): وهي التي تقوم على إتباع سياسة المزج بين مصادر التمويل قصيرة الأجل مع مصادر التمويل طويلة الأجل وضرورة موائمة التدفقات النقدية المتولدة مع مواعيد سداد الالتزامات المالية، ويجب اختيارها بناء على الظروف المحيطة بالمنشأة وعلى التوقعات الدقيقة لهذه المنشأة فيما يتعلق بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.²

الشكل رقم (3-2): يبين سياسة التمويل المطابقة



المصدر: بسام محمد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 40.

¹ - <http://www.uobapylon.edu.iq>, 26/05/2020, 09:15 تم الإطلاع

² - <http://accflex.com> < tags >, 26/05/2020, 09:30 تم الإطلاع

المطلب الثالث: محددات السياسة التمويلية

تتحكم العديد من العناصر في اختيار سياسة تمويلية معينة للمؤسسة وذلك حسب إمكانيات المؤسسة المالية ووضعها التنافسي والمالي ودرجة التغيرات في المحيط، ومن أهم العوامل المحددة لسياسة التمويل في المؤسسة نجد:

- **التكلفة:** تؤثر تكلفة الأموال على السياسة التمويلية لأنها من أهم العناصر التي تركز عليها القرارات المالية فهي العائد الأدنى المقبول على الاستثمار، وتتوقف على نوع المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه، فكلما انخفضت تكلفة الأموال كلما كان ذلك إيجابياً على قيمة المؤسسة.
- **المخاطرة المالية:** ينتج عن التمويل بالاقتراض مخاطر مالية تختلف من مؤسسة لأخرى، فإذا كانت إدارة الشركة تتجنب الخطر بدرجات عالية فهي تلجأ إلى الاستدانة لكن بنسب ضئيلة، على عكس المؤسسة المحبة للخطر فهي تلجأ للاقتراض بنسب مرتفعة بغية تعظيم أرباحها.
- **المردودية:** تعتبر من أهم العوامل المحددة لسياسة التمويل في المؤسسة لقبول الاستثمار وقبول مصدر التمويل، فكلما ارتفعت هذه النسبة زادت أهمية وجاذبية أسهم المؤسسة، لذلك يجب أن تكون المردودية تفوق تكلفة الأموال وأن تغطي المخاطرة المالية حتى لا تؤثر على انخفاض الأرباح وانخفاض قيمة السهم والقيمة السوقية للمؤسسة.

المطلب الرابع: مراحل إعداد سياسة التمويل

يمكن تلخيص مختلف مراحل سياسة التمويل فيما يلي:

- 1- **تحديد احتياجات التمويل:** إن التحديد الدقيق لاحتياجات المؤسسة يسمح بتحديد مختلف سياسات التمويل التي سوف يتم انتهاجها لتغطية احتياجاتها التي تختلف حسب المرحلة من دورة حياة المؤسسة وعادة ما تكون مرتبطة بمرحلة التطور الذي تمر به أي مرحلة في عمرها الإنتاجي.
- 2- **تحديد أنواع مصادر التمويل الممكنة:** يحاول المسير تحديد مختلف أنواع التمويل المتاحة أمام المؤسسة، سواء من خلال اللجوء إلى المصادر الذاتية للمؤسسة أو التوجه إلى الأطراف الخارجية حيث تتوقف السياسة التمويلية على المحيط المالي للمؤسسة.
- 3- **المفاضلة بين مصادر التمويل:** بعد تحديد مصادر التمويل المتاحة يحاول المسير المالي المفاضلة بينها لاختيار المزيج التمويلي المناسب لتحقيق أهداف السياسة الاستثمارية، وتتم المفاضلة بناءً على العديد من المعايير من أهمها: التكلفة، المردودية والمخاطرة.

الفصل الثاني: السياسة التمويلية ومصادر التمويل الحديثة في المؤسسة

4- التفاوض مع الجهات الممولة: لاختيار المزيج التمويلي يتم التفاوض مع مختلف الأطراف (البنوك، المساهمين) حول معدلات العائد المطلوبة من طرفهم وألوية الحصول على الأرباح وشروط احتجاز الأرباح والعوائد المتوقعة من هؤلاء المساهمين مقابل قبولهم التخلي عن الأرباح الحالية وتأجيلها في المستقبل وهذا من أجل تمويل احتياجات المؤسسة.

5- اختيار مصادر التمويل والحصول عليها: بعد التفاوض مع الجهات الممولة والاتفاق حول مختلف شروط منح التمويل للمؤسسة، يتم اختيار المزيج التمويلي الذي سيوجه لتغطية احتياجاتها والشرع في تنفيذ إستراتيجيتها ويمكنها من تحقيق معدلات مردودية مرتفعة أكبر من تكلفة الحصول عليها وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.¹

المبحث الثاني: مصادر التمويل الحديثة في تمويل المؤسسة

لقد تطرقنا سابقا إلى مصادر التمويل التقليدية والتمثلة في القروض بمختلف أنواعها وبما أنها تمثل عبأ على المؤسسة نتيجة لمحدودية قدرتها التمويلية لذلك ظهرت الحاجة إلى البحث عن طرق أخرى لتمويل الاستثمارات يكون من أهم خصائصها تجنب عراقيل طرق التمويل الكلاسيكية.

المطلب الأول: الاعتماد الإيجاري والتمويل بتقنية عقد تحويل الفاتورة

يعتبر عقد التأجير التمويلي وعقد تحويل الفاتورة من المواضيع الهامة والحديثة لما يمثلانه من وسيلة ناجعة لتمويل الاستثمارات والمشاريع الإنتاجية وبأسلوب يحقق أهداف المتعاقدين، مما يعود بالخير على الاقتصاد الوطني نتيجة لتطوير المشاريع الإنتاجية المختلفة.

أولاً- التمويل بالاعتماد الإيجاري

يعتبر هذا النوع من التمويل من بين الأنواع التي لقيت استحسانا وقبولا كبيرا من قبل الشركات، كون هذا البديل يمثل أحد الوسائل التي يلجأ إليها المشروع الذي يعاني من مشاكل الحصول على قرض من البنوك لتمويل ما يحتاج إليه من تطوير أو توسع أو تحديث.²

¹ محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثالية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016، ص ص 90-96.

² علي خلف عبد الله، وليد ناجي الحياي، مرجع سبق ذكره، ص 108.

الفصل الثاني: السياسة التمويلية ومصادر التمويل الحديثة في المؤسسة

1- مفهوم التأجير التمويلي: لقد تعددت واختلفت تعريفات العلماء لعقد التأجير التمويلي رغم إتحادها في المعنى والخصائص المشتركة المتعلقة به نذكر منها مايلي:

- فقد عرفه الاقتصاديين بأنه "وسيلة تمويل بمقتضاها تقوم مؤسسة مالية بتأجير بعض التجهيزات والآلات إلى عملائها مع تطبيق أحكام عقد الإيجار في العلاقة بينهما".
- وعرفه آخرون بأنه "اتفاق تعاقدي بين طرفين يخول أحدهما إلى الانتفاع بأصل مملوك للطرف الآخر مقابل دفعات دورية لمدة زمنية محددة".¹

2- أطراف التمويل التأجيري

هناك طرفان أساسيان وهما المؤجر والمستأجر ويمكن أن يكونا أفرادا أو شركات مساهمة أو مؤسسات مالية، وفي بعض الأحيان يوجد سمسار يلعب دور الوسيط بين المؤجر والمستأجر ويحصل على نسبة لقاء خدماته، وقد يضم العقد ممولا للمستأجر الذي يعطيه المال اللازم عن طريق القروض.²

3- أنواع التمويل التأجيري

هناك عدة أنواع يمكن تلخيصها في أربعة أنواع وهي:

3-1- التأجير التشغيلي: ويطلق عليه بالتأجير الخدمي ويمتاز هذا النوع بالميزات التالية:

- ✓ إن أقساط الإيجار تغطي تكلفة الأصل بالكامل.
- ✓ للمستأجر حق إلغاء الإيجار وإعادة الأصل قبل انتهاء اتفاقية الإيجار.³

3-2- التأجير التمويلي: ويسمى أيضا بالتأجير الرأسمالي وهو علاقة تعاقدية يقوم بمقتضاها المؤجر بمنح المؤسسة المستأجرة حق الانتفاع بأصل معين خلال فترة زمنية معينة مقابل مبلغ يدفعه بشكل دوري وهو عقد غير قابل للإلغاء ويمتاز هذا النوع بالميزات التالية:

- ✓ اتفاقية الإيجار تشمل كل العمر الاقتصادي للأصل.
- ✓ المستأجر يكون مسؤولا عن التأمين والضرية وتكاليف الصيانة.

¹ حنان كمال الدين جمال ضبان، عقد التأجير التمويلي وتطبيقاته المعاصرة " دراسة فقهية"، بحث لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير، كلية الشريعة والقانون، قسم الفقه المقارن، الجامعة الإسلامية غزة، 2015، ص6.

² محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص667.

³ عادلة حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدران، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2011-2014)، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 10، العدد 37، جامعة البصرة، العراق، 2014، ص91.

الفصل الثاني: السياسة التمويلية ومصادر التمويل الحديثة في المؤسسة

✓ المستأجر غالبا يكون له الحق أن يحدد اتفاقية الإيجار .

✓ قد تنتهي عملية الإيجار بهذا النوع إلى تملك المستأجر للأصل الذي أستأجره.¹

3-3- البيع وإعادة التأجير: هو عقد تقوم بمقتضاه مؤسسة مالكة لبعض الأصول كالأراضي والتجهيزات... إلخ، ببيع أصولها إلى مؤسسة مالية كشركات التأمين أو شركات الوساطة المالية أو شركات التأجير، شرط أن تقوم هذه الأخيرة بإعادة تأجير الأصل إلى المؤسسة البائعة بغرض استعماله في مجالات أخرى.²

4- مزايا وعيوب التمويل التأجيري

أ - **مزايا التمويل التأجيري:** يمكن اختصار مزايا التمويل التأجيري في العناصر التالية:

✓ يمكن الإيجار التمويلي من تحقيق وفورات ضريبية.

✓ الأصل المستأجر يبقى بعيدا عن أيدي الدائنين في حالة عدم قدرة الشركة على السداد.

✓ نقل أعباء تقادم الأصل إلى المؤجر.³

✓ التأجير كمصدر مهم لتمويل الاستثمارات.

✓ يؤدي إلى تجنب أخطار الملكية وتخفيض تكلفة الإفلاس.

✓ التخلص من قيود وأعباء الاقتراض.

✓ تجنب الإجراءات المعقدة لقرار الشراء .

✓ توفير السيولة المالية لأغراض أخرى.⁴

ب - **عيوب التمويل التأجيري:** من بين سلبيات التمويل التأجيري نذكر مايلي:

✓ ارتفاع قيمة الدفعات لأنها تغطي كل من إهلاك الأصل، تكلفة المال المستثمر، مكافئة الخدمة المقدمة والأخطار المحتملة.

✓ الالتزام بدفع أقساط التأجير إلى غاية نهاية العقد حتى إذا لم تستغل الأصول المؤجرة.

¹ علي خلف عبد الله، وليد ناجي الحياي، مرجع سبق ذكره، ص110.

² رابح خوني، رقية حساني، واقع وأفاق التمويل التأجيري في الجزائر وأهميته كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، يومي 17-18 أفريل 2006، ص02.

³ أيمن الشنطي، عامر شقر، مرجع سبق ذكره، ص53.

⁴ خوني رابح، حساني رقية، مرجع سبق ذكره، ص03.

الفصل الثاني: السياسة التمويلية ومصادر التمويل الحديثة في المؤسسة

✓ قد تؤثر دفعات التأجير الدورية على السيولة النقدية للمؤسسة المستأجرة خاصة إذا كانت نسبة الأصول المؤجرة مرتفعة بالنسبة للأصول الرأسمالية.¹

ثانيا- التمويل بتقنية عقد تحويل الفاتورة

من بين أهم المشاكل التي تعاني منها المؤسسات الاقتصادية مشكلة تسيير وتحصيل حقوق زبائنها وذلك نظرا لما يكلفها من مال ووقت، وحتى تتجاوز المؤسسات هذه المشكلة ظهرت عدة تقنيات منها عقد شراء الحقوق التجارية (تحويل الفواتير).

1-تعريف عقد تحويل الفاتورة: هناك عدة تعاريف نذكر منها مايلي:

- هي تقنية تمويل حقوق قصيرة المدى، حيث تقوم المؤسسة بالتخلي عن كل حقوقها (الفواتير) إلى شركة عقد تحويل الفاتورة «factor» الذي يختلف عن البنك وهي غالبا فرع من بنك كبير، تقوم هذه الأخيرة بتغطية الفواتير، متابعة المدينين، التحصيل وتأمين المتابعة القضائية في حالة عدم الدفع.²

حيث توجد ثلاثة أطراف في عملية الفاكторинг، الطرف الأول وهو التاجر أو الموزع الذي بحوزته الحسابات المدينة، أما الطرف الثاني فهو العميل أي الطرف المدين للطرف الأول، والطرف الثالث وهو المؤسسة المقرضة.³

2- خصائص عقد تحويل الفاتورة

يتميز عقد تحويل الفاتورة بمجموعة من الخصائص وهي:

- **عقد تجاري:** يعتبر عقد تحويل الفاتورة عمل من أعمال التجارة إذ أنه مبرم بين تاجرين من أجل حاجاتهم التجارية (الوسيط والمنتمي).

¹- نبيل مكي، المعالجة المحاسبية لعقود الإيجار التمويلي وفق النظام المحاسبي المالي، مذكرة لنيل شهادة ماستر في العلوم المالية والمحاسبة، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص55.

²- يعقوب عطاء الله، مستقبل تطبيق أنماط التمويل الحديثة في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة لنيل شهادة ماستر في العلوم التجارية، تخصص محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2013-2014، ص ص84-85.

³- وردة مودع، آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية ونقود، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015-2016، ص76.

الفصل الثاني: السياسة التمويلية ومصادر التمويل الحديثة في المؤسسة

- عقد ملزم للجانبين: في هذه الخاصة عقد تحويل الفاتورة يشبه عقد البيع لأنه ينشأ التزامات متبادلة في ذمة أطرافه.
- عقد معاوضة: يأخذ كل طرف في العقد مقابلاً لما يعطيه، حيث يتعهد الوسيط بالوفاء بقيمة الحقوق وضماتها وتسييرها مقابل أن يدفع المنتمي للوسيط عمولة لقاء هذه الخدمة.
- عقد مسمى: يعتبر هذا العقد الإطار الأمثل الذي وجده الأطراف لتنظيم العلاقات الناشئة في ظل عملية تحويل الفواتير.
- عقد زمني: فهو عقد يربط المتعاقدين لمدة غير محدودة وأحياناً يكون بمدة محدودة وهو يتعلق أساساً بعمليات متكررة.
- عقد يقوم على الاعتبار الشخصي: تقوم شركة تحويل الفواتير باختيار عملائها بشكل دقيق فتراعي في ذلك المصداقية والسمعة والمركز المالي الذي يتمتع به الزبون والعكس، وذلك من أجل التقليل من المخاطر التي قد تتعرض إليها نتيجة هذا التعاقد.
- عقد ائتماني: يقوم الوسيط والمنتمي بعملية ائتمان، إذ أن الأول يدفع قيمة الدين للمنتمي قبل حلول أجل استحقاقه مقابل أن يقوم الثاني بنقل ملكية الحقوق ودفع عمولة لتغطية مخاطر عدم الوفاء.
- عقد تمويل وضممان: تلعب شركات تحويل الفواتير دور ممولة وضمامنة لنشاط المؤسسات الاقتصادية من حيث تدخلها لاستيفاء قيمة السلع والخدمات التي تباعها هذه المؤسسات وضماتها في متابعة المدين.¹

المطلب الثاني: التمويل عن طريق مؤسسات رأس المال المخاطر

يعتبر رأس المال المخاطر أحد أشكال التمويل الحديثة للمؤسسات خاصة في أولى مراحل إنشائها، والتي تتميز بكونها تمتلك فرصة نجاح ونمو عالية، وفي نفس الوقت يتسم الاستثمار بها بمخاطر عالية وسنوضح ذلك من خلال هذا المطلب.

1- نشأة رأس مال المخاطر: ظهرت فكرة رأس مال المخاطر بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية استجابة لاحتياجات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك من خلال إنشاء أول شركة متخصصة في رأس المال المخاطر سنة 1946، تحمل اسم المؤسسة الأمريكية للبحث والتطوير (ARDC) تهدف إلى المساهمة في رأس مال المؤسسات الإلكترونية

¹ صبرينة عماري، كريم عبيد، الإطار القانوني لعقد تحويل الفاتورة، مذكرة لنيل شهادة ماستر في القانون، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري - تيزي وزو، 2016، ص ص 10-12.

الفصل الثاني: السياسة التمويلية ومصادر التمويل الحديثة في المؤسسة

المبتكرة، وفي سنة 1979 عرفت شركات رأس المال المخاطر انتشارا كبيرا بسبب إلغاء القيود الجبائية والتنظيمية التي كانت تفرض عليها من خلال تخفيض الضرائب على القيمة المضافة. أما في أوروبا فقد تم تأسيس الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر في سنة 1983، ثم انتشرت هذه الفكرة في معظم دول العالم، وأصبحت وسيلة تمويلية تلعب دور مهم في دعم وتمويل المؤسسات الاقتصادية خاصة المتوسطة والصغيرة منها التي تجد صعوبات كبيرة في حصولها على التمويل.¹

2- تعريف رأس مال المخاطر

يعرف بأنه وسيلة تمويلية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة التي عادة ما تسعى إلى تطبيق أفكار لمنتجات وتقنيات حديثة لا يتوفر لأصحابها الأموال اللازمة لتمويلها، سواء عند إنشائها أو التوسع فيها وذلك لغرض تحويل هذه الأفكار إلى أنشطة إنتاجية تدر أرباحا رأسمالية عالية.²

3- أنواع مؤسسات رأس المال المخاطر: هناك نوعين رئيسيين وهما:

- أ- **شركات رأس المال المخاطر:** تتخصص في تمويل المشاريع الاستثمارية التي تتميز بارتفاع عنصر المخاطرة ولكن آفاق نموها المحتملة كبيرة، وبالتالي يتوقع أن يحقق الاستثمار فيها عوائد كبيرة مستقبلا، وينصب اهتمامها على نوعين من المشروعات وهما:
- ✓ المشروعات الجديدة ذات المخاطر المرتفعة.
 - ✓ المشروعات القائمة المتعثرة التي لا تحقق العائد المطلوب.³

ب- **صناديق الاستثمار المباشر:** هي عبارة عن وعاء مالي تجمع فيه الأموال من عدة مستثمرين لإنشاء صندوق استثماري كبير، ويعاد توظيف هذه الأموال في مشاريع مختلفة ويستطيع هذا الصندوق الاستثمار في مختلف الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، فعندما يقوم المستثمر بشراء أسهم في الصندوق يصبح أحد ملاك تلك الاستثمارات.⁴

1- الأغا تغريد، محمد حشماوي، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة "دراسة حالة الجزائر"، مجلة المدير، المجلد 03، العدد 01، المدرسة العليا للإدارة والتجارة الدولية القليعة، الجزائر، جوان 2016، ص 8.

2- محمد الطاهر الهاشمي، صندوق استثمار إسلامي مخاطر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي، الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، اسطنبول-تركيا-، أيام 08-09 نوفمبر 2019، ص 162.

3- عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد إسلامي، قسم الشريعة، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر-باتنة-، 2007-2008، ص 99.

4- منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، د ط، الدار المصرية اللبنانية، مصر، 2000، ص 47.

4- مزايا وعيوب التمويل برأس المال المخاطر

أ- مزايا التمويل برأس المال المخاطر: نلخص أهم المزايا في النقاط التالية:

- ✓ زيادة الأموال الخاصة بسبب مساهمة المخاطرين بحصة معتبرة من رأس المال.
- ✓ لا تكون أموال المخاطرين مستحقة أو واجبة الأداء إذا كانت حالة المشروع لا تسمح بذلك، على اعتبار أنها أصبحت جزء من أمواله الخاصة وذلك على عكس القروض.
- ✓ لا تقتصر مشاركة المخاطرين على الجانب المالي فحسب وإنما يصاحبها النصح والمتابعة.

ب- عيوب التمويل برأس المال المخاطر: تتلخص فيما يلي:

- ✓ المشاركة في قرارات المشروع والتدخل في توجيه مساره باعتبارها مالكة لجزء من رأس مال الشركة.
- ✓ مطالبة المخاطرين بمبالغ مرتفعة في حالة نجاح المشروع نظير مجازفتهم في بداية المشروع.¹

المطلب الثالث: التمويل بتقنية تمويل المشروع

عادة ما تكون البيئة التمويلية للمؤسسة غير مشجعة للدخول في مجالات استثمارية لوجود عدة قيود وعراقيل، وهذا ما أدى إلى بروز تقنية تمويل المشروع كأداة جديدة لتجاوز هذه الصعوبات.

1- مفهوم تقنية تمويل المشروع

تعرفها مؤسسة التمويل الدولية بأنها أداة استثمارية تركز على تقديم التمويل اللازم للمشروعات الجديدة اعتمادا على التدفقات النقدية والأصول دون الحاجة إلى ضمانات من قبل صاحب المشروع، مما يؤدي إلى تخفيض مخاطر التمويل وتحقيق فائدة للطرفين. وإن هذه التقنية تستخدم في حدود ضيقة ولنوعية معينة من المشروعات كمشروعات المناجم ومصادر الطاقة الرئيسية، وازداد استخدامها لتوفير التمويل خاصة في الأسواق الناشئة.

¹ عبد الرحمان بن ساعد، سعاد صابور، رأس المال المخاطر ودوره في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة الجزائر OFINANCE، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، العدد 05، المركز الديمقراطي العربي ألمانيا - برلين -، فيفري 2019، ص 19.

2- خصائص تقنية تمويل المشروع

من خلال ما سبق نجد أن تقنية تمويل المشروع تركز على الخصائص التالية:

- أن يكون المشروع وحدة اقتصادية من حيث الوجود وقائم بذاته.
 - أن يتم اعتماد التمويل الذي يدر عوائد للمشروع ضمانا لسداد أصل القرض.
 - تمويل المشروع بتجميع الأموال اللازمة من المستثمرين والدائنين ليتعاونوا جميعا في تحمل التكاليف والمخاطر، ووجود مؤسسة مالية مستعدة لمنح الأموال طويلة الأجل اللازمة للمشروع.
 - التدفقات النقدية تكون متوقعة ومستقرة توزع بين الممولين والمساهمين.
- ومن الشروط الضرورية الواجب توفرها لنجاح المشروع والتي تغنى عن الضمانات مايلي:
- دراسة الجدوى التقنية الاقتصادية للمشروع لمواجهة المخاطر التكنولوجية والاقتصادية.
 - ضمان استمرارية المشروع تولد مداخيل يجب أن تغطي التكاليف والفوائد على القروض.
 - توفر المادة الأولية من حيث الكمية والنوعية خلال فترة الإنجاز.¹

المطلب الرابع: التمويل باستخدام صيغ التمويل الإسلامية

سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى مختلف صيغ التمويل الإسلامي وفقا لأسس الشريعة الإسلامية، والتي تعتبر من الصيغ الحديثة البديلة للصيغ التقليدية نظرا للدور والأهمية الكبيرة الذي تقدمه في تمويل المشاريع الاستثمارية وفقا لقاعدة الشرعية " الغنم بالغرم "².

1- تعريف الصكوك الإسلامية

لقد تعددت المفاهيم المرتبطة بالصكوك الإسلامية ومن أهمها نذكر مايلي:

- يقصد بالصكوك الإسلامية تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول.³

¹- راندة فراح، مرجع سبق ذكره، ص ص64-65.

²- أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013، ص26.

³- أبو بكر توفيق فتاح، استثمار الصكوك الإسلامية وهيمنتها على الأوراق المالية العالمية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص30.

2- أنواع صيغ التمويل الإسلامية

أولاً- صيغ التمويل في المدى الطويل

هي تلك الصيغ التي تطبقها البنوك الإسلامية في آجال تساوي أو تتعدى الخمس (05) سنوات على الأقل، ومن هذه الصيغ نجد كل من المضاربة والمشاركة.

1- صيغة المضاربة (القراض): فهي تمثل حصصاً شائعة في موجودات المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب وبدأ عمليات الاستثمار وحتى تاريخ تصفية المضاربة.

- أو هي وثائق يصدرها المضارب أو وسيط مالي ينوب عنه، بقصد استقلاله باستثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص، ويحدد إصدارها طبيعة المشروع أو نوع النشاط الذي تستثمر فيه حصيلة الصكوك، مدة هذا الاستثمار، الأرباح المتوقعة منه وطريقة توزيعها بين المضارب ومالكي الصكوك.

1-1- أنواع صكوك المضاربة: تختلف باختلاف نوع المضاربة وفقاً لمايلي:

✓ **صكوك المضاربة المطلقة:** لا تكون مخصصة لمشروع معين بل يخول للمضارب الحق في استثمارها في أي مشروع.

✓ **صكوك المضاربة المقيدة:** وتفيد هذه الصكوك بمشروع معين كالاستثمار في العقارات أو الاستثمار في مصانع السيارات أو غيرها.

✓ **صكوك المضاربة المستمرة (المستردة في نهاية المشروع):** وهي التي لا تستحق رأس مالها إلا بعد انتهاء المشروع.

✓ **صكوك المضاربة المحدودة أو المستردة بالتدرج:** وتحدد الجهة المصدرة تواريخاً محددة بمثابة محطات يمكن لأصحابها الحصول على أرباحهم إن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم.¹

2- صيغة المشاركة: يشير التمويل بالمشاركة إلى أن المصرف يقدم حصة في إجمالي التمويل اللازم لتنفيذ عملية ما على أن يقدم الشريك الآخر (طالب التمويل) الحصة المكتملة، ويقوم بإدارة العملية والإشراف عليها، فتكون حصته مشتملة على حصة في المال بالإضافة إلى حصة العمل والخبرة والإدارة ومن أهم خصائصها مايلي:²

¹ - أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية: مفهومها، أنواعها، آليات التعامل معها، الرقابة عليها، المخاطر وعلاجها، الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2014، ص54.

² - كريمة وضحة، واقع صيغ التمويل الإسلامية في الجزائر-حالة بنك البركة الجزائري-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية-، المجلد 06، العدد 16، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2007، ص151.

الفصل الثاني: السياسة التمويلية ومصادر التمويل الحديثة في المؤسسة

- ذات مخاطر استثمارية متدنية لأنها مسنودة بأصول اقتصادية تتميز بربحية عالية وإدارة كفأة وتتنوع في قطاعات اقتصادية مختلفة.
- يمكن تسيلها في أي لحظة في السوق المالي.
- يمكن استخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد.
- ذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الاستثمار الأخرى المتاحة.¹

2-1 - أنواع صكوك المشاركة: من أهم هذه الأنواع نذكر مايلي:

- ✓ **صكوك المشاركة الدائمة:** تعتبر هذه الصكوك بديلا للأسهم حيث يمكن للمصدر أن يوسع نشاطه أو ينشأ مشروعاً موازياً فيقوم بالتكفل بجزء من رأس المال وي طرح الجزء الباقي للاكتتاب.
- ✓ **صكوك المشاركة المحددة:** وتكون مؤقتة تحدد بفترة زمنية متوسطة وتنتهي بانتهاء المشروع أو الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية وتكون نهايتها إما صكوك المشاركة المستردة بالتدرج أو صكوك المشاركة المنتهية بالتملك إلى المصدر.²

- 3- **صيغة صكوك المزارعة:** وهي تقديم عنصر الأرض إلى العامل الزراعي على أن يكون الإنتاج بينهما، فالمالك يقدم الأرض والبذور ويقوم الثاني بالعمل والإنتاج على أن يتفق على نسبة لكل واحد منهما.³

وتتمثل شروط المزارعة فيمايلي:

- توفر جميع الشروط الواجب توفرها في العقد مثل أهلية المتعاقدين.
- أن تكون الأرض صالحة للزراعة وأن يكون ما يزرع فيها معلوماً.
- معرفة البذور من حيث النوع، الجنس، الصفة.
- معرفة من عليه البذور والمعدات (صاحب الأرض أم العامل).
- أن يكون الناتج بينهما مشاعاً وبالنسبة المتفق عليها.
- أن تكون الأرض ملك لأحدهما وعلى الآخر العمل والبذور حسب الاتفاق.
- بيان المدة (سنة أو أقل أو أكثر) ويجب أن تكون كافية لتحقيق الناتج من الأرض.⁴

¹- هناء محمد هلال الحنيطي، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية "دراسة حالة"، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 42، العدد 2، كلية المال والأعمال، جامعة العلوم الإسلامية العالمية - الأردن، -، 2015، ص 556.

²- أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 48-49.

³- كريمة وضحة، مرجع سبق ذكره، ص 151.

⁴- أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 60.

ثانياً - صيغ التمويل في المدى المتوسط

وهي التي تكون مدتها أكبر من سنة وأقل من خمس سنوات وتشمل كل من صيغ التمويل بالإجارة، الإستصناع، والبيع بالتقسيط.

1- صيغة التمويل بالإجارة: تعرف على أنها وثائق استثمارية تمثل ملكية حصص متساوية في عقار مؤجر أو في منفعة عقار، تعطي صاحبها حق التملك والحصول على الأجرة والتصرف في ملكيته بما لا يضر بحقوق المستأجر، وقابلة للبيع والتداول، ويتحمل حامل الصك ما يترتب على المالك من تبعات بالعقار كالصيانة والهلاك، ويجوز تداولها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصك للموجودات وحتى نهاية أجلها.¹

وتتميز بمايلي:

- متوسطة وطويلة الأجل وقليلة المخاطر.
- قابلة للتداول في أسواق المال.
- تستخدم في تمويل المشروعات الكبرى كما أنها توفر ميزة تملك المشروع في نهاية العقد.

2- صيغة التمويل بالإستصناع: وهي تشبه صكوك السلم إذ تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة هي من قبيل الديون العينية لأنها موصفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع (البائع)، وهذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدارها من قبل البائع أو المشتري وتتميز بمايلي:

- ✓ توفر تمويلاً متوسط الأجل لتلبية الاحتياجات التمويلية لتصنيع سلع محددة.
- ✓ يمكن استعمالها لتمويل رأس المال العامل للمشروعات الاستثمارية ذات الجدوى.
- ✓ تسمح بتمويل مشروعات البنى التحتية مثل الطرق والمجاري وما شابهها.
- ✓ تشجع وتساعد في الاستغلال الأمثل للمواهب والقدرات التكنولوجية.²

¹ - أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية، مرجع سبق ذكره، ص30.

² - هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سبق ذكره، ص ص556-557.

ثالثا - صيغ التمويل في المدى القصير

1- صيغة المرابحة: تختص لتمويل عمليات المرابحة التي نعني بها ذلك العقد الذي بمقتضاه يعلن العميل عن شراء سلع أو معدات، فيقدم للمؤسسة المالية لشراء هذه السلع، وبعد أن تمتلكها المؤسسة تقوم ببيعها له بثمنها بالإضافة إلى ما تكبدته من تكاليف بشأنها، بالإضافة إلى ربح معقول يتفق عليه الطرفان مع الاتفاق على شروط السداد، ويتم تمويل هذه العملية وفقا للضوابط الشرعية عن طريق إصدار سندات المرابحة.¹

1-1- شروط صحة المرابحة: تتمثل في:

- ✓ أهلية المتعاقدين والصيغة المتعلقة بالعقد.
- ✓ يجب تحديد مواصفات السلعة وزنا أو عددا أو كيلا وصفا كاملا نافيا للجهالة.
- ✓ يجب أن يكون المبيع عرضا فلا يصبح بيع النقود مرابحة.
- ✓ يجب أن يكون الثمن الأول للسلعة معلوما للمشتري الثاني.
- ✓ يجب أن يكون الربح معلوما لأنه يخص الثمن والعلم بالثمن شرط لصحة البيع.
- ✓ أن يمتلك البائع (المشتري الأول) السلعة بعقد صحيح قبل أن يبيعها إلى المشتري الثاني، فلو كان فاسدا لا تجوز لأنها بيع بالثمن الأول مع زيادة ربح.
- ✓ يجب أن يقوم البنك الممول بتسليم البضاعة المتفق عليها للعميل في الزمان والمكان والطريقة المتفق عليها، وفي حالة حدوث أي تلف في البضاعة قبل أن يتسلمها الزبون يتحمل البنك مسؤوليتها.²

2- صيغة التمويل بصكوك السلم: هي بيع آجل وعاجل وهو بيع يتقدم فيه الثمن ويسمى رأس المال وتتأخر فيه السلعة لأجل معين وتسمى المسلم فيه، وهو عقد تمويل يتموي يستخدم في مجال التمويل الزراعي والصناعي وكل الأنشطة الإنتاجية ويشترط فيه مايلي:

- أن تكون السلعة مؤجلة إلى أجل معلوم.
- أن يكون المسلم فيه مما يغلب وجوده عند حلول الأجل.

¹ - نجاه طباع، الوجه الإسلامي لتنظيم آليات تداول السيولة في السوق المالية الإسلامية، المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي، الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، اسطنبول-تركيا-، أيام 08-09 نوفمبر 2019، ص303.

² - سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة لحالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، 2013-2014، ص145.

الفصل الثاني: السياسة التمويلية ومصادر التمويل الحديثة في المؤسسة

▪ قيد رأس مال السلم في مجلس العقد، ولذلك لا يجوز جعل الدين رأسمال السلم ولا يجوز الخيار في هذا العقد وتحتم تحديد السعر .

3- صيغة القرض الحسن: هو دفع مال أو تملك شيء له قيمة بمحض التفضيل على أن يرد مثله بأخذ عوض متعلق بالذمة أصلاً شريطة أن يكون ذلك العوض مخالف لم دفعه. دين من جهة معينة لفترة زمنية محددة ويرد دون زيادة أو نقصان وغالباً ما يمنح لغايات اجتماعية.¹

المبحث الثالث: كيفية الاختيار بين مصادر التمويل، تقييم الهيكل المالي للمؤسسة

وعلاقته بالقرارات التمويلية.

المطلب الأول: كيفية الاختيار بين مصادر التمويل

إذا ما أردنا أن نحدد أي مصدر من المصادر التمويلية هو أفضل فلا نستطيع ذلك بالشكل النظري المطلق، لأنه لكل مصدر ظروفه إضافة إلى مزاياه وعيوبه، والاختيار يعتمد على العلاقة التفضيلية ما بين المخاطر والمردود، إذن فالاختيار يعتمد على تقدير الشخص المسؤول.

وبشكل عام فإنه يوجد محددات للاختيار ما بين المصادر التمويلية وهي:

- ما يفرضه الممولين من قيود أثناء طلب التمويل.
- ما يفرضه الممولين من مواعيد للتسديد وإن كان ذلك يتناسب مع التدفقات النقدية الداخلة أم لا.
- تحديد تكلفة كل نوع من أنواع التمويل إذ أن لكل مصدر تمويلي تكلفة خاصة به لا بد من مقارنة ذلك مع العائد المتوقع على الاستثمار.
- يتم اختيار المصدر التمويلي ذو العائد الاستثماري المرتفع والتكلفة المنخفضة.
- حجم الأموال التي ترغب المنشأة في الحصول عليها وإمكانية تليتها من المصادر المختلفة.²

المطلب الثاني: تقييم الهيكل المالي للمؤسسة

من أجل التطرق إلى عملية تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة يجب الحكم على حالته ووضعيته من خلال ثلاث حالات رئيسية ممكنة وهي كالتالي:

- أن تكون وضعيته أقل من النسبة المستهدفة هذا يعني وجود خلل في الهيكل المالي.
- أن تكون وضعيته مساوية للنسبة المستهدفة هذا يعني هيكل مالي مناسب.

¹- عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 107-108.

²- طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 27.

الفصل الثاني: السياسة التمويلية ومصادر التمويل الحديثة في المؤسسة

- أن تكون وضعيته تجاوزت النسبة المستهدفة وهنا يجب إعادته إلى الوضع الطبيعي.
 - في حالة إذا تم تقييم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة بعدم أمثلته، تقوم باتخاذ بعض الإجراءات التصحيحية من أجل السير به نحو الأمثلية، والتي تتمحور في أربعة أساليب ممكنة وهي كالتالي:
 - إعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي وذلك باستخدام أموال ملكية جديدة من أجل تخفيض نسبة الاستدانة وهذا في حالة ارتفاعها، أو اللجوء إلى أموال الاستدانة من أجل تخفيض نسبة أموال الملكية في حالة كون نسبة أموال الاستدانة منخفضة.
 - التنازل عن الاستثمارات غير المستخدمة أو غير الضرورية واستخدام الأموال المتحصل عليها من هذه العملية في إرجاع الأموال المقترضة إذا كان الهدف هو تخفيض نسبة الأموال المقترضة.
 - تمويل الاستثمارات الجديدة واختيار مصادر التمويل وذلك بمراعاة تحقيق نسبة الاستدانة المثلى.
 - تمتلك المؤسسة طريقة أخرى وهي المساهمة بتوزيعات الأرباح على المساهمين، وهذا بمراعاة تحقيق نسبة الاستدانة المثلى.
- بالإضافة إلى ذلك فإنه يجب على المؤسسة الرغبة في السير نحو تحقيق هيكل مالي مناسب أن تحرص على التحجيم من الاحتياجات المالية لدورتها الاستغلالية.¹

المطلب الثالث: علاقة القرارات التمويلية بالهيكل المالي للمؤسسة

- من أجل اتخاذ القرار التمويلي المناسب لابد من الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من المقومات:
- ✓ الملائمة بين زيادة التمويل الداخلي والتمويل الخارجي وملاحظة تكلفة التمويل.
 - ✓ التوزيع المتناسق للتمويل الطويل والقصير الأجل وربطه بالاستخدامات.
 - ✓ تحديد نسب مئوية لمساهمة كل نوع من أنواع التمويل الداخلي والخارجي.
 - ✓ تحديد تشكيلة الخصوم الطويلة والقصيرة الأجل، حيث يعتمد متخذو القرارات المالية السليمة على أسس عملية واستخدام المؤشرات المالية ودراسة أثر الاحتمالات المختلفة للقرار قبل تنفيذه، أو أن يقارن تكلفة تنفيذ القرار بالعائد المتوقع منه.

كما أنه يجب باستمرار تحليل القرارات وهناك معايير معينة يستفاد منها في هذا الغرض منها:

- ✓ التحليل المستمر للمراكز المالية وبالذات الشهرية تكون مفيدة جدا لاتخاذ القرار السليم.
- ✓ تصحيح الهيكل التمويلي أولا بأول فتكون هناك أموال فائضة يستدعي الأمر استخدامها للتوسع في الأنشطة.
- ✓ خلق أنشطة متجانسة.

¹ عقيلة زهري، مرجع سبق ذكره، ص16.

الفصل الثاني: السياسة التمويلية ومصادر التمويل الحديثة في المؤسسة

ومن الطبيعي أن كل قرار يتخذ حالياً يظهر أثره في المستقبل إما ربحاً أو خسارة، ذلك يدعو إلى محاولة تتبع آثار القرارات على الهيكل التمويلي للمؤسسة.¹

¹ - حسناء هميلي، رميساء معلم، القرارات التمويلية الإستراتيجية في تعظيم قيمة المؤسسة -دراسة حالة المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز، مذكرة لنيل شهادة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، قسم العلوم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي التبسي - تبسة-، 2016-2017، ص ص 23-24.

خلاصة الفصل

من خلال ما سبق يمكن القول أن السياسة التمويلية تتحدد بناء على مخطط إستراتيجي، فكما كانت قراراتها ملائمة وجيدة تتماشى مع متطلبات المحيط المالي ووضعية المؤسسة الداخلية، فإن ذلك سوف يمكنها من تحقيق أهدافها بشكل جيد والتقليل من درجة المخاطر التي يمكن أن تؤثر على الأداء المالي لها، وبالتالي تغطية مختلف احتياجاتها بما يضمن الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة بأقل تكلفة وبأعظم مردودية ممكنة، حيث يعتمد متخذ القرار المالي على عدة عوامل للمفاضلة بين بدائل التمويل المتاحة منها عامل الربحية والمخاطرة بالدرجة الأولى.

ونظرا للصعوبات والعراقيل المرتبطة بمصادر التمويل التقليدية أصبح لزاما على المؤسسات البحث عن مصادر تمويل حديثة بديلة للصيغ التقليدية، لما توفره من خصائص ومميزات في مختلف المراحل الإنتاجية التي تمر بها المؤسسة للقيام بأي مشروع استثماري، خاصة في ظل التطورات المصرفية الحالية والمتمثلة في التقنيات المستحدثة لتمويل المؤسسات منها التمويل التأجيري كبديل لتمويل الاستثمارات وعقد تحويل الفاتورة لتحصيل حقوقها، كذلك تقنية رأس المال المخاطر التي تمول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتقنية تمويل المشروع كبديل للتمويل البنكي الذي يتطلب ضمانات وأخير التمويل باستخدام صيغ التمويل الإسلامية وهذا من أجل ضمان التمويل الفعال لمختلف المؤسسات الاقتصادية واختيار السياسة التمويلية المناسبة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية المسطرة من قبلها.

الفصل الثالث

دراسة حالة لمؤسسة

عبيدي محمد فرع صناعة الأكياس

البلاستيكية

تمهيد

بعد تعرضنا في الجانب النظري إلى مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية سنحاول في هذا الفصل إسقاط كل هذا في دراسة تطبيقية على مجمع عبيدي محمد لصناعة مواد التعبئة والتغليف "الأكياس البلاستيكية" الذي شهد جملة من التطورات المسجلة في وضعيتها المالية طيلة فترة الدراسة.

واعتباراً أن مجمع عبيدي محمد كغيره من المؤسسات الاقتصادية الأخرى فإن هدفه الأساسي هو الوصول إلى هيكل تمويلي أمثل، وبالتالي فهو يعتمد في سياسته التمويلية على تشكيلة متنوعة من مصادر التمويل سواء كانت داخلية بواسطة موارده الذاتية أو خارجية عن طريق الاستدانة، ومن أجل تشخيص وضعيتها المالية والتعرف على مختلف مصادر تمويله بهدف تفعيل الخيار الإستراتيجي للمؤسسة محل الدراسة والمقارنة بين النتائج المتوصل إليها سوف يتم التطرق إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: تقديم عام للمؤسسة محل الدراسة.

- المبحث الثاني: تحليل الوضعية المالية للمؤسسة.

- المبحث الثالث: تحليل التدفقات المالية.

المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة عبيدي محمد

سنحاول من خلال هذا المبحث التعرض إلى تقديم المؤسسة محل الدراسة من حيث التعريف بالمؤسسة، طبيعة نشاطها وأهدافها، فروع المؤسسة محل الدراسة والهيكل التنظيمي، والتي تساعدنا في تحديد مكانة ووضعية المؤسسة في السوق المحلي.

المطلب الأول: نشأة وتطور مجمع عبيدي محمد والتعريف به

يمكننا تقديم المؤسسة محل الدراسة من خلال التعريف بالمجمع كمايلي:

أولاً- نشأة وتطور مجمع عبيدي محمد:

بعد الأبحاث والدراسات التمهيديّة لإعداد المشروع من خلال التركيز على المنطقة الجغرافية ودراسة إمكانية التمويل المتاحة، فقد تقرر إنشاء مجمع عبيدي محمد سنة 2000، حيث استفاد من قطعة أرض بمساحة 22500 م² لإقامة مركب صناعي في مجال التغذية، وقد تم البدء في هذا النشاط برأس مال قدر بـ 112500.000.00 دج، فأنشأ أول مطحنة للفرينة " مطاحن لحسن بلعبيدي" لطحن القمح اللين في 2001، وبدأ مزاوله النشاط في سنة 2002، ومع مرور الوقت لاحظ صاحب المجمع أن الطلبات على إنتاجه في تزايد، فقام بالتوسع في جوان 2006 حيث تم إنشاء وحدة إنتاج مواد التعبئة والتغليف الخاصة بالقمح ومشتقاته "صناعة الأكياس البلاستيكية" من أجل تغطية النقص الذي كان يواجهه في المطحنة وكذا بعض الطلبات الخارجية حول جميع المنتجات التي تتطلب هذا النوع من المواد، وفي سنة 2009 قام المجمع بالتوسع في المطاحن حيث تم إنشاء فرع لإنتاج القمح الصلب وكذلك تم إنشاء فرعين جديدين فرع نقل البضائع على كل المسافات ومحطة التزويد بالوقود، وفي سنة 2011 أفتتح المجمع مركب جديد يسمى ZIMBA للمصبرات الغذائية.

ثانياً- التعريف بمجمع عبيدي محمد

مجمع عبيدي هو مؤسسة فردية خاصة اقتصادية تأسست من طرف محمد عبيدي سنة 2001 على الطريق الوطني رقم 26 بسدراتة - بلخير- ولاية قالمة، حيث أنه يقع على الشمال الشرقي للولاية، تقدر المساحة الإجمالية للمجمع بـ 22500 م²، وهو يعمل ضمن مجال إنتاج المواد الغذائية والمصبرات " ZIMBA " بمختلف أنواعها (الطماطم، الهريسة، معجون الفواكه) بالإضافة إلى مادة الفرينة للمخابز " كيمو" وينتج علامة مميزة مطاحن "لحسن بلعبيدي" في سوق الدقيق والنخالة وإنتاج مواد التعبئة والتغليف "الأكياس البلاستيكية" وتقديم الدعم بالأسمدة للفلاحين المتعاقدين معه، وهي

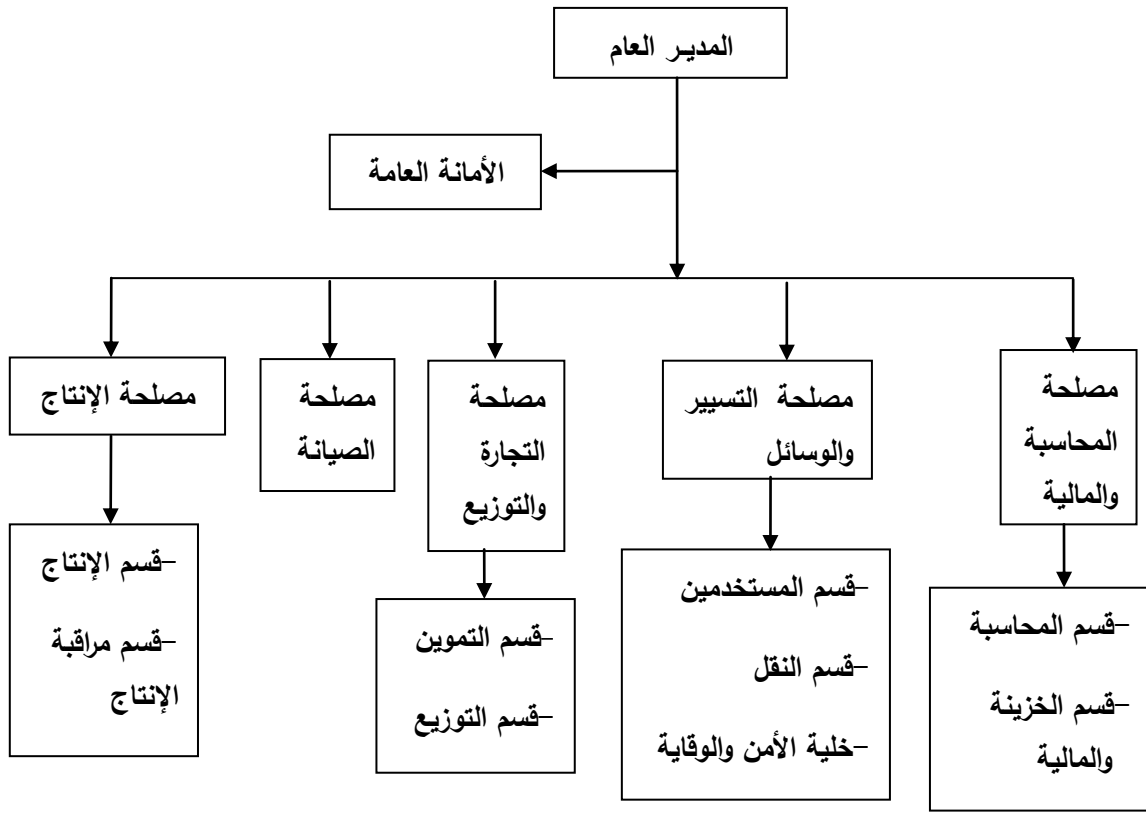
الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

عملية ذات طابع تنموي اقتصادي في صالح الفلاح والمجمع والاقتصاد الوطني بصفة عامة، إذ يعتبر من أحد الرواد في إنتاج هذه المنتجات على مستوى السوق الجزائرية.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع عبيدي محمد

يتمثل الهيكل التنظيمي في ذلك الشكل الذي يوضح العلاقات بين مختلف المستويات الإدارية وكيفية الاتصال فيما بينها كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي لمجمع عبيدي محمد



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

❖ شرح الهيكل التنظيمي

- 1- المدير العام: يعتبر أعلى رتبة في المجمع وتتمثل مهامه في:
 - الإشراف العام على المؤسسة وتسييرها.
 - وضع القرارات وتحويلها إلى المصالح الأخرى.
 - المصادقة على الوثائق التي تحول إليه.
 - مراقبة كل العمليات وإصدار الأوامر.

الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

2- الأمانة العامة: وهي الرابطة بين العملاء والمدير، تقوم بإيصال كل الوثائق التي تحتاج إلى توقيعه وتحصر على الاجتماعات الإدارية وتستقبل الاتصالات وتسجيل البريد الصادر والوارد في سجلات وحفظ أرشيف المديرية.

3- مصلحة المحاسبة والمالية:

تعتبر من أهم المصالح بالمؤسسة وتقوم بمتابعة وتسجيل العمليات المالية والمحاسبية التي تتم بينها وبين المصالح الأخرى وتنقسم إلى ثلاثة أقسام كمايلي:

- قسم المحاسبة: تقوم بتسجيل جميع العمليات التي تقوم بها الوحدة يوميا والمتعلقة بالمخزونات والمشتريات والمبيعات وإعداد الوثائق الختامية.
- قسم الخزينة والمالية: تقوم بمراقبة الأموال الداخلة والخارجة من وإلى الصندوق وإعداد التقرير الشهري الخاص بالمصلحة ويوضح الوضعية المالية للمؤسسة من أجل معرفة مركزها المالي ومكانتها الاقتصادية لضمان السير الحسن للمؤسسة.

4- مصلحة التسيير والوسائل: وتضم مايلي:

- قسم المستخدمين: تهتم بشؤون العمال حيث تحرص على تسوية وضعية كل عامل عند الحاجة سواء تعلق الأمر بإجازة أو منحة، ويوجد بحوزة هذا القسم جميع ملفات العمال، كما تهتم بكل ما يتعلق بالأجور كما يحتفظ بجميع السجلات الخاصة بالمستخدمين، العطل السنوية، طلب عمل، كما تشرف على قسم التكوين وتقوم بمتابعة العمال والمتربصين.
- قسم النقل: تضمن كل متطلبات المؤسسة حيث تتكفل بتزويد الوحدة الإنتاجية بالمادة الأولية وإيصال المنتج النهائي إلى مراكز التوزيع.
- خلية الأمن والوقاية: تعمل على ضمان الحراسة والأمن للمؤسسة للحفاظ على موجودات الوحدة من الضياع كما تعمل على توفير الإنارة الداخلية والخارجية من أجل تحسين الإنتاج والحفاظ على سلامة العتاد والفحص.

5- مصلحة التجارة والتوزيع: وتضم مايلي:

- قسم التموين: يقوم بالإشراف على عمليات التموين التي تحتاجها المؤسسة لمستلزمات الشغل ويشرف عليها كل من رئيس المصلحة ورئيس قسم المشتريات والمخزونات بالإضافة إلى أمين مخزن.
- قسم التوزيع: وهو الهيئة المكلفة بعمليات تسويق المنتجات الخاصة بالمؤسسة.

6- مصلحة الصيانة: بإعتبار الصيانة في المؤسسة ضرورة جدا فهي تعني مسؤولية كل قسم أو مركز إنتاج عن أعمال الصيانة، حيث يزود الوحدة بما تحتاج إليه من مواد وقطع غيار وتضم قسم الميكانيك وقسم الكهرباء من أجل مراقبة الآلات وتصليحها كما تقوم بإصلاح وسائل النقل

الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

الخاصة بالعمال كما تقوم بإعداد تقرير شهري حول التعطيلات التي تحدث لوسائل الإنتاج والتدخلات التقنية التي قامت بها.

7- مصلحة الإنتاج: وتضم كل من:

- قسم الإنتاج: يقوم بالإشراف على عملية الإنتاج إبتداء من دخول المادة الأولية إلى ورشات الإنتاج إلى أن تصل إلى المرحلة النهائية وتصبح منتج خام.
- قسم مراقبة الإنتاج: يتوفر على مخبر يقوم بتحليل العينات المستخدمة في عملية الإنتاج، ويعمل بهذا القسم خبراء يقومون على المراقبة المستمرة لسير العملية.

المطلب الثالث: التعريف بوحدة صنع الأكياس البلاستيكية، أهدافها ونشاطها

أولاً- التعريف بوحدة صنع الأكياس البلاستيكية: يقع هذا الفرع في نفس مستوى المركب حيث تم الشروع في بنائه في أوت 2006 يتربع على مساحة 7000م² بني منها 5000م²، وبدأ عملية الإنتاج في أوت 2008، له قدرة إنتاجية كبيرة ذات جودة ونوعية في الإنتاج على مستوى التراب الولائي، حيث كانت فكرة إنشائه كتكامل أفقي مع فرع المطاحن وإمداده بمواد التغليف الضرورية للمنتجات، وأخذت على عاتقها إنتاج أكياس بلاستيكية بالمادة الأولية "بولي بروبيلان" للمؤسسات الصناعية حيث يتم تعبئتها بمنتج هائل كالسميد والنخالة والفرينة، وبعد تمويل المشروع وزيادة رأس ماله أصبح قطبا في هذا المجال على المستوى الوطني، حيث تقدر طاقته الإنتاجية بـ 60 مليون كيس بلاستيكي سنويا لمختلف الأحجام يوفر 110 منصب عمل ويتم تسويق المنتج عن طريق البيع المباشر جملة أو تفصيلا أما المادة الأولية للمنتج فتستورد من الخارج وتراقب محليا.

ثانياً- أهداف وحدة صنع الأكياس البلاستيكية: تهدف إلى تحقيق مايلي:

- تحقيق أكبر قدر ممكن من المبيعات وبالتالي تحقيق أكبر ربح ممكن.
- الاستيلاء على أكبر حصة سوقية في الولاية.
- البقاء والنمو والاستمرار والعمل على تحسين منتجاتها وبالتالي التقليل من حدة المنافسة.
- تلبية الطلب المتزايد على هذا النوع من المنتجات في السوق المحلية والوطنية.
- العمل على خلق نشاطات صناعية أخرى.

ثالثاً- نشاط وحدة صنع الأكياس البلاستيكية

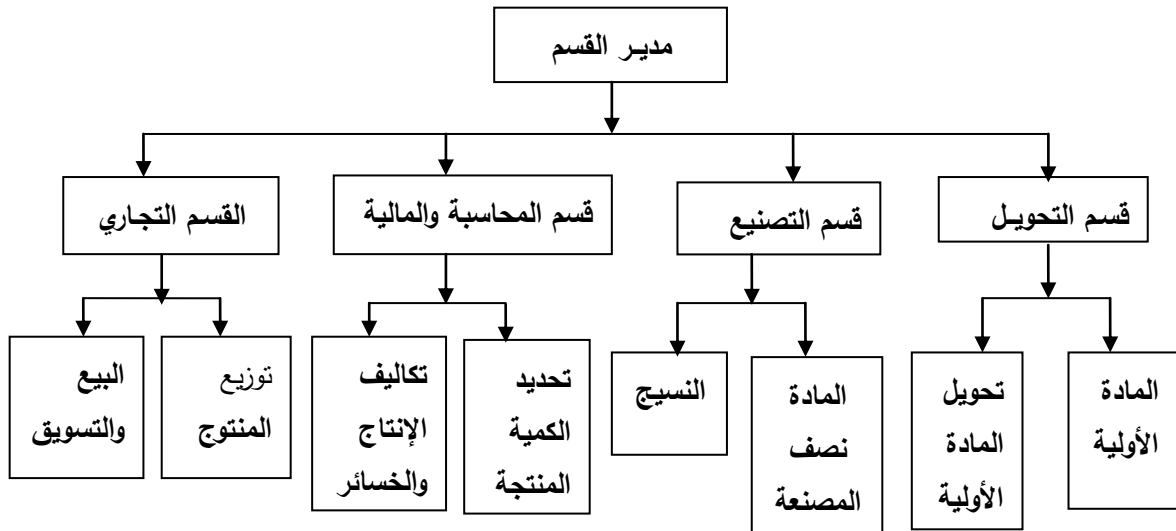
يمر إنتاج الأكياس البلاستيكية المنسوجة بعدة أقسام ومراحل نلخصها في مايلي:

الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

- **مدير القسم:** يعتبر المسؤول الأول والمباشر عن كل ما يخص القسم ويسهر على إدارة وتسيير شؤون الوحدة ومراقبة مهام العمال.
- **قسم التحويل:** ويمر بمرحلتين حيث يتم جلب المادة الأولية وهي "بولي بروبيلان" والتي يتم إستردادها من السعودية بالإضافة إلى الكالسيوم وملون ثم تخلط مع بعض بواسطة الآلات وتذوب لتعطينا خيوط رقيقة من البلاستيك والتي تعتبر مادة نصف مصنعة.
- **قسم التصنيع:** وفيه تتم العملية على ثلاث مراحل حيث تتركب خيوط البلاستيك في بكرات تلف بواسطة الماكينات لتصبح حزمة ثم تأتي مرحلة نسج الأكياس البلاستيكية وبعدها مرحلة الطباعة والتي يتم فيها طباعة أسماء وأشكال المؤسسات (الشعار واسم المنتج) ثم تقوم الآلات بعد ذلك بوضع كل الأكياس مع بعض ولفها مع بعضها وتصبح منتج تام الصنع.
- **قسم المحاسبة والمالية:** وفيه يتم تقييم الأداء ومقارنة الأداء الفعلي مع الأداء المخطط له مع تحديد كمية الأكياس المنتجة وتكاليف الإنتاج والخسائر.
- **القسم التجاري:** وفيه تتم المرحلة الأخيرة وهي توزيع المنتج إلى العملاء وتصريفه في الأسواق بعد عملية البيع والتسويق يتم الرجوع إلى قسم المحاسبة والمالية لمعرفة الأرباح وتحديد أهداف المؤسسة على المدى الطويل.

ويمكن توضيح ذلك في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-2): يبين نشاط وحدة صنع الأكياس البلاستيكية.



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

**المبحث الثاني: تشخيص الوضعية المالية لمؤسسة عبيدي لصناعة الأكياس
البلاستيكية خلال الفترة 2013-2015.**

سنحاول من خلال هذا المبحث تحليل الوضعية المالية لمؤسسة "مجمع بلعبيدي" اعتمادا على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة خلال الفترة " 2013 - 2015 "، وذلك من خلال التطرق إلى مختلف النسب ومؤشرات التوازن المالي.

المطلب الأول: عرض الميزانيات المالية لمؤسسة عبيدي محمد للفترة (2013-2015).

سيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى عرض الميزانيات المالية للمؤسسة للفترة الممتدة من " 2013-2015 " ومن ثم الحصول على الميزانية المالية المختصرة.

أولا- الميزانية المالية المفصلة لمجمع عبيدي محمد خلال الفترة "2013-2015".

1- الميزانية المالية جانب الأصول للفترة 2013-2015: تظهر في الجدول التالي:

الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

الجدول رقم (3-1): الميزانية المالية جانب الأصول للفترة 2013-2015. الوحدة: دج

2015	2014	2013	السنوات البيان
00	00	00	الأصول الثابتة تثبيات معنوية تثبيات مادية:
5154000	5154000	5154000	أراضي
12406845	13268432	14130018	مباني
97982679	101167412	86674218	تثبيات عينية أخرى
10898728	10898728	10126528	تثبيات قيد الإنجاز
7851257	891280	2160724	تثبيات مالية
134293510	131379853	118245489	مجموع الأصول الثابتة
222744405	80014424	28566714	محزونات
48492581	30714965	40321377	زبائن
15836877	13807162	14265420	مدينون آخرون
79731213	66934252	76797173	ضرائب وما شابهها
20468706	8182563	57553842	الخزينة
387273784	199653369	217504529	مجموع الأصول المتداولة
521567295	331033223	335750018	مجموع الأصول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

2- الميزانية المالية جانب الخصوم للفترة 2013-2015: تظهر في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-2): الميزانية المالية جانب الخصوم للفترة 2013-2015. الوحدة: دج

2015	2014	2013	السنوات البيان
56754000	20504000	20504000	رؤوس الأموال الخاصة
00	17081464	00	رأس المال الصادر
6746352	12796957	23454648	علاوات واحتياطات
1605	29451821	23078637	النتيجة الصافية
63501957	79834243	67037286	رؤوس أموال أخرى
			مجموع الأموال الخاصة
94522208	86182676	93822213	قروض وديون مالية
00	00	00	ديون أخرى غير جارية
00	00	00	مؤونات ونواتج مقيدة سلفا
158024165	166016919	160859499	مجموع الأموال الدائمة
62110653	71815869	107508051	موردون وحسابات ملحقة
1346116	567928	6876237	الضرائب
274277386	76501806	2832800	ديون أخرى
25808973	16130699	57673428	خزينة دائنة
363543129	165016303	174890518	مجموع الديون قصيرة الأجل
521567295	331033223	335750018	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

ثانياً - عرض الميزانية المالية المختصرة لمجمع عبيدي محمد للفترة 2013-2015.

1- الميزانية المالية المختصرة جانب الأصول للفترة 2013-2015: موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم(3-3): يوضح الميزانية المالية المختصرة جانب الأصول للفترة 2013-2015.

2015		2014		2013		السنوات البيان
النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	
الأصول						
25.75	134293510	39.69	131379853	35.22	118245489	أصول ثابتة
74.25	387273784	60.31	199653369	64.78	217504529	+ أصول متداولة
%100	521567295	%100	331033223	%100	335750018	مجموع الأصول
الخصوم						
30.29	158024165	50.15	166016919	47.91	160859499	الأموال الدائمة
69.70	363543129	49.85	165016303	52.09	174890518	+الدين قصيرة الأجل
%100	521567295	%100	331033223	%100	335750018	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة.

التعليق: من خلال عرضنا للميزانية المالية المختصرة لثلاثة سنوات للمؤسسة محل الدراسة، نلاحظ في جانب الأصول أن الأصول غير الجارية في تزايد مستمر لكن بنسبة قليلة خلال السنوات الثلاثة، أما الأصول الجارية فهي في ارتفاع مستمر وينسب تفوق 50% من مجموع الأصول.

في مقابل ذلك نلاحظ في جانب الخصوم أن هناك تذبذب في أموالها الخاصة حيث قدرت بنسبة 47.91% في سنة 2013 ثم ارتفعت في سنة 2014 و قدرت بـ 50.15% ثم انخفضت بعد ذلك في سنة 2015 و قدرت بـ 30.29%، في حين نلاحظ أن الديون قصيرة الأجل فاقت نسبة 50% في سنتي 2013 و 2015، وهذا ما يدل على أن المؤسسة تعتمد بالدرجة الأولى على الاستدانة بالإضافة إلى أموالها الخاصة في تمويل نشاطها.

الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

المطلب الثاني: التحليل بواسطة مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية

أولاً- التحليل بواسطة رأس المال العامل

1- رأس المال العامل سيولة FRL خلال الفترة 2013-2015: يعتبر رأس المال العامل أحد أهم مؤشرات التوازن المالي المعتمد لدى المؤسسات لتشخيص وضعيتها المالية، ويمكن حسابه بطريقتين من أعلى وأسفل الميزانية كآلاتي:

الجدول رقم (3-4): يبين رأس المال العامل سيولة FRL

سنة 2015	سنة 2014	سنة 2013	البيان
من أعلى الميزانية			
158024165	166016919	160859499	الأموال الدائمة
134293510	131379853	118245489	- الأصول الثابتة
23730655	34637065	42614009	رأس المال العامل سيولة FRL
من أسفل الميزانية			
387273784	199653369	217504529	الأصول المتداولة
363543129	165016303	174890518	- الديون قصيرة الأجل
23730655	34637065	42614009	رأس المال العامل سيولة FRL

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة.

من خلال نتائج الجدول نلاحظ أن رأس المال العامل سيولة موجب خلال السنوات الثلاثة.

- من أعلى الميزانية: يمكن القول أن المؤسسة استطاعت تغطية أصولها الثابتة بمواردها الدائمة وحققت فائض يمكن استعماله في تمويل أصولها الجارية.
- من أسفل الميزانية: يمكن القول بأن المؤسسة قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجل بواسطة أصولها الجارية، ما يعني وجود فائض في السيولة في المدى القصير يعتبر هامش أمان للمؤسسة.

الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

2- حساب أنواع رأس المال العامل

الجدول رقم (3-5): حساب مختلف رؤوس الأموال العاملة

2015	2014	2013	البيان
63501957	79834243	67037286	الأموال الخاصة
134293510	131379853	118245489	- الأصول الثابتة
70791553 -	51545610 -	51208203 -	= رأس المال العامل الخاص
363543129	165016303	174890518	الديون قصيرة الأجل
94522208	86182676	93822213	+ الديون طويلة ومتوسطة الأجل
458065337	251198979	268712731	= رأس المال العامل الأجنبي
387273784	199653369	217504529	رأس المال العامل الإجمالي = إجمالي الأصول المتداولة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول نلاحظ أن:

- رأس المال العامل الخاص سالب خلال السنوات الثلاثة وهذا ناجم عن عدم قدرة الأموال الخاصة على تغطية الأصول الثابتة نظرا لضخامة الأصول الثابتة مقارنة بالأموال الخاصة.
- رأس المال العامل الأجنبي موجب خلال السنوات الثلاثة وهو في ارتفاع مقارنة بالأموال الخاصة وهذا راجع إلى كون المؤسسة تعتمد على الاستدانة خاصة الديون قصيرة الأجل، كما يعني أيضا أن المؤسسة غير مستقلة ماليا، أي تدخل أطراف خارجية في سياستها.
- رأس المال العامل الإجمالي: إن القيمة المعتبرة لرأس المال العامل الإجمالي خلال فترة الدراسة مقارنة برأس المال العامل الأجنبي تدل على عدم امتلاك المؤسسة لسيولة معتبرة.

ثانيا- التحليل بواسطة النسب المالية

سنتطرق إلى أهم النسب المالية المعتمدة في هذه الدراسة وذلك حسب المعطيات والمعلومات المتوفرة لدينا والوثائق المحاسبية للمؤسسة محل الدراسة.

الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

1- نسب التمويل: نلخصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-6): يبين نسب التمويل للفترة 2013-2015.

2015	2014	2013	العلاقة	النسبة
1.177	1.264	1.360	الأموال الدائمة/ الأصول الثابتة	التمويل الدائم
0.442	0.607	0.566	الأموال الخاصة/ الأصول الثابتة	التمويل الخاص
0.878	0.758	0.80	مجموع الديون/ مجموع الأصول	التمويل الأجنبي

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة.

- نسبة التمويل الدائم: نلاحظ من خلال النتائج أن هذه النسبة أكبر من الواحد (1) هذا يعني أن المؤسسة استطاعت تغطية كل أصولها الثابتة بواسطة مواردها الدائمة.
- نسبة التمويل الخاص: من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن هذه النسبة أقل من الواحد (1) وهي في تذبذب مستمر وهذا يعني أن المؤسسة غير قادرة على تمويل كل أصولها غير الجارية بواسطة أموالها الخاصة، مما يلزم عليها الاستعانة بأموال خارجية.
- نسبة التمويل الأجنبي: نلاحظ أنها في ارتفاع وهذا يعني زيادة اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي وبالتالي زيادة عبئ الفوائد، كما نلاحظ أن هذه النسبة خلال السنوات الثلاثة تتجاوز 50% هو مؤشر سلبي لأنه يفقد المؤسسة استقلاليتها المالية.

2- نسب السيولة: تقيس مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل وهي كالتالي:

الجدول رقم (3-7): يبين نسب السيولة للفترة 2013-2015.

2015	2014	2013	العلاقة	النسبة
1.065	1.209	1.243	الأصول الجارية/ الخصوم الجارية	نسبة التداول
0.452	0.725	1.080	(الحقوق + خزينة الأصول)/ الخصوم الجارية	نسبة السيولة السريعة
0.056	0.049	0.329	المتاحات/ الخصوم الجارية	نسبة السيولة الجاهزة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة.

- نسبة التداول: نلاحظ من خلال الجدول أن هذه النسبة أكبر من الواحد (1) لكن في تناقص، وهذا معناه أن المؤسسة استطاعت تسديد كل التزاماتها قصيرة الأجل التي عليها تجاه الدائنين وحققت فائض يعتبر هامش أمان للمؤسسة.

الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

- **نسبة السيولة السريعة:** نلاحظ أن هذه النسبة كانت أكبر من الواحد (1) في سنة 2013 ثم انخفضت إلى أقل من الواحد (1) في سنتي 2014 و 2015، وهذا راجع إلى ارتفاع خصومها الجارية، أي أن المؤسسة لم تستطع تسديد ديونها قصيرة الأجل بواسطة قيمها القابلة للتحقيق والقيم الجاهزة.
- **نسبة السيولة الجاهزة:** من خلال النتائج المتحصل عليها نلاحظ أن هذه النسبة أقل من الواحد (1) وهي في انخفاض خلال سنتي 2014 و 2015، وهذا راجع إلى ارتفاع الديون قصيرة الأجل وانخفاض النقدية في خزينتها، وبالتالي عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.

3- نسب المديونية

الجدول رقم (3-8): يبين نسب المديونية للفترة 2013-2015.

2015	2014	2013	العلاقة	النسبة
7.213	3.147	4.008	إجمالي الديون/ حقوق الملكية	نسبة الديون إلى حقوق الملكية
0.138	0.317	0.249	الأموال الخاصة/ مجموع الديون	نسبة الاستقلالية المالية
0.878	0.758	0.800	مجموع الديون / مجموع الأصول	نسبة قابلية السداد
0.704	0.656	0.793	الديون طويلة ومتوسطة الأجل/ الأصول الثابتة	نسبة السيولة الآجلة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة.

- **نسبة قابلية السداد:** نلاحظ من خلال النتائج الواردة في الجدول أعلاه أن النسبة أقل من الواحد (1) وهي في تذبذب مستمر خلال السنوات الثلاثة، وهذا معناه أن المؤسسة تعتمد على أموال الغير في تمويل جزء من أصولها لعدم كفاية أموالها الخاصة.
- **نسبة الديون إلى حقوق الملكية:** نلاحظ أن هذه النسبة مرتفعة خلال السنوات الثلاثة، وهذا معناه أن المؤسسة تعتمد على الاقتراض بدرجة كبيرة في تمويل نشاطها بالإضافة إلى مصادرها الداخلية.
- **نسبة السيولة الآجلة:** من الملاحظ أن هذه النسبة منخفضة وهي أقل من الواحد (1)، مما يعني أن المؤسسة لا تعتمد بشكل كلي على الديون طويلة الأجل في تمويل أصولها الثابتة.
- **نسبة الاستقلالية المالية:** من خلال النتائج المتحصل عليها نلاحظ أن النسبة أقل من الواحد (1) وهذا معناه أن الأموال الخاصة للمؤسسة غير قادرة على تغطية كل احتياجاتها التمويلية مما يجعل المؤسسة مضطرة إلى الاستدانة من الغير لتلبية هذه الاحتياجات.

الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

4- **نسب النشاط:** تقيس مدى كفاءة إدارة المؤسسة في تسيير أصولها لتحقيق حجم كبير من المبيعات ومن أهم هذه النسب مايلي:

الجدول رقم (3-9): يبين نسب النشاط خلال الفترة 2013-2015.

2015	2014	2013	الصيغة الرياضية للعلاقة
386.69	220.74	232.66	معدل دوران الزبائن = (الزبائن والحسابات المدينة المماثلة/ مبيعات TTC) $\times 360$
573.76	708.36	894.72	معدل دوران الموردين = (الموردون والحسابات المماثلة/ مشتريات TTC) $\times 360$
0.614	1.321	1.510	معدل دوران الأصول المتداولة = رقم الأعمال HT/ مجموع الأصول المتداولة
1.769	2.00	2.776	معدل دوران الأصول الثابتة = رقم الأعمال HT/ مجموع الأصول الثابتة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة.

- **معدل دوران الزبائن:** نلاحظ من خلال نتائج الجدول أن هذا المعدل أكبر من 90 يوم، وهذا يعني أن الزبائن لم يسددوا ديونهم تجاه المؤسسة في تواريخ استحقاقها، وهذا يدل على أن المؤسسة لا تتمتع بقدرة تفاوضية عالية تجاه زبائنها مما يجعلها في وضعية مالية سيئة.
- **معدل دوران الموردين:** نلاحظ أن مدة التحصيل من الزبائن أقل من مدة التسديد للموردين وهذا ما يجعل المؤسسة في وضعية مريحة وبالتالي تمكنها من تسديد ما عليها من ديون تجاه الغير، لكن من الناحية المالية هذا يعني سوء تسيير لأن مهل الدوران طويلة.
- **معدل دوران الأصول المتداولة:** نلاحظ أن هذا المعدل في تناقص مستمر خلال السنوات الثلاثة، وهذا يدل على أن المؤسسة لم تستخدم أصولها الجارية بشكل كفاء لتوليد مبيعات للمؤسسة و أن إدارتها غير قادرة تنشيط دورة الاستغلال لزيادة رقم أعمالها.
- **معدل دوران الأصول الثابتة:** نلاحظ أن هذا المعدل أكبر من الواحد 01 لكن في تناقص خلال السنوات وهذا ما يدل على أن المؤسسة قامت باستغلال كل موجوداتها الثابتة في توليد مبيعات، وبالتالي تمكنها من توسيع نشاطها.

الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

5- نسب المردودية

الجدول رقم (3-10): يبين نسب المردودية للفترة 2013-2015.

2015	2014	2013	الصيغة الرياضية للعلاقة
0.106	0.160	0.349	نسبة المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة
0.041	0.074	0.146	نسبة المردودية الاقتصادية = النتيجة الصافية / الأصول الاقتصادية

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة.

- نلاحظ من خلال الجدول أن المردودية المالية أقل من الصفر ونسبتها تتخفف تدريجيا مع مرور السنوات وهذا ما يدل على أن أصحاب المؤسسة لم يستغلوا أموالهم بشكل كفاء في استثمارات تمكنهم من تحقيق عائد مالي (أرباح).
- نلاحظ أن نسبة المردودية الاقتصادية أقل من الواحد 01 وفي انخفاض مستمر خلال السنوات، وهذا يعني أن الملاك لم يقوموا بالاستغلال الأمثل للأموال التي بحوزة المؤسسة لتحقيق النتيجة الاقتصادية.

المطلب الثالث: التحليل المالي الوظيفي

أولاً- عرض الميزانية الوظيفية للفترة 2013-2015.

الجدول رقم (3-11): يبين الميزانية الوظيفية للفترة 2013-2015.

2015	2014	2013	البيان
217530861	199810495	172270491	الاستخدامات المستقرة (الإجمالي) ES
350968199	177663641	145685264	استخدامات الاستغلال Eex
15836877	13807162	14265420	استخدامات خارج الاستغلال Ehex
20468706	8182563	57553842	استخدامات الخزينة Et
604804643	399463861	389775017	مجموع الاستخدامات (E)
241261515	234450558	214884499	الموارد الدائمة Rd
63474769	72383797	114384288	موارد الاستغلال Rex
274277386	76501806	2832800	موارد خارج الاستغلال Rhex
25808973	16130699	57673428	موارد الخزينة Rt
604804643	399463861	389775017	مجموع الموارد (R)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة.

الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

1- حساب مؤشرات التوازن المالي الوظيفي خلال الفترة 2013-2015.

الجدول رقم (3-12): حساب مؤشرات التوازن المالي الوظيفي خلال الفترة 2013-2015.

2015	2014	2013	البيان
241261515	234450558	214884499	الموارد الدائمة
217530861	199810495	172270491	- الاستخدامات المستقرة
23730654	34640063	42614008	FRng رأس المال العامل الصافي الإجمالي
350968199	177663641	145685264	استخدامات الاستغلال
63474769	72383797	114384288	- موارد الاستغلال
287493430	105279844	31300976	BFRex
15836877	13807162	14265420	استخدامات خارج الاستغلال
274277386	76501806	2832800	- موارد خارج الاستغلال
(258440509)	(62694644)	11432620	BFRhex
29052921	42585200	42733596	BFRng = BFRex + BFRhex
20468706	8182563	57553842	استخدامات الخزينة
25808973	16130699	57673428	- موارد الخزينة
(5340267)	(7948136)	(119586)	Tng الخزينة
(5340267)	(7948136)	(119586)	Tng = FRng - BFRng

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة.

- من خلال الجدول نلاحظ أن $FRng < 0$ ذلك يشير إلى أن المؤسسة متوازنة مالياً على المدى الطويل، حيث تمكنت من تمويل احتياجاتها طويلة الأجل بمواردها الدائمة وحققت فائض يمكن استخدامه في تمويل باقي الاحتياجات.
- كما نلاحظ أن $BFR < 0$ وهذا يعني أن احتياجات الدورة أكبر من مواردها ويعاب على المسير في هذه الحالة أنه لم يبحث عن موارد قصيرة الأجل والتي تكون تكلفتها منخفضة أو معدومة أحياناً.
- وبما أن الخزينة $0 >$ أي أن: رأس المال العامل $>$ احتياجات رأس المال العامل.

هذا يعني أن المؤسسة في حالة عجز أي غير قادرة على تسديد ديونها في آجالها، وهذا يطرح مشكل وجود تكاليف إضافية مما يجعلها تطالب بحقوقها الموجودة لدى الغير أو تقترض من البنوك أو التنازل عن بعض استثماراتها دون التأثير على طاقتها الإنتاجية، وفي بعض الحالات الاستثنائية تلجأ المؤسسة إلى بيع بعض المواد الأولية.

المبحث الثالث: تحليل التدفقات النقدية

يرتكز تحليل التدفقات المالية على ما يسمى بالتحليل الديناميكي الذي يأخذ بعين الاعتبار مجال التسيير المالي للمؤسسة، وهناك ثلاثة أنواع من التدفقات المالية وهي: التدفقات المولدة للنتائج، تدفقات الموارد والاستخدامات وتدفقات الخزينة.

المطلب الأول: تحليل جدول حسابات النتائج للفترة 2013-2015

لقد فرض النظام المحاسبي المالي على المؤسسات تقديم جدول حسابات النتائج حسب الطبيعة، لذلك ستصوب دراستنا في هذا الإطار على هذا النوع، حيث سنقوم في هذا المطلب بعرض جدول حسابات النتائج للسنوات الثلاثة كمايلي:

الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

الجدول رقم (3-13): يوضح جدول حسابات النتائج خلال الفترة 2013-2015

الرقم	البيان	2013	2014	2015
70	المبيعات والمنتجات الملحقة	328364014	263642622	237603657
72	+ تغيرات المخزون والمنتجات المصنعة	00	24250000	65182611
73	+ الإنتاج المثبت	00	00	00
74	+ إعانات الاستغلال	00	00	00
01	= إنتاج السنة المالية	328364014	287892622	302786269
60	المشتريات المستهلكة	229871732	195578571	211975327
62-61	+ الخدمات الخارجية و الإستهلاكات الأخرى	18856615	16107150	18877980
02	= استهلاك السنة المالية	248728350	211685722	230853310
03	القيمة المضافة للاستغلال = (2-1)	79635664	76206899	71932959
63	- أعباء المستخدمين	22909523	27617164	31968696
64	- الضرائب والرسوم	4616258	3707696	2877109
04	= فائض إجمالي للاستغلال	52109882	44882038	37087154
75	+ المنتجات العملياتية الأخرى	39	29505966	74
65	- الأعباء العملياتية الأخرى	61979	29971894	01
68	- مخصصات الإهتلاكات والمؤونات وخسائر القيمة	14440819	14405639	14806709
78	+ الإسترجاعات من خسائر القيمة والمؤونات	00	00	00
05	= النتيجة العملياتية	37607123	30010470	22280517
76	النواتج المالية	2468531	1529695	2327939
66	- الأعباء المالية	11119298	14790710	16279628
06	= النتيجة المالية	(8650767)	(13261015)	(13951688)
07	النتيجة العادية قبل الضرائب	28956355	16749455	8328829
	- الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية	5501707	3962498	1582477
	- الضرائب المؤجلة عن النتائج العادية	00	00	00
08	= النتيجة الصافية للأنشطة العادية	23454648	12796957	6746352
77	إيرادات غير عادية	-	-	-
67	أعباء غير عادية	-	-	-
09	النتيجة غير عادية	-	-	-
10	النتيجة الصافية للسنة المالية (+8 أو - 9)	23454648	12796957	6746352

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

المطلب الثاني: تحليل عناصر جدول حسابات النتائج

إن تحليل جدول حسابات النتائج يسمح للمؤسسة بمعرفة ما حقته من نشاطها العادي والغير عادي ومن أهم الحسابات التي تمكنا من تحليل نشاط المؤسسة نذكر مايلي:

أولا: تحليل نتائج المؤسسة

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ مايلي:

- 1- إنتاج السنة المالية: نلاحظ أنه موجب وفي تذبذب مستمر وهذا راجع إلى ارتفاع رقم أعمال المؤسسة.
- 2- استهلاك السنة المالية: نلاحظ أن استهلاك السنة المالية موجب وهذا نظرا لارتفاع قيمة المشتريات المستهلكة خلال السنوات.
- 3- القيمة المضافة للاستغلال: نلاحظ أنها كانت مرتفعة في سنتي 2013 و 2014 ثم انخفضت في سنة 2015 لكن بنسبة طفيفة، وهذا راجع إلى انخفاض المبيعات وارتفاع المشتريات في سنة 2015 مقارنة بسنتي 2013 و 2014.
- 4- الفائض الإجمالي للاستغلال EBE: نلاحظ أن قيمة EBE في انخفاض مستمر خلال السنوات الثلاثة وهذا راجع إلى انخفاض القيمة المضافة وكذلك زيادة أعباء المستخدمين.
- 5- النتيجة التشغيلية: نلاحظ أن المؤسسة حققت نتيجة تشغيلية موجبة لكن في انخفاض مستمر وهذا راجع إلى انخفاض EBE لسنتي 2014 و 2015 مقارنة بنسبة 2013 وكذلك المنتجات التشغيلية الأخرى نلاحظ أنها منخفضة جدا في سنتي 2013 و 2015 إضافة إلى ارتفاع الأعباء التشغيلية الأخرى خاصة في سنة 2014 وكذلك ارتفاع المخصصات بشكل مستمر خلال السنوات الثلاثة.
- 6- النتيجة المالية: نلاحظ أنها سالبة وهذا راجع إلى أن النواتج المالية منخفضة جدا في حين أن الأعباء المالية مرتفعة، وهي في زيادة مستمرة خلال السنوات الثلاثة وبالتالي عدم قدرة النواتج المالية على تغطية الأعباء المالية.
- 7- النتيجة الصافية للأنشطة العادية: هذه النتيجة موجبة خلال السنوات الثلاثة، لكن سجلت المؤسسة تراجع في هذه النتيجة وهذا راجع إلى انخفاض النتيجة العادية قبل الضريبة.
- 8- النتيجة الصافية للسنة المالية: نلاحظ أنها موجبة خلال السنوات الثلاثة وهذا ما يدل على قدرة المؤسسة على تمويل نفسها من مواردها الذاتية وباستطاعتها تمويل احتياجاتها التمويلية من مصادرها الداخلية.

الفصل الثالث: دراسة حالة لمؤسسة عبيدي محمد

ثانياً - القدرة على التمويل الذاتي

هو قدرة المؤسسة على تمويل نفسها بنفسها من مواردها الداخلية دون اللجوء إلى الاستدانة لضمان السير الحسن لنشاطها، ويتم حسابه كمايلي:

الجدول رقم (3-14): يبين القدرة على التمويل الذاتي

2015	2014	2013	البيان
6746352	12796957	23454648	النتيجة الصافية
14806709	14405639	14440819	+ مخصصات الإهلاكات والمؤونات
00	00	00	-إسترجاعات من خسائر القيمة والمؤونات
21553061	27202596	37895467	CAF القدرة على التمويل الذاتي

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على جدول حسابات النتائج.

من خلال الجدول يتبين لنا أن المؤسسة باستطاعتها تمويل نفسها من مواردها الذاتية وهذا ما يدل على أن المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية، وبالتالي تمكنها من تمويل نشاطها من مصادرها الداخلية.

خلاصة الفصل

من خلال دراستنا للوضع المالي لمجمع عبيدي محمد لصنع الأكياس البلاستيكية، واعتمادا على الوثائق والمعطيات المقدمة من قبل المجمع والتي على أساسها قمنا بإعداد الميزانيات المالية للسنوات الثلاثة محل الدراسة، ومن ثم تطبيقنا لأساليب التحليل المالي سواء بواسطة مؤشرات التوازن المالي أو النسب.

وعليه، ما يمكن ملاحظته من خلال الدراسة الميدانية أن المجمع يعتمد في تمويل نشاطه أساسا على أمواله الخاصة بالإضافة إلى الاقتراض من البنوك، وهذا ما مكننا من استخلاص العديد من النتائج حول الوضع المالي من أهمها:

- ✓ يعتمد المجمع في هيكله المالي على مصدرين اثنين وهما حقوق الملكية وكذلك القروض المصرفية.
- ✓ يعتمد بدرجة كبيرة على الاستدانة حيث أن قيمة القروض أكبر من الأموال الخاصة مما يعرضه للمخاطر المالية.
- ✓ ليست لديها استقلالية مالية لأنها حققت عجز في الخزينة خلال السنوات الثلاثة، وعليه يمكن القول بأن المجمع في وضعية مالية سيئة كونه غير قادر على مواجهة التزاماته قصيرة ومتوسطة الأجل.
- ✓ عدم قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل بواسطة أصولها المتداولة.
- ✓ التسيير غير الجيد لمجموع أصولها الثابتة والمتداولة وذلك لعدم قدرتها على التحكم في دورة الاستغلال نتيجة لبطأ مهل دوران الزبائن والموردين مقارنة بما هو معياري.



الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

لقد حظي موضوع التمويل باهتمام الكثير من الباحثين والدارسين لأنه بمثابة المحرك الأساسي لباقي موارد المؤسسة، حيث يعتبر الهدف الأساسي للتمويل هو تطوير المشاريع الاقتصادية ودافع لنموها وازدهارها، فهو يعد أداة هامة ضمن السياسة المالية التي تسعى من خلالها كل المؤسسات الاقتصادية مهما كان حجمها وطبيعة نشاطها إلى تعظيم قيمتها من جهة و تدنية تكاليفها من جهة أخرى، ولذلك يتحتم عليها المفاضلة بين مصادرها الداخلية والخارجية لاختيار أنسبها، فغالبا ما تحاول المؤسسة الاقتصادية الاعتماد على مواردها الذاتية لتغطية احتياجاتها التمويلية، لكن في بعض الأحيان تكون غير كافية وبالتالي تضطر للجوء إلى مصادر خارجية لتمويل دورتها التشغيلية والاستثمارية.

مناقشة الفرضيات

بعد معالجتنا لهذا البحث وعلى ضوء الفرضيات الموضوعة سلفا يتم التوصل إلى بعض النتائج نذكر منها:

- 1- عدم إتباع المؤسسة لأساليب المفاضلة بين مصادر التمويل، حيث يعتبر التمويل الذاتي والتمويل بالاقتراض من البنوك أهم مصدرين للتمويل تلجأ إليهما لتغطية احتياجاتها التمويلية وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.
- 2- لا تعتمد المؤسسة عند اختيارها لهيكلها التمويلي على مجموعة كبيرة من المحددات، بل تعتمد على بعض المحددات منها ما هو خارج عن نطاق تحكمها مثل الضريبة على الأرباح، المؤسسات المنافسة، طبيعة القطاع، ومنها ما هو متعلق بنشاطها مثل المخاطر المالية والتشغيلية وكذلك حجمها وهو ما ينفي صحة الفرضية الثانية.
- 3- لقد عانت المؤسسة من إختلالات في التوازنات المالية في السنوات الثلاثة لوجود عجز في الخزينة وذلك لأن الاحتياج في رأس المال العامل يفوق رأس المال العامل وهذا ما يدل على أن المؤسسة لا تقوم بتشخيص وضعيتها المالية بشكل معمق قبل اتخاذ أي قرار لمعرفة قدرتها المالية والمخاطر الناجمة عن مثل هذه القرارات وهو ما ينفي صحة الفرضية الثالثة.
- 4- ما يمكن ملاحظته من خلال تعرفنا على المصادر التمويلية التي يعتمد عليها المجمع هو غياب أساليب التمويل الحديثة بشكل كلي كالأسهم، رأس المال المخاطر، الإيجار التمويلي وغيرها وهو ما يؤكد صحة الفرضية الرابعة.

التوصيات والاقتراحات

على ضوء النتائج المستوحاة من خلال دراستنا لموضوع مصادر التمويل، يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات نذكر منها:

- يجب على المجمع تنويع مصادر تمويله واختيار المصدر الذي يحقق أكبر العوائد وأقل التكاليف وهذا لضمان استقلالية المؤسسة وزيادة نشاطها.
- ينبغي على المجمع إصلاح هيكله التمويلي بتخفيض نسبة الاستدانة فيه وعدم الإفراط في اللجوء إلى القروض المصرفية لما يترتب عليها من مخاطر مالية يمكن أن تؤثر على نشاط المجمع ككل.
- يجب على إدارة المجمع اللجوء إلى أساليب المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة، حيث لا يجب أن يقتصر التمويل فقط على المصادر التي اعتادت اللجوء إليها، بل البحث عن مصادر تمويلية أخرى.
- ينبغي على المجمع أن يعمل على تخفيض تكلفة مصادر التمويل قدر الإمكان والاعتماد أكثر على موارده الذاتية نظرا لانخفاض تكلفتها.
- الاهتمام بتشخيص الوضعية المالية للمؤسسة بشكل معمق ودوري باستخدام أدوات التحليل المالي سواء عن طريق النسب أو المؤشرات المالية.
- يجب على المؤسسة أن تستغل الفائض من رأسمالها العامل بتوسيع استثماراتها من أجل تعظيم النتيجة الاقتصادية للمؤسسة.
- على المجمع أن يبحث عن مصادر تمويلية مستحدثة بدل الاعتماد على المصادر التقليدية مثل الإيجار التمويلي لما يحتويه من مزايا عديدة كالوفورات الضريبية وكذلك تدني المخاطر المرتبطة بهذا النوع من التمويل.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً- المراجع باللغة العربية

- الكتب

- 1- أبو الفتوح علي فضالة، التحليل المالي وإدارة الأموال، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1995.
- 2- أبو بكر توفيق فتاح، استثمار الصكوك الإسلامية وهيمنتها على الأوراق المالية العالمية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- 3- أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013.
- 4- أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية: مفهومها، أنواعها، آليات التعامل معها، الرقابة عليها، المخاطر وعلاجها، الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2014.
- 5- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دروس وتطبيقات، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 6- أيمن الشنطي، عامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- 7- حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، د ط، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001.
- 8- دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، د ط، دار الباروري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 9- دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، د ط، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 10- سليمان بلعور، التسيير المالي- محاضرات تطبيقات-، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 11- الشريف عليان، رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، د ط، دار البركة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 12- طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.

قائمة المراجع

- 13- عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، دراسة الجدوى -مصادر التمويل-التخطيط المالي- التحليل المالي- الأسهم والسندات المالية-تحليل الربحية الإسلامية، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 14- عبد الغفار حنفي، البورصات أسهم-سندات- صناديق الاستثمار، الطبعة الأولى، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 15- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 16- عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقى وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 17- عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة 01، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007.
- 18- علي خلف عبد الله، وليد ناجي الحياي، التحليل المالي للرقابة على الأداء والكشف عن الانحرافات، الطبعة الأولى، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2015.
- 19- الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، الأسواق المالية الدولية- تقييم الأسهم والسندات-، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019.
- 20- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 21- فيصل جميل السعايدة، نضال عبد الله فريد، الملخص الوجيز للإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
- 22- مبارك لسوس، التسيير المالي- تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة-، د ط، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2004.
- 23- محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية-الاستثمار والتمويل- التحليل المالي والأسواق المالية الدولية، الطبعة 01، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 24- محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 25- محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 26- محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 27- محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن وآخرون، مقدمة في المال والأعمال، د ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.

قائمة المراجع

- 28- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 29- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 30- محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب الجامعي، صنعاء، اليمن، 2013.
- 31- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار أجنادين للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 32- مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، د م، 2011.
- 33- منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، د ط، الدار المصرية اللبنانية، مصر، 2000.
- 34- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأ المصارف، الإسكندرية، مصر، 1998.
- 35- مؤيد عبد الرحمن الدوري، حسين محمد سلامة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الـراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 36- نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 37- وليد ناجي الحياي، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 38- يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2012.

- المذكرات

- 1- بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2005.
- 2- حسناء هميلي، رميساء معلم، القرارات التمويلية الإستراتيجية في تعظيم قيمة المؤسسة -دراسة حالة المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز، مذكرة لنيل شهادة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، قسم العلوم

قائمة المراجع

- المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي التبسي - تبسة-، 2016-2017.
- 3- حنان كمال الدين جمال ضبان، عقد التأجير التمويلي وتطبيقاته المعاصرة " دراسة فقهية"، بحث لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير، كلية الشريعة والقانون، قسم الفقه المقارن، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2015.
- 4- راندة فراح، مصادر التمويل الحديثة وأثرها على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، "دراسة حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية وكالة أم البواقي"، مذكرة لنيل شهادة ماستر في العلوم التجارية، تخصص محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، 2013-2014.
- 5- ريمة برينات، أحمد ورفلة وآخرون، التخطيط المالي واتخاذ القرارات المالية في إدارة المؤسسة، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص تمويل التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2009-2010.
- 6- زهراء بريوش، فيروز علال، دور التشخيص المالي في تفعيل إستراتيجية المؤسسة، مذكرة لنيل شهادة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قالمة، 2014-2015.
- 7- سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة لحالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، 2013-2014.
- 8- سهام عيساوي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسة الوطنية سوناطراك المديرية الجهوية حوض الحمراء للفترة (2003-2014)، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر، شعبة علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014-2015.
- 9- شهرزاد حمزاوي، أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة مؤسسة روية للفترة (2012-2015)، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر، تخصص إدارة أعمال مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 -قالمة-، 2016-2017.
- 10- صبرينة عماري، كريم عبيدي، الإطار القانوني لعقد تحويل الفاتورة، مذكرة لنيل شهادة ماستر في القانون، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري - تيزي وزو-، 2016، ص ص 10-12.

قائمة المراجع

- 11- عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد إسلامي، قسم الشريعة، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر- باتنة-، 2007-2008، ص 99.
 - 12- عقيلة زهري، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، "دراسة حالة بالمديرية الجهوية لتوزيع الوسط سونالغاز خلال الفترة (2012-2014)"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر في علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح -ورقلة-، 2014-2015.
 - 13- محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016.
 - 14- نبيل مكي، المعالجة المحاسبية لعقود الإيجار التمويلي وفق النظام المحاسبي المالي، مذكرة لنيل شهادة ماستر في العلوم المالية والمحاسبة، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
 - 15- هاجر باللودمو، هاجر بوسكاية، أثر مخططات التمويل على الهيكل المالي للمؤسسة، "دراسة حالة شركة الرواد للصناعة والخدمات للفترة 2013-2018"، مذكرة لنيل شهادة ماستر، قسم علوم المالية والمحاسبة، تخصص محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، 2018-2019.
 - 16- وردة مودع، آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية ونقود، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015-2016.
 - 17- يعقوب عطاء الله، مستقبل تطبيق أنماط التمويل الحديثة في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة لنيل شهادة ماستر في العلوم التجارية، تخصص محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2013-2014.
- **المحاضرات**
- 1- سعيدة بورديمة، مطبوعة دروس في التسيير المالي، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قالمة، الجزائر، 2014-2015، ص 31.
 - 2- فاطمة ساجي، مطبوعة في مقياس التحليل المالي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون -تيارت-، الجزائر، 2016-2017.

قائمة المراجع

- المجالات

- 1- الأغا تغريد، محمد حشماوي، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة "دراسة حالة الجزائر"، مجلة المدبر، المجلد 03، العدد 01، المدرسة العليا للإدارة والتجارة الدولية القليعة، الجزائر، جوان 2016.
- 2- إيمان أيت ساعد، تأثير خيار التمويل بالديون على أداء المؤسسات في ظل النظريات الحديثة للهيكل المالي، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11، العدد 01، الجزء 01، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2019.
- 3- سفيان دلفوف، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية- حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي-، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد 19، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2018.
- 4- صلاح الدين شريط، سفيان بلهادي، الصيغة الرياضية لتكلفة التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 13، العدد 26، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2018.
- 5- طلال الكسار، مراد كواشي، دور مؤشرات النسب المالية في تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي للشركات، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 03، العدد 03، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر، جوان 2015.
- 6- عادل حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدران، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2011-2014)، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 10، العدد 37، جامعة البصرة، العراق، 2014.
- 7- عبد الرحمان بن ساعد، سعاد صابور، رأس المال المخاطر ودوره في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة الجزائر OFINANCE، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، العدد 05، المركز الديمقراطي العربي ألمانيا - برلين -، فيفري 2019.
- 8- علي قابوسة، أثر هيكل التمويل على ربحية السهم العادي ومعدلات نمو الوحدات الاقتصادية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 01، العدد 01، جامعة الوادي، الجزائر، 2008.
- 9- كريمة بوكرومة، عبادة عبيدات، أثر هيكل رأس المال على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 13، العدد 02، جامعة محمد خيضر بسكرة - الجزائر -، 2019.

قائمة المراجع

- 10- كريمة وضحة، واقع صيغ التمويل الإسلامية في الجزائر-حالة بنك البركة الجزائري-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية- دراسات اقتصادية-، المجلد06، العدد16، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2007.
- 11- محمد بوشوشة، سياسة الاستدانة في المؤسسة -المفاضلة بين التمويل بالاقتراض البنكي والتمويل السندي-، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد02، العدد01، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2011.
- 12- نبيلة سهاليلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)، مجلة ميلان للبحوث والدراسات، المجلد3، العدد1، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصفوف -ميلة-، الجزائر، جوان 2017.
- 13- هناء محمد هلال الحنيطي، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية "دراسة حالة"، دراسات العلوم الإدارية، المجلد42، العدد2، كلية المال والأعمال، جامعة العلوم الإسلامية العالمية -الأردن-، 2015.
- 14- وليد بشيشي، سليم مجلخ، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد06، العدد01، جامعة قسنطينة2 عبد الحميد مهري، الجزائر، جوان 2019.
- 15- يمينة مسراتي، عبد الوهاب رميدي، أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر، دراسة قياسية للفترة (2011-2017)، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد11، العدد01، جامعة خميس مليانة - الجزائر -، 2020.
- الملتقيات والمؤتمرات**
- 1- رابح خوني، رقية حساني، واقع وأفاق التمويل التاجيري في الجزائر وأهميته كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، يومي 17-18 أبريل 2006.
- 2- محمد الطاهر الهاشمي، صندوق استثمار إسلامي مخاطر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي، الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، اسطنبول-تركيا-، أيام 08-09 نوفمبر 2019.
- 3- نجات طباع، الوجه الإسلامي لتنظيم آليات تداول السيولة في السوق المالية الإسلامية، المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي، الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، اسطنبول-تركيا-، أيام 08-09 نوفمبر 2019.

قائمة المراجع

ثانيا - المراجع باللغة الأجنبية

- 1- Khemissi chiha, gestion et stratégie financier, Edition hom, Alger, 2005, p03.

ثالثا - المواقع الإلكترونية

- 1- <http://mawdoo3.com>, 15/03/2020, 16:25 تم الإطلاع
- 2- <http://almerja.com/reading>, 31/03/2020, 20:12. تم الإطلاع
- 3- [https:// www.vapulus.com](https://www.vapulus.com), 07/04/2020, 22 :05. تم الإطلاع
- 4- www.djelfa.info/vb/shawthread.php. 12/05/2020, 15:20. تم الإطلاع
- 5- <http://a7mar.blogspot.com>, 15/05/2020, 15 :30 تم الإطلاع .
- 6- <http://www.vapulus.com>, 25/05/2020, 11 :10 تم الإطلاع
- 7- [http:// www.uobabylon.edu.iq](http://www.uobabylon.edu.iq) >, 26/05/2020, 09 :15 تم الإطلاع
- 8- <http://accflex.com> > tags >, 26/05/2020, 09 :30 تم الإطلاع

الملخص

الملخص:

تلجأ المؤسسة الاقتصادية إلى مصادر تمويل مختلفة لتغطية كل احتياجاتها التمويلية، إلا أنها تبحث عن المصدر ذو التكلفة المنخفضة والعائد الأعلى وذلك كلما سمحت الظروف بذلك، كما أن اختيار الهيكل التمويلي الأمثل يكون بمراعاة عدة عوامل خاصة بالمؤسسة ومحيطها، ويجب أن تكون ضمن سياسة تمويلية ملائمة، وتتمثل أهم هذه العوامل في المردودية، تكلفة الاقتراض، هيكل الأصول، معدل النمو وحجم المؤسسة، حيث تحاول كل مؤسسة البحث عن هيكل تمويل مناسب لها يخدم مصالحها ويحافظ على توازنها المالي، واستقرار سياستها.

لكن رغم تعدد مصادر تمويلها يبقى من الضروري الاهتمام بالتقنيات التمويلية الحديثة والتي أثبتت نجاحتها في البلدان المتقدمة، على عكس الدول النامية كالجزائر التي يظل اللجوء لمثل هذه التقنيات جد محدود نظرا لحدائتها من جهة وعدم إدراك المفاهيم الأساسية المتعلقة بها وأهميتها كبداية تمويلية فعالة من جهة أخرى.

الكلمات المفتاحية:

الهيكل المالي، مصادر التمويل التقليدية، نظريات الهيكل المالي، تكلفة التمويل، الرفع المالي، مصادر التمويل الحديثة، السياسة التمويلية.

Résumé :

La société économique utilise différentes sources de financement pour couvrir tous ses besoins de financement, mais elle recherche la source avec un faible cout et un rendement plus élevé chaque fois que les circonstances le permettent, et le choix de la structure de financement optimale prend en compte plusieurs facteurs propres à l'établissement et à son environnement, et cela doit s'inscrire dans une politique de financement appropriée. Les plus importants de ces facteurs sont le rendement, le cout d'emprunt, la structure des actifs, le taux de croissance et la taille de l'institution, car chaque institution essaie de trouver une structure de financement appropriée pour qu'elle serve ses intérêts et maintienne son équilibre financier et la stabilité de sa politique.

Cependant, malgré la multiplicité de ses sources de financement, il reste nécessaire de prêter attention aux technologies de financement modernes qui ont fait leurs preuves dans les pays développés, contrairement aux pays en développement comme L'Algérie, ou le recours à ces technologies reste très limité en raison de leur nouveauté d'une part et de la méconnaissance des concepts de base qui y sont liés et de leur importance comme alternatives de financement efficaces d'autre part.

Les mots clés :

Structure financière sources de financement traditionnelles, Théories de la structure financière Le cout du financement, Levier financier, source de financement modernes, Politique de financement.



الملاحق

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 6 2 4 0 3 8 2 6 3 5 3 0

Designation de l'entreprise

SARL AGROSATI

Activite FABRICATION DE SACS TISSES

Adresse

ROUTE DE SEDRATA BELKHEIR

Exercice clos le 31/12/2013

BILAN (ACTIF)

Serie G, n°2 (20

ACTIF	Montants Bruts	N		N-1
		Amortissements, Provisions et Pertes de Valeurs	Net	Net
ACTIF NON COURANTS				
Ecart d'acquisition goodwill + ou -				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisations corporelles				
Terrains	5 154 000		5 154 000	5 154 000
Batiments	17 231 730	3 101 711	14 130 018	14 991 800
-Autres Immobilisations corporelles	137 597 508	50 923 290	86 674 218	93 096 600
-Immobilisations en concession				
Immobilisations encours	10 126 528		10 126 528	10 126 528
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants	2 160 724		2 160 724	1 472 000
Impôts Différés Actif				
TOTAL ACTIF NON COURANT	172 270 491	54 025 002	118 245 489	124 541 800
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	28 566 714		28 566 714	19 891 000
Créances et emplois assimilés				
Clients	40 321 377		40 321 377	25 830 000
Autres débiteurs	14 265 420		14 265 420	69 834 000
Impôts & Assimilés	76 797 173		76 797 173	50 902 000
Autres Créances & Emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	57 553 842		57 553 842	7 227 000
TOTAL ACTIF COURANT	217 504 529		217 504 529	173 684 000
TOTAL GENERAL ACTIF	389 775 021	54 025 002	335 750 018	298 225 800

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 6 2 4 0 3 8 2 6 3 5 3 0

Designation de l'entreprise

SARL AGROSATI

Activite FABRICATION DE SACS TISSES

Adresse

ROUTE DE SEDRATA BELKHEIR

Exercice clos le 31/12/2013

BILAN (PASSIF)

Série G, n°2 (2010)

PASSIF

N

N-1

CAPITAUX PROPRES

Capital émis (ou compte de l'exploitant)

20 504 000

20 504 000

Capital non appelé

Primes et réserves (Réserves consolidées)

Ecart de réévaluation

Ecart d'équivalence (1)

Résultat net (Résultat net part du groupe) (1)

23 454 648

6 355 277

Autres capitaux propres-Report à nouveau

23 078 637

17 081 464

Part de la société consolidante (1)

Part des minoritaires (1)

TOTAL I

67 037 286

43 940 742

PASSIFS NON COURANTS

Emprunts et dettes financières

93 822 213

52 391 058

Impôts (différés et provisionnés)

Autres dettes non courantes

Provisions et produits comptabilisés d'avance

TOTAL PASSIFS NON COURANTS II

93 822 213

52 391 058

PASSIFS COURANTS

Fournisseurs et comptes rattachés

107 508 051

69 342 660

Impôts

6 876 237

3 280 006

Autres dettes

2 832 800

76 771 972

Trésorerie Passif

57 673 428

52 801 562

TOTAL PASSIFS COURANTS II

174 890 518

202 196 221

TOTAL GENERAL PASSIF

335 750 018

298 528 022

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 6 2 4 0 3 8 2 6 3 5 3 0

Designation de l'entreprise

SARL AGROSATI

Activite FABRICATION DE SACS TISSES

Adresse

ROUTE DE SEDRATA BELKHEIR

Exercice du 01/01/2013 au 31/12/2013

COMPTE DE RESULTAT

Rubriques	N		N-1	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Ventes de Marchandises				
Produits Fabriques		328 364 014		257 851 147
Prestations de Services				
Ventes de Travaux				
Produits Annexes				
Rabais,remises,ristournes accordees				
Chiffre d'affaires net des Rabais,remises,ristournes		328 364 014		257 851 147
Production Stockee ou destockee				
Production immobilisee				
Subvention d'exploitation				
I-Production de l'exercice		328 364 014		257 851 147
Achats de Marchandises vendues				
Matieres premieres	227 667 262		188 899 812	
Autres Approvisionnements			816 265	
Variation des Stocks				
Achats d'Etudes et de Prestations de services				
Autres consommations	2 204 470		3 711 405	
Rabais , remises,ristournes obtenus sur achats				
- Sous-traitance generale				
- Locations				
- Entretien , reparations et maintenance	71 950		83 200	
- Primes d'assurances	723 650		901 013	
- Personnel exterieur a l'entreprise				
- Remuneration d'intermediaires et honoraires	15 606 700		9 923 015	
- Publicite				
- Deplacements, missions et receptions	296 246		211 874	
Autres services	2 158 069		1 936 515	
Rabais, remises,ristournes obtenus sur services exterieurs				
II- Consommations de l'exercice	248 728 350		206 483 102	
III- Valeur ajoutee d'exploitation (I-II)		79 635 664		51 368 045
Charges de personnel	22 909 523		18 939 310	
Impots et taxes et versements assimiles	4 616 258		3 654 104	
IV- Excedent brut d'exploitation		52 109 882		28 774 630

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 6 2 4 0 3 8 2 6 3 5 3 0

Designation de l'entreprise

SARL AGROSATI

Activite FABRICATION DE SACS TISSES

Adresse

ROUTE DE SEDRATA BELKHEIR

Exercice du 01/01/2013 au 31/12/2013

COMPTE DE RESULTAT

Rubriques	N		N-1	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Autres produits operationnels		39		7
Autres charges operationnelles	61 979		29 890	
Dotations aux amortissements	14 440 819		13 539 179	
Provisions				
Perte de Valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
V- Resultat operationnel		37 607 123		15 205 568
Produits financiers		2 468 531		931 614
Charges financieres	11 119 298		8 285 443	
VI- Resultat Financier		(8 650 767)		(7 353 829)
VII- Resultat ordinaire (V+VI)		28 956 355		7 851 738
Éléments extraordinaires (Produits)(*)				
Éléments extraordinaires (Charges)(*)				
VIII- Resultat extraordinaire				
Impots exigibles sur resultats	5 501 707		1 496 460	
Impots differes (variations) sur resultats				
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		23 454 648		6 355 277

Designation de l'entreprise

SARL AGROSATI

Activite FABRICATION DE SACS TISSES

Adresse

ROUTE DE SEDRATA BELKHEIR

Exercice clos le 31/12/2014

BILAN (ACTIF)

Serie G , n°2 (2010)

ACTIF	N			N-1
	Montants Bruts	Amortissements, Provisions et Pertes de Valeurs	Net	Net
ACTIF NON COURANTS				
Ecart d'acquisition goodwill + ou -				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisations corporelles				
-Terrains	5 154 000		5 154 000	5 154 000
-Batiments	17 231 730	3 963 297	13 268 432	14 130 018
-Autres Immobilisations corporelles	165 634 756	64 467 343	101 167 412	86 674 218
-Immobilisations en concession				
Immobilisations encours	10 898 728		10 898 728	10 126 528
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants	891 280		891 280	2 160 724
Impôts Différes Actif				
TOTAL ACTIF NON COURANT	199 810 495	68 430 641	131 379 853	118 245 489
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	80 014 424		80 014 424	28 566 714
Créances et emplois assimilés				
Clients	30 714 965		30 714 965	40 321 377
Autres débiteurs	13 807 162		13 807 162	14 265 420
Impôts & Assimilés	66 934 252		66 934 252	76 797 173
Autres Créances & Emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	8 182 563		8 182 563	57 553 842
TOTAL ACTIF COURANT	199 653 369		199 653 369	217 504 529
TOTAL GENERAL ACTIF	399 463 865	68 430 641	331 033 223	335.750 018

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 6 2 4 0 3 8 2 6 3 5 3 0

Designation de l'entreprise

SARL AGROSATI

Activite FABRICATION DE SACS TISSES

Adresse

ROUTE DE SEDRATA BELKHEIR

Exercice clos le 31/12/2014

BILAN (PASSIF)

Serie G, n°2 (2010)

PASSIF	N	N-1
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis (ou compte de l'exploitant)	20 504 000	20 504 000
Capital non appelé		
Primes et réserves (Réserves consolidées)	17 081 464	17 081 464
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net (Résultat net part du groupe) (1)	12 796 957	23 454 648
Autres capitaux propres-Report à nouveau	29 451 821	5 997 172
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
TOTAL I	79 834 243	67 037 286
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	86 182 676	93 822 213
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits comptabilisés d'avance		
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	86 182 676	93 822 213
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	71 815 869	107 508 051
Impôts	567 928	6 876 237
Autres dettes	76 501 806	2 832 800
Trésorerie Passif	16 130 699	57 673 428
TOTAL PASSIFS COURANTS II	165 016 303	174 890 518
TOTAL GENERAL PASSIF	331 033 223	335 750 018

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 6 2 4 0 3 8 2 6 3 5 3 0

Désignation de l'entreprise

AGROSATI

Activité FABRICATION DE SACS TISSES

Adresse

ROUTE DE SÉDRATA BELKHEIR

Exercice du 01/01/2014 au 31/12/2014

COMPTE DE RESULTAT

Rubriques	N		N-1	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Produits de Marchandises				
Produits Fabriques		263 642 622		328 364 014
Produits de Services				
Produits de Travaux				
Produits Annexes				
Dotations, remises, ristournes accordées				
Chiffre d'affaires net des dotations, remises, ristournes		263 642 622		328 364 014
Production Stockée ou destockée		24 250 000		
Production immobilisée				
Production d'exploitation				
Production de l'exercice		287 892 622		328 364 014
Produits de Marchandises vendues				
Produits de Matières premières	192 092 546		227 667 262	
Produits de Services Approvisionnements	204 580			
Variation des Stocks				
Produits de Travaux d'Etudes et de Prestations de services				
Produits de Services consommations	3 281 445		2 204 470	
Dotations, remises, ristournes obtenus sur achats				
Produits de Services Traitance générale				
Produits de Services Locations				
Produits de Services Entretien, réparations et maintenance	46 780		71 950	
Produits de Services Primes d'assurances	682 948		723 650	
Produits de Services Personnel extérieur à l'entreprise				
Produits de Services Rémunération d'intermédiaires et honoraires	12 526 205		15 606 700	
Produits de Services Publicité				
Produits de Services Déplacements, missions et réceptions	95 349		296 246	
Produits de Services Services	2 755 868		2 158 069	
Dotations, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
- Consommations de l'exercice	211 685 722		248 728 350	
I- Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)		76 206 899		79 635 664
Charges de personnel	27 617 164		22 909 523	
Impôts et taxes et versements assimilés	3 707 696		4 616 258	
- Excedent brut d'exploitation		44 882 038		52 109 882

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 6 2 4 0 3 8 2 6 3 5 3 0

Designation de l'entreprise

SARL AGROSATI

Activite FABRICATION DE SACS TISSES

Adresse

ROUTE DE SEDRATA BELKHEIR

Exercice du 01/01/2014 au 31/12/2014

COMPTE DE RESULTAT

Rubriques	N		N-1	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Autres produits operationnels		29 505 966		39
Autres charges operationnelles	29 971 894		61 979	
Dotations aux amortissements	14 405 639		14 440 819	
Provisions				
Perte de Valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
V- Resultat operationnel		30 010 470		37 607 123
Produits financiers		1 539 695		2 468 531
Charges financieres	14 790 710		11 119 298	
VI- Resultat Financier		(13 251 015)		(8 650 767)
VII- Resultat ordinaire (V+VI)		16 759 455		28 956 355
Elements extraordinaires (Produits)(*)				
Elements extraordinaires (Charges)(*)				
VIII- Resultat extraordinaire				
Impots exigibles sur resultats	3 962 498		5 501 707	
Impots differes (variations) sur resultats				
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		12 796 957		23 454 648

Designation de l'entreprise

SARL AGROSATI

Activite FABRICATION DE SACS TISSES

Adresse

ROUTE DE SEDRATA BELKHEIR

Exercice clos le 31/12/2015

BILAN (ACTIF)

Serie G, n°2 (2010)

ACTIF	N			N-1
	Montants Bruts	Amortissements, Provisions et Pertes de Valeurs	Net	Net
ACTIF NON COURANTS				
Ecart d'acquisition goodwill + ou -				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisations corporelles				
-Terrains	5 154 000		5 154 000	5 154 000
-Batiments	17 231 730	4 824 884	12 406 845	13 268 432
-Autres Immobilisations corporelles	176 395 146	78 412 466	97 982 679	101 167 412
-Immobilisations en concession				
Immobilisations encours	10 898 728		10 898 728	10 898 728
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prets et autres actifs financiers non courants	7 851 257		7 851 257	891 280
Impots Differes Actif				
TOTAL ACTIF NON COURANT	217 530 861	83 237 350	134 293 510	131 379 853
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	222 744 405		222 744 405	80 014 424
Créances et emplois assimilés				
Clients	48 492 581		48 492 581	30 714 965
Autres débiteurs	15 836 877		15 836 877	13 807 162
Impots & Assimiles	79 731 213		79 731 213	66 934 252
Autres Creances & Emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	20 468 706		20 468 706	8 182 563
TOTAL ACTIF COURANT	387 273 784		387 273 784	199 653 369
TOTAL GENERAL ACTIF	604 804 646	83 237 350	521 567 295	331 033 223

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 6 2 4 0 3 8 2 6 3 5 3 0

Designation de l'entreprise

SARL AGROSATI

Activite FABRICATION DE SACS TISSES

Adresse

ROUTE DE SEDRATA BELKHEIR

Exercice clos le 31/12/2015

BILAN (PASSIF)

Serie G, n°2 (2010)

PASSIF	N	N-1
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis (ou compte de l'exploitant)	56 754 000	20 504 000
Capital non appelé		
Primes et réserves (Réserves consolidées)		17 081 464
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net (Résultat net part du groupe) (1)	6 746 352	12 796 957
Autres capitaux propres-Report à nouveau	1 605	29 451 821
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
TOTAL I	63 501 957	79 834 243
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	94 522 208	86 182 676
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits comptabilisés d'avance		
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	94 522 208	86 182 676
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	62 110 653	71 815 869
Impôts	1 346 116	567 928
Autres dettes	274 277 386	76 501 806
Trésorerie Passif	25 808 973	16 130 699
TOTAL PASSIFS COURANTS II	363 543 129	165 016 303
TOTAL GENERAL PASSIF	521 567 295	331 033 223

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 6 2 4 0 3 8 2 6 3 5 3 0

Designation de l'entreprise

SARL AGROSATI

Activite FABRICATION DE SACS TISSES

Adresse

ROUTE DE SEDRATA BELKHEIR

Exercice du 01/01/2015 au 31/12/2015

COMPTE DE RESULTAT

Rubriques	N		N-1	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Ventes de Marchandises				
Produits Fabriques		237 603 657		263 642 60
Prestations de Services				
Ventes de Travaux				
Produits Annexes				
Rabais,remises,ristournes accordees				
Chiffre d'affaires net des Rabais,remises,ristournes		237 603 657		263 642 60
Production Stockee ou destockee		65 182 611		24 250 00
Production immobilisee				
Subvention d'exploitation				
I-Production de l'exercice		302 786 269		287 892 60
Achats de Marchandises vendues				
Matieres premieres	205 107 163		192 092 546	
Autres Approvisionnements	180 000		204 580	
Variation des Stocks				
Achats d'Etudes et de Prestations de services				
Autres consommations	6 688 164		3 281 445	
Rabais , remises,ristournes obtenus sur achats				
- Sous-traitance generale				
- Locations				
- Entretien , reparations et maintenance	600 000		46 780	
- Primes d'assurances	882 294		682 948	
- Personnel exterieur a l'entreprise				
- Remuneration d'intermediaires et honoraires	13 146 698		12 526 205	
- Publicite	119 460			
- Deplacements, missions et receptions	415 961		95 349	
Autres services	3 713 567		2 755 868	
Rabais, remises,ristournes obtenus sur services exterieurs				
II- Consommations de l'exercice	230 853 310		211 685 722	
III- Valeur ajoutee d'exploitation (I-II)		71 932 959		76 206 80
Charges de personnel	31 968 696		27 617 164	
Impots et taxes et versements assimiles	2 877 109		3 707 696	
IV- Excedent brut d'exploitation		37 087 154		44 882 00

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 6 2 4 0 3 8 2 6 3 5 3 0

Designation de l'entreprise

SARL AGROSATI

Activite FABRICATION DE SACS TISSES

Adresse

ROUTE DE SEDRATA BELKHEIR

Exercice du 01/01/2015 au 31/12/2015

COMPTE DE RESULTAT

Rubriques	N		N-1	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Autres produits operationnels		74		29 505 965
Autres charges operationnelles	1		29 971 894	
Dotations aux amortissements	14 806 709		14 405 639	
Provisions				
Perte de Valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
V- Resultat operationnel		22 280 517		30 010 470
Produits financiers		2 327 939		1 539 695
Charges financieres	16 279 628		14 790 710	
VI- Resultat Financier		(13 951 688)		(13 251 015)
VII- Resultat ordinaire (V+VI)		8 328 829		16 759 455
Elements extraordinaires (Produits)(*)				
Elements extraordinaires (Charges)(*)				
VIII- Resultat extraordinaire				
Impots exigibles sur resultats	1 582 477		3 962 498	
Impots differes (variations) sur resultats				
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		6 746 352		12 796 957

2016

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

MINISTRE DE L'ENSEIGNEMENT
SUPERIEUR ET DE LA
RECHERCHE SCIENTIFIQUE
UNIVERSITE 8 MAI 1945 GUELMA



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 8 ماي 1945 قالمة

FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES ET
COMMERCIALES ET SCIENCES DE GESTION

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

DEPARTEMENT DE SCIENCES DE GESTION

Ref : D.G/F.S.E.C.S.G/UG/20.....

الرقم: 73... ق.ع.ب.ك.ع.ب.ت.ج.ق. / 20... د.ج.

Guelma le :

قالمة في : 17 أيار 2020

إلى السيد: مدير جمعيات التسيير

الموضوع : ف/ي إجراء زيارة ميدانية أو تريض

نحن رئيس قسم علوم التسيير نشهد بأن:

الطالب(ة): ساحية

الطالب(ة): رواحية ليل

مسجل(ة) بقسم علوم التسيير سنة (أولى)/(ثانية) ماستر فرع: (علوم التسيير)/(علوم مالية)

تخصص: مالية المؤسسات في حاجة لأجراء زيارة ميدانية أو تريض

بمؤسستكم .

موضوع الزيارة: مدايا اسعاف توزيع مصار التسيير في دعم المحلل المالي

للمؤسسة

لذا نرجو من سيادتكم الموافقة لتحقيق هذه الغاية.

ولكم منّا فائق التقدير والاحترام

اسم و لقب و إمضاء الأستاذ المشرف

سيد الركن



رئيس القسم

رئيس قسم علوم التسيير

العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

إمضاء: جلالينة كريمة

التشييرة المؤسسة المستقبلية
Fabrication de Sacs Tissés En Plastique
Route De Sedrata Belkheir
Guelma - Tél: 0382635
Tel 030 72 22 22 - Fax: 030 72 20 61