

جامعة 8 ماي 1945

قالممة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: إدارة أعمال مالية

تحت عنوان:

أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية
دراسة حالة مؤسسة روية للفترة 2012-2015.

تحت إشراف الأستاذ:

الدكتورة سعيدة بوررديمة.

من إعداد الطلبة:

شهرزاد حمزاوي.

اللجنة المناقشة:

رئيسا

أستاذة مساعدة أ

أ. سمية حرنان

مقررا

أستاذة محاضرة أ

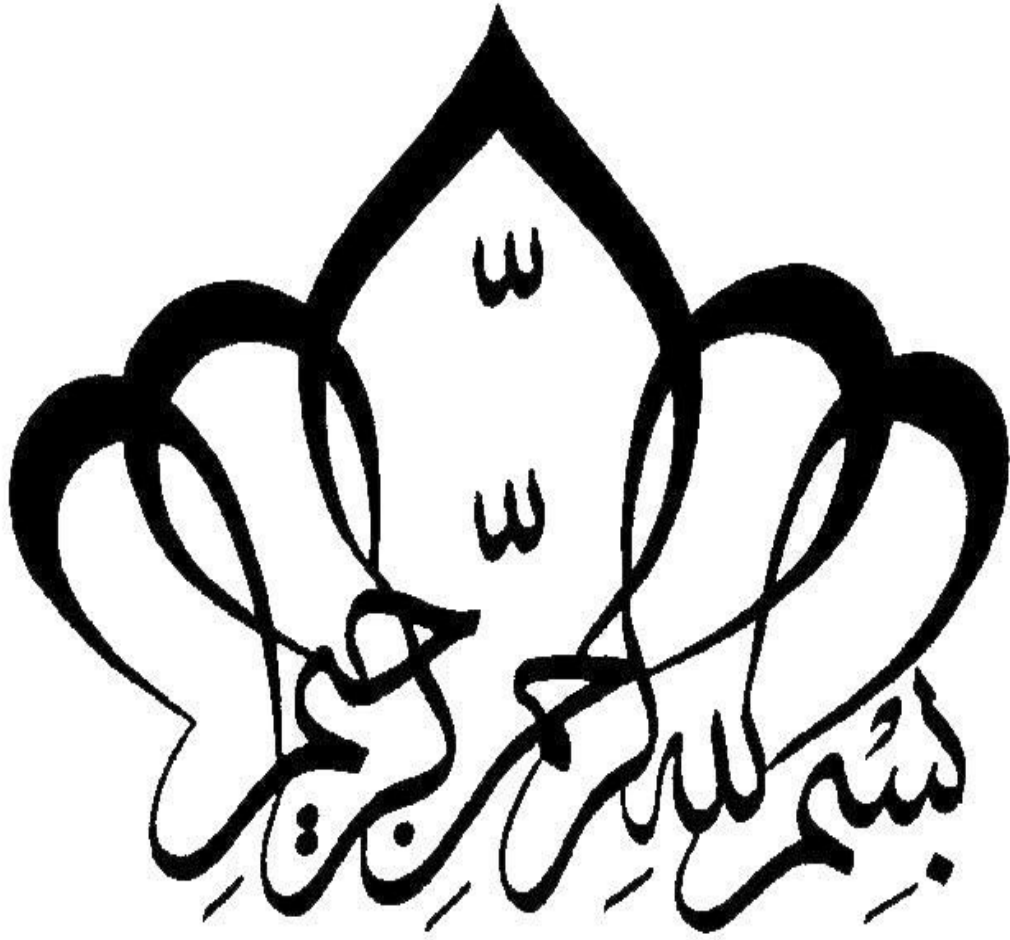
د. سعيدة بوررديمة

مناقشا

أستاذ مساعد أ

أ. عبد القادر عقون

السنة الجامعية: 2016/2017.



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

" قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ "

صدق الله العظيم

سورة البقرة: الآية 32

إهداء

اهدي هذا العمل المتواضع إلى:

الوالدين الكريمين اطل الله في اعمارهم.

إلى اخوتي و إبنة أخي "ميرال"..... حفظهم الله.

إلى رفيق دربي.....زوجي المستقبلي.

إلى كل الأهل والاقارب.

إلى كل الأصدقاء.

إلى من وسعهم قلبي ولم يسعهم قلبي.

إلى كل طالب علم.

شكر وعرهان

الحمد لله الذي أعاننا على إتمام هذا العمل حمدا كثيرا طيبا مباركا.

أقدم باسمى عبارات الشكر والعرهان إلى الدكتورة بورديمة سعيدة لما قدمته لي من توجيهات ونصائح قيمة بجهد وعمل ذؤوب.

إلى كل من علمني حرفا... وأزال عني غيمة جهل.

إلى أساتذتي الكرام في كل الأطوار.

إلى كل من ساعدني في إنجاز هذه المذكرة، وأخص بالذكر الأستاذة الكرام "بن جدو عبد السلام ، قلاب ذبيح الياس، عقون عبد القادر".

الفهرس العام:

الصفحة	قائمة المحتويات
أ-ب	مقدمة عامة.
	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لتكلفة التمويل في المؤسسة الاقتصادية.
2	تمهيد الفصل الأول.
3	المبحث الأول: تكلفة التمويل في المؤسسة.
3	المطلب الأول: ماهية تكلفة التمويل.
3	1. مفهوم تكلفة التمويل.
4	2. أهمية حساب تكلفة التمويل.
5	3. العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل.
6	المطلب الثاني: تكلفة التمويل بالملكية.
6	1. الأسهم العادية.
8	2. الأسهم الممتازة.
11	3. الأرباح المحتجزة.
12	المطلب الثالث: تكلفة التمويل بالاقتراض.
12	1. السندات.
14	2. القروض.
18	3. التأجير.
21	المطلب الرابع: تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان.
21	1. تعريف تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان.
22	2. حساب تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان.
22	3. مداخل حساب التكلفة المرجحة بالأوزان.
23	المبحث الثاني: الهيكل المالي في المؤسسة.
23	المطلب الأول: ماهية الهيكل المالي في المؤسسة.
23	1. مفهوم الهيكل المالي.
24	2. شروط تحقيق الهيكل المالي الأنسب.

24	3. العوامل المؤثرة في الهيكل المالي.
25	المطلب الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي.
26	1. النظرية التقليدية.
27	2. انعدام الهيكل المالي الأمثل.
29	3. نظرية التوازن: وجود هيكل مالي أمثل.
31	4. النظرية متعددة الأشكال.
32	المطلب الثالث: تقويم الهيكل المالي للمؤسسة.
32	1. التقييم باستخدام مؤشرات التوازن المالي.
36	2. التقييم باستخدام نسب الهيكلية.
39	3. أساليب اصلاح خلل الهيكل التمويلي.
40	المبحث الثالث: تكلفة التمويل و تأثيرها على الهيكل المالي للمؤسسة.
40	المطلب الأول: محددات الهيكل المالي في المؤسسة.
40	1. الرفع.
42	2. العائد.
43	3. المخاطرة.
46	المطلب الثاني: أثر تكلفة التمويل بالإستدانة على الهيكل المالي للمؤسسة.
47	المطلب الثالث: أثر تكلفة التمويل بالملكية على الهيكل المالي للمؤسسة.
49	خلاصة الفصل.
الفصل الثاني: أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي لمؤسسة روية.	
51	تمهيد الفصل الثاني.
52	المبحث الأول: ماهية مؤسسة روية.
52	المطلب الأول: نشأة و تطور مؤسسة روية.
52	1. نشأة المؤسسة.
53	2. التطورات التي عرفتها.
54	المطلب الثاني: التوجهات الاستراتيجية والأفاق المستقبلية.
54	1. أهداف مؤسسة روية.

54	2. التوجهات الاستراتيجية للمؤسسة.
55	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمؤسسة روية.
57	المبحث الثاني: دراسة الوضعية المالية لمؤسسة روية.
57	المطلب الأول: عرض القوائم المالية لمؤسسة روية.
57	1. الميزانية.
65	2. جدول تغيرات الميزانية المالية.
70	3. جدول حسابات النتائج.
73	المطلب الثاني: تقييم الوضعية المالية لمؤسسة روية.
73	1. التقييم باستخدام مؤشرات التوازن المالي.
80	2. التقييم باستخدام نسب الهيكلية.
85	المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي للمؤسسة.
85	1. الرفع.
88	2. العائد.
91	3. المخاطرة.
92	المبحث الثالث: دراسة الهيكل المالي و علاقته بتكلفة التمويل.
92	المطلب الأول: تكلفة التمويل.
92	1. تكلفة الأسهم العادية.
94	2. تكلفة الأرباح المحتجزة.
95	3. تكلفة الإقتراض الإجمالية.
96	4. حساب التكلفة الوسطية المرجحة.
97	المطلب الثاني: دراسة الهيكل المالي لمؤسسة روية.
98	المطلب الثالث: علاقة تكلفة التمويل بالهيكل المالي للمؤسسة.
101	خلاصة الفصل.
103	خاتمة عامة.
108	قائمة المراجع.
113	ملاحق.

أولاً: فهرس الأشكال.

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
27	يوضح مستوى التمويل الأمثل حسب نظرية الربح الصافي المفسرة للهيكل المالي.	01
30	يوضح القيمة الحالية للمؤسسة في ظل تكلفة الافلاس.	02
31	يوضح الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة.	03
31	يوضح قيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس، الوكالة و الضرائب.	04
47	يوضح العلاقة بين تكلفة التمويل و الرافعة المالية.	05
55	يوضح الهيكل التنظيمي للمعمل الجزائري الجديد للمصبرات NCA – ROUIBA.	06
61	يوضح الميزانية المالية المختصرة-جانب الاصول-للفترة 2012-2015.	07
62	يوضح الميزانية المالية المختصرة-جانب الخصوم-للفترة 2012-2015.	08
66	يوضح تغيرات الميزانية المالية-جانب الاصول- للفترة 2012-2015.	09
67	يوضح تغيرات الميزانية المالية-جانب الخصوم- للفترة 2012-2015.	10
68	يوضح تغيرات الاموال الخاصة للفترة 2012-2015.	11
69	يوضح تطور التوزيعات للفترة 2012-2015	12
70	يوضح تطور قدرة التمويل الذاتي للفترة 2012-2015	13
72	يوضح تغيرات جدول حسابات النتائج للفترة 2012-2015	14
74	يوضح تطور راس مال العامل للفترة 2012-2015.	15
75	يوضح تطور راس مال العامل الخاص للفترة 2012-2015.	16
76	يوضح راس مال العامل الاجنبي للفترة 2012-2015.	17
77	يوضح احتياج في راس مال العامل للاستغلال للفترة 2012-2015.	18
78	يوضح احتياج في راس مال العامل خارج الاستغلال للفترة 2012-2015.	19
79	يوضح الاحتياج في راس مال العامل للفترة 2012-2015.	20
80	يوضح الخزينة الصافية للفترة 2012-2015.	21
82	يوضح نسب التمويل للفترة 2012-2015.	22
84	يوضح نسب المديونية للفترة 2012-2015.	23
84	يوضح الاستقلالية المالية و قدرة المؤسسة على السداد للفترة 2012-2015.	24
86	يوضح الرفع المالي للفترة 2012-2015.	25
87	يوضح الرفع التشغيلي للفترة 2012-2015.	26

88	يوضح الرفع المشترك للفترة 2012-2015.	27
89	يوضح العائد على حقوق الملكية للفترة 2012-2015.	28
90	يوضح العائد على رأس المال للفترة 2012-2015.	29
91	يوضح العائد على الاسهم للفترة 2012-2015.	30
93	يوضح تطور تكلفة الاسهم العادية للفترة 2012-2015.	31
94	يوضح تكلفة الارباح المحتجزة للفترة 2013-2015.	32
95	يوضح تطور تكلفة الاقتراض للفترة 2012-2015.	33
97	يوضح التكلفة الوسطية المرجحة للفترة 2012-2015.	34
98	يوضح الهيكل المالي للمؤسسة للفترة 2012-2015.	35
99	يوضح تكلفة مصادر تمويل المؤسسة للفترة 2012-2015.	36
99	يوضح العلاقة بين تكلفة التمويل و الهيكل المالي 2012-2015.	37

ثانيا: فهرس الجداول.

رقم	عنوان الجداول	الصفحة
01	يوضح طرق حساب رأس مال العامل.	33
02	يوضح موارد و احتياجات الاستغلال و خارج الاستغلال.	35
03	يوضح الميزانية المالية- جانب الاصول- للفترة 2012-2015.	58
04	يوضح الميزانية المالية- جانب الخصوم- للفترة 2012-2015.	59
05	يوضح الميزانية المالية المختصرة- جانب الاصول- للفترة 2012-2015.	60
06	يوضح الميزانية المالية- جانب الخصوم- للفترة 2012-2015.	61
07	يوضح الميزانية الوظيفية- جانب الأصول- 2012-2015.	63
08	يوضح الميزانية الوظيفية- جانب الخصوم- 2012-2015.	64
09	يوضح تغيرات الميزانية المالية المختصرة- جانب الأصول- للفترة 2012-2015.	65
10	يوضح تغيرات الميزانية- جانب الخصوم- للفترة 2012-2015.	66
11	يوضح تغيرات الأموال الخاصة للفترة 2012-2015.	67
12	يوضح التوزيعات للفترة 2012-2015.	68
13	يوضح القدرة على التمويل الذاتي للفترة 2012-2015.	69
14	يوضح حسابات النتائج للفترة 2012-2015.	71
15	يوضح تغيرات حسابات النتائج للفترة 2012-2015.	71
16	عرض راس مال العامل للفترة 2012-2015.	73
17	عرض راس مال العامل الخاص للفترة 2012-2015.	74
18	عرض راس مال الاجنبي للفترة 2012-2015.	75
19	يوضح احتياج في راس مال العامل للاستغلال للفترة 2012-2015.	76
20	يوضح احتياج في راس مال العامل خارج الاستغلال للفترة 2012-2015.	77
21	احتياج في راس مال العامل للفترة 2012-2015.	78
22	يوضح الخزينة الصافية للفترة 2012-2015.	79
23	يوضح نسب التمويل للفترة 2012-2015.	80
24	يوضح نسب المديونية للفترة 2012-2015.	82
25	يوضح الرفع المالي للفترة 2012-2015.	85
26	يوضح الرفع التشغيلي للفترة 2012-2015.	86

87	الرفع المشترك للفترة 2012-2015.	27
88	يوضح العائد على حقوق الملكية للفترة 2012-2015.	28
89	يوضح العائد على رأس المال للفترة 2012-2015.	29
90	يوضح العائد على الاسهم للفترة 2012-2015.	30
93	يوضح تكلفة التمويل للفترات 2013-2015.	31
94	يوضح تكلفة الارباح المحتجزة للفترة 2013-2015.	32
95	يوضح تكلفة الاقتراض الاجمالية للفترة 2013-2015.	33
96	يوضح التكلفة الوسطية المرجحة للفترة 2013-2015.	34
97	يوضح الهيكل المالي للمؤسسة للفترة 2012-2015.	35

مقدمة عامة

1. تمهيد:

شهد العالم حديثا تطورات وتغيرات متسارعة في عالم المال والأعمال، الأمر الذي جعل المنافسة تشتد بين المؤسسات الاقتصادية، ما أجبرها على أن تكون يقظة ومتفطنة ودائمة التجديد والتوسع حتى تتمكن من مواجهة منافسيها في السوق ومواكبة التغيرات الحاصلة فيه، ما أدى إلى زيادة الإهتمام بالجانب المالي للمؤسسة، إذ يعتبر التمويل العصب المحرك لنشاطها وتلبية إحتياجاتها وتنفيذ سياستها الاستثمارية، إذ أصبح البحث عن التوليفة المناسبة لمصادر التمويل من بين أعقد المشكلات الإستراتيجية التي تواجه تنمية وتطور المؤسسات الاقتصادية.

على الرغم من تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية واختلاف أشكالها في الوقت الراهن، إلا أن تكلفة التمويل أصبحت أحد أهم المحددات والعوامل التي يتم من خلالها تحديد التوليفة المناسبة للهيكل المالي للمؤسسة، هذا ما جعلها مصب إهتمام المدراء الماليين حيث يتم إختيار مصادر التمويل المناسبة التي يتم على أساسها بناء الهيكل المالي الذي يرقى بالمستوى العام للمؤسسة ويضمن من خلاله بقاءها في السوق وتحقيق الأهداف المسطرة من قبل المؤسسين.

لهذا فإن لقرار اختيار البديل التمويلي تأثير على مردودية المؤسسة وبالتالي على قيمتها ككل، لذا فإنها تحرص على تشكيل هيكل مالي مناسب يوفق بين الأموال الخاصة وأموال الاستدانة من جهة وبين العائد والمخاطرة من جهة أخرى، وعادة ما تشكل الاستدانة بديلا تمويليا مغريا للمؤسسات الاقتصادية كونها تساهم في زيادة صافي الربح المتاح للمساهمين بفضل آلية الرفع المالي والوفورات الضريبية المحققة.

2. اشكالية:

يختلف الهيكل المالي من مؤسسة إلى أخرى، ويرتكز هدف الإدارة في الحصول على هيكل مالي أمثل يضمن لها أقل تكلفة وأكبر عائد بأقل مخاطرة ممكنة، إذ يعتبر الهيكل المالي الأمثل إشكالية ستظل دائما مطروحة نظرا لوجود الرفع المالي الذي يشجع استعمال الديون لزيادة القيمة السوقية للمؤسسة من جهة، ومن جهة أخرى البحث عن الاستقلالية المالية، وعلى ضوء هذا تتبلور معالم اشكال بحثنا فيما يلي:

هل تؤثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي لمؤسسة روية؟

مقدمة عامة

يثير هذا الاشكال مجموعة من الأسئلة الفرعية نوجزها فيما يلي:

- ✓ ماهي المصادر التمويلية المكونة للهيكل المالي لمؤسسة روية؟
- ✓ هل تؤثر تكلفة التمويل على التوازن المالي لمؤسسة روية؟
- ✓ هل تؤثر الرافعة المالية على الاستقلالية المالية لمؤسسة روية؟

3. فرضيات الدراسة:

للإجابة على الأسئلة الفرعية يمكن صياغة الفرضيات التالية:

✓ تعتمد مؤسسة روية على عدة مصادر لتمويل هيكلها المالي، والذي يتأثر بمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية.

✓ يترتب عن أساليب التمويل المعتمدة من قبل مؤسسة روية تكاليف تؤثر على هيكلها المالي.

4. أسباب اختيار الموضوع:

تعود أسباب اختيارنا لهذا الموضوع إلى الأسباب الآتية:

- ✓ تعتبر مسألة التمويل وتركيبه الهيكل المالي من أعقد المشاكل التي تواجه المؤسسات.
- ✓ توافق الموضوع مع نوع تخصص العلمي.
- ✓ باعتبار المؤسسات الجزائرية تواجه أزمات مالية، حاولنا من خلال هذا الموضوع دراسة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية وهذا بهدف ترشيد قراراتها التمويلية.
- ✓ اعتقدنا أن موضوع أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي موضوع جدير بالبحث خاصة في بيئة.
- ✓ المؤسسة الجزائرية الفقيرة لمصادر التمويل، والأهمية البالغة في تحريك العجلة الاقتصادية.

5. أهمية وأهداف الدراسة:

تعتبر الموارد المالية الركيزة الأساسية والعصب المحرك لإستمرار نشاط المؤسسة الاقتصادية، إذ يجد المستثمر صعوبة في اختيار التوليفة المناسبة من مصادر التمويل والتي تضمن له أكبر عائد ممكن بأقل تكلفة، إذ تكمن أهمية هذه الدراسة في إزالة الغموض عن المفاهيم المتعلقة بالموضوع.

ومن أهم النقاط التي نهدف إلى معالجتها من خلال دراستنا، نذكر ما يلي:

- ✓ التعرف على أهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة وتكلفة كل منها.
- ✓ التعرف على الهيكل المالي وأبرز العوامل المؤثرة فيه.
- ✓ محاولة إبراز أهم الدراسات التي اهتمت بدراسة أمثلية الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية.
- ✓ التعرف على كيفية تشخيص وتقييم الهيكل المالي للمؤسسة.
- ✓ محاولة الاطلاع على سلامة القرارات التمويلية في المؤسسات الجزائرية من خلال دراسة حالة مؤسسة جزائرية مدرجة في بورصة وهي مؤسسة روية.

مقدمة عامة

6. منهج وأدوات الدراسة:

يقوم كل باحث في إطار موضوع بحثه بالاعتماد على منهج مناسب يقوم من خلاله بتحديد مختلف الأساليب والادوات التي تساعد في جميع المعلومات والبيانات التي تستطيع من خلالها تنظيم أفكاره وفرضها وتحليلها للوصول إلى النتائج التي تمكنه من الإحاطة الجيدة بموضوعه سواء من الجانب النظري أو التطبيقي. اعتمدنا في دراستنا على منهجين أساسيين هما المنهج الوصفي لتوضيح مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة وتكلفتها، كذلك الهيكل المالي وأهم النظريات التي حاولت دراسته، كما تم الاعتماد على المنهج التحليلي في دراسة وتحليل وضعيتها المالية، وهذا بهدف تقويم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية كما حاولنا اسقاط الجانب النظري على الواقع التطبيقي، من خلال دراسة حالة مؤسسة اقتصادية.

7. حدود الدراسة:

نظرا لأهمية الموضوع ونجاعته وكثرة العناصر المتعلقة به حاولنا حصره وتحديد معالمه من حيث المحتوى، المكان والزمان، حيث ينحصر الاطار المكاني في دراسة حالة مؤسسة اقتصادية جزائرية مدرجة في البورصة "معمل الجزائري الجديد للمصبرات -روبية-"، أما الزمان فقد تم دراسة الهيكل المالي للمؤسسة للفترة 2012-2015.

8. الدراسات السابقة:

تم الاطلاع على عدد من الدراسات الجامعية التي تمس الجانب التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، ومن بين أفرها صلة من موضوع بحثنا نذكر مايلي:

✓ بوربيعة غنية، "محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الاشغال والتركيب الكهربائي فرع سون لغاز"، المقدمة لنيل شهادة الماجستير في كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3، 2012. هدفت هذه الدراسة إلى معالجة والتعرف على أهم مصادر التمويل للمؤسسة الاقتصادية، واستعمال مختلف المؤشرات المالية من أجل تقييم أثر السياسات التمويلية المنتهجة على الوضعية المالية للمؤسسة، ومحاولة الإطلاع على سلامة قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من خلال دراسة حالة، أما بالنسبة لنتائج الدراسة فخلصت إلى أن اختيار الهيكل المالي للمؤسسة يجب أن يتناسب مع واقعها والمحيط الذي تنشأ فيه بما يحقق أعلى عائد بأقل مخاطرة عندها مكون بصدد الهيكل المالي الأمثل، وأن المؤسسة التي تستفيد من الأثر الإيجابي للرفع المالي وتتحكم فيه، تستطيع رفع قيمتها في السوق وتحقيق معدلات مردودية عالية.

✓ شعبان محمد، "نحو اختيار هيكل تمويلي امثل للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال"، المقدمة لنيل شهادة الماجستير في كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة محمد بوقرة

مقدمة عامة

بومرداس، الجزائر، 2010، هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل الأساسية المحددة لتركيبه أموال المؤسسة الاقتصادية، بالإضافة إلى توضيح الجدوى من اختيار الهيكل التمويلي المناسب ودراسة أهم محددات القرار التمويلي، ومطالبة المؤسسات الاقتصادية بإدراج قرارات التمويل ضمن الأدوات الفعالة الكفيلة بترشيد استخدام الموارد المستعملة فيها وذلك بعد تحليل علمي دقيق لبدائل التمويل المتاحة، ودراسة تأثيرها المحتملة على المؤسسة، بالإضافة إلى دراسة أهم محددات القرار التمويلي، ولا يقتصر التحليل على اختيار طبيعة التمويل وتحديد نسبته في الهيكل التمويلي، بل يتعداه ليشمل سلوك المانحين وكفاءة سوق الأموال بصفة عامة، كونها تمارس تأثير مباشر على فعالية التمويل المقترض، وخلصت الدراسة إلى أن أهم إجراء ينبغي المبادرة به لترشيد قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية هو تفعيل دور الوظيفة المالية وتحديد دورها التحليلي، ومنح صلاحيات أكبر للإدارة المالية لاتخاذ قرارات التمويل في المؤسسة.

✓ عبد الكريم بوحادة، "أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم مع دراسة حالة" المقدمة لنيل شهادة الماجستير في كلية العلوم الاقتصادية وعلو التسيير جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012، هدف الدراسة إلى وصف كيفية سعي المؤسسة الاقتصادية إلى تعزيز قيمتها السوقية، وذلك من خلال استغلال بعض المصادر التمويلية في حدود الخطر المقبول والعائد المطلوب، كما ذكر بأن ذلك الهدف لا يمكن تحقيقه إلا من خلال بناء هيكل مالي مثالي، أي أن تكون لديها تكلفة التمويل في ادنى حدودها وفي المقابل تعظيم من قيمتها. وخلص من خلال دراسته أن الأرباح المحتجزة من شأنها أن تكون أهم مكون للهيكل المالي، إذ تحكم هذه الأخيرة سياسة توزيعات الأرباح التي تحدد من خلالها نسب كل من الأرباح المحتجزة والموزعة، وتعمل المؤسسة من خلال هذه السياسة على تعظيم قيمة أسهمها قدر المستطاع.

9. صعوبات الدراسة:

واجهنا مجموعة من الصعوبات خلال إعداد هذا البحث تجلت في النقاط التالية:

✓ قلة المراجع المتخصصة، وإن وجدت تكون مكررة.

✓ قلة المؤسسات المسعرة في البورصة.

✓ صعوبات الحصول على بعض المعلومات المالية للمؤسسة الجزائرية.

✓ قلة مصادر التمويل في المؤسسات وعدم تنوعها.

10. تقسيم البحث:

من أجل معالجة الموضوع والامام بجميع جوانبه ارتأينا تقسيمه إلى فصلين، فصل نظري وفصل تطبيقي يشمل دراسة حالة مؤسسة المعمل الجزائري الجديد للمصبرات وخاتمة تليهما ومقدمة تسبقهما.

مقدمة عامة

يضم الفصل الأول جميع الجوانب النظرية للدراسة حيث يقسم بدوره إلى ثلاث مباحث، تناولنا في المبحث الأول مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة وتكلفة التمويل كل مصدر ومن تم التكلفة الوسطية المرجحة، وتطرقنا في المبحث الثاني إلى ماهية الهيكل المالي في المؤسسة وأهم النظريات التي اهتمت بدراسة هذا الجانب، كما قمنا بتقوم الهيكل المالي للمؤسسة باستخدام مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكلية، بينما تعرضنا في المبحث الثالث إلى محددات الهيكل المالي للمؤسسة ومحاولة التماس العلاقة بين تكلفة التمويل والهيكل المالي للمؤسسة.

أما الفصل الثاني فقد تم تخصيصه للدراسة الميدانية عن طريق اسقاط الجانب النظري على مؤسسة روية حيث تناولنا في المبحث الأول تقديم المؤسسة والتعريف بها، ثم عرض مجموعة من القوائم المالية التي استخدمت في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة، أما فيما يخص المبحث الثالث فخصصناه إلى معرفة مصادر تمويل المؤسسة وتكلفة كل مصدر وتشخيص الهيكل المالي للمؤسسة ومحاولة تلمس العلاقة الرابطة بين تكلفة التمويل والهيكل المالي للمؤسسة روية.

تمهيد:

تعتبر المؤسسة المحرك الأساسي لتطور اقتصاد أي دولة، إذ أن المؤسسة الناجحة هي التي تحافظ على قدرتها الإنتاجية عن طريق تجديد استثماراتها والتوسع فيها وهذا ما يدفعها للبحث عن مصادر التمويل إذ تعتبر الأخيرة من أكبر المشكلات التي تواجه الإدارة المالية وسنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى أهم المصادر المالية المتاحة أمام المؤسسة وكذا مختلف النظريات المتعلقة بالهيكل المالي، والعلاقة التي تربط تكلفة التمويل بالهيكل المالي للمؤسسة وهذا ما سنعرضه تفصيلاً من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: تكلفة التمويل في المؤسسة.

المبحث الثاني: الهيكل المالي للمؤسسة.

المبحث الثالث: العلاقة بين تكلفة التمويل و الهيكل المالي للمؤسسة.

المبحث الأول: تكلفة التمويل في المؤسسة.

تعتبر تكلفة التمويل من بين العناصر الهامة و الفاصلة في عملية اتخاذ القرارات التمويلية وأي خطأ قد يحمل المؤسسة تكاليف باهظة قد تصل إلى الإفلاس، وتتم المفاضلة بين مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة والتي تتخذ تصنيفات متعددة، تبعاً لمعيار الملكية والمدة والمصدر، غير أننا اعتمدنا في هذا المبحث معيار الملكية حتى يتناسب مع طبيعة البحث.

المطلب الأول: ماهية تكلفة التمويل.

تلجأ المؤسسة في تمويل استثماراتها إلى مصادر التمويل التي تضمن لها أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة، ومن خلال هذا المطلب سنحاول التعرف على مصادر التمويل، تكلفتها، أهميتها وأهم العوامل المؤثرة في كل عنصر.

1. مفهوم تكلفة التمويل:

تعددت التعاريف التي تناولت تكلفة التمويل ومن أبرزها نذكر:

التعريف الأول: يقصد بتكلفة التمويل: "معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر و الذي يضمن المحافظة على قيمة المنشأة بل و تعظيمها".¹

التعريف الثاني: تعرف تكلفة التمويل بأنها: "الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة".²

نخلص مما سبق إلى أن تكلفة التمويل هي: "معدل العائد الذي يحقق أكبر قيمة للمؤسسة في السوق وأي تدهور أو انخفاض في العائد قد يؤدي للإفلاس".

و تتطلب دراسة تكلفة الأموال التمييز بين المفاهيم التالية و مناقشتها:³

1-1 التكلفة المستقبلية و التكلفة التاريخية:

التكاليف التي تأخذ بعين الاعتبار في عملية اتخاذ القرار هي التكاليف المستقبلية وليست التكاليف التاريخية أي السابقة على الأموال التي تتم الحصول عليها في الماضي، والمشروع يهدف إلى تخفيض تكلفة الأموال المستقبلية إلى أدنى حد ممكن، كما تلعب التكاليف التاريخية* دوراً هاماً في التنبؤ بالتكاليف المستقبلية وفي تقييم الأداء الفعلي.

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

²- محمد الصالح الحناوي، نحال فريد مصطفى، و آخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 392.

³- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي: مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية، للكتاب،

مصر، ص ص 166-168.

*التكاليف التاريخية: هي القيمة المالية الأصلية للعنصر الاقتصادي.

1-2 التكلفة النوعية والتكلفة المشتركة:

تمثل التكلفة النوعية في تكلفة كل عنصر من عناصر رأس المال مثل الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات... الخ، وبالتالي فالقرار يعتمد على العائد المتوقع من المصدر المتاح مقارنة مع تكلفته، لكن هذه الطريقة فيها مغالطة وتضليل، إذ أن قرار المشروع باستخدام قرض في فترة معينة سيرفع من درجة الخطر المالي لحملة الأسهم الذي يرفع من تكلفة أموال الملكية، و من جهة أخرى تعمل المؤسسة على تحقيق التوازن في الهيكل المالي ما يؤدي إلى ظهور مفهوم التكلفة المشتركة للأموال و التي تستند إلى فكرة الترجيح بالأوزان.

1-3 التكلفة المتوسطة والتكلفة الحدية:

تمثل التكلفة المتوسطة في المتوسط الموزون لتكاليف كل عنصر من رأس المال الذي يتم توظيفه، وتكون غاية المؤسسة تدنيته إلى أدنى حد ممكن عن طريق التخطيط السليم لهيكل رأس مالها، فمتوسط تكلفة التمويل يظل ثابتا إلى أن يتم استنفاد أموال المشروع الداخلية كليا ثم يتزايد بزيادة المصادر الخارجية. أما التكلفة الحدية فهي التكلفة المتوسطة للأموال الجديدة التي حصل عليها المشروع، و تعود أهميتها في تحقيق الموازنة الرأس مالية، فالمؤسسة لن تقبل أي مصدر تمويلي جديد إلا إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة الأموال الحدية.

1-4 التكاليف الظاهرة والتكاليف الضمنية:

تعرف التكلفة الظاهرة بأنها معدل الخصم الذي يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلية من الأموال الإضافية المستخدمة في تمويل الاقتراح الاستثماري وبين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الإضافية الخارجية، وتمثل في مدفوعات الفوائد وسداد أصل القرض أو نصيب السهم من الأرباح. أما التكلفة الضمنية فتتمثل في تكلفة الفرصة البديلة والتي تنشأ عندما يكون أمام المؤسسة مجموعة من الاستخدامات البديلة للأموال الإضافية، أي أنها معدل العائد الخاص بأفضل فرصة استثمارية للمشروع ومساهمته.

2. أهمية حساب تكلفة التمويل:

تكمّن أهمية حساب تكلفة التمويل في المؤسسة فيما يلي:¹

- ✓ الهيكل المالي يمكن أن يؤثر على كل من حجم ودرجة المخاطرة، أرباح المؤسسة ومن ثم قيمتها؛
- ✓ يساعد حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل، الإدارة المالية في اتخاذ القرارات المتعلقة باختيار نسب تلك المصادر من ناحية التكلفة، أي اختيار المصدر الأقل تكلفة؛
- ✓ قرار الموازنة الرأس مالية لها تأثير رئيسي على المؤسسة وأن إعداد الموازنة بشكل صحيح يتطلب تقديرات تكلفة التمويل؛

1- بسام محمد الأغا، اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار "دراسة تطبيقية على شركة المساهمة العامة العاملة بفلسطين"، مذكرة ماجستير غير منشورة، إدارة الأعمال، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية - غزة، - فلسطين، 2005، ص ص 55-56.

- ✓ يفيد حساب تكلفة التمويل في تقييم المشروعات التي تستخدم فيها الأموال، فإذا تبين أن تكلفة الأموال تزيد عن العائد المتوقع أصبحت هذه المشروعات عبئا على الإدارة، أما إذا حسبت التكلفة بدقة يمكن تفادي العديد من المشروعات؛
 - ✓ يفيد في المفاضلة بين المشروعات الصناعية، إضافة إلى دورها في قرارات التسعير؛
 - ✓ إن العديد من القرارات المالية من ضمنها تلك المرتبطة بالاستئجار وإعادة تحويل السندات تستلزم حسابا دقيقا لتكلفة التمويل؛
 - ✓ إن تعظيم قيمة المؤسسة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات للمؤسسة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا.
- ومنه فإن تكلفة الأموال هي الحجر الأساس الذي تدور حوله مجموعة كبيرة من القرارات وأهمها قرارات الاستثمار والتمويل.

3. العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل:

تتأثر تكلفة التمويل بمجموعة من العوامل، بعضها يخضع لسيطرة المؤسسة بينما يخرج البعض الآخر عن سيطرتها إذ تعمل المؤسسة على التخفيف من حدتها وآثارها السلبية:¹

3-1 المؤثرات التي تتحكم فيها المؤسسة:

تتمثل أهم المؤثرات التي تتحكم فيها المؤسسة في:

أ- **معدلات الفائدة:** عبارة عن المعدلات التي تدفع لأصحاب الديون (قروض، سندات)، وتتبع على العموم معدلات الفائدة السائدة في الاقتصاد الوطني، حيث يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل وذلك من جراء ارتفاع معدلات الفائدة المدفوعة لأصحاب الديون، كما يكون لها تأثير أيضا على تكلفة الأسهم العادية والممتازة.

ب- **معدلات الضريبة:** تحدد عن طريق التشريعات الضريبية للدولة، مما يعني عدم قدرة المؤسسة على التحكم فيها أو تعديلها، ويكون تأثيرها على التكلفة الإجمالية واضحا لكونها تأخذ في عين الاعتبار عند احتساب تكلفة الاقتراض. كما تعطي أفضلية للتمويل بمصدر على حساب آخر في حال صدور تشريعات تقضي بتحديد معدلات منخفضة لضريبة هذا المصدر.

3-2 المؤثرات الخاضعة للمؤسسة:

تتمثل المؤثرات التي تستطيع المؤسسة التحكم فيها وتعديلها حسب ما يناسب أهدافها، وهي:

أ- **سياسة التوزيعات:** تمثل الأرباح المحتجزة الرصيد المتراكم للأرباح التي لم يتم توزيعها على المساهمين، وتبعاً لذلك فعند مستوى معين من الأرباح المحققة فإن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة بشكل قد يعرض المؤسسة لنقطة الانكسار، حيث لا تكفي الأرباح المحتجزة لتمويل

¹- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006، ص ص 425-427.

احتياجاتها من الموارد الإضافية اللازمة لتنفيذ الاستثمارات الجديدة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال.

ب- **السياسة الاستثمارية للشركة:** عند تقدير تكلفة الأموال يتم استخدام معدلات العائد المطلوب على الأرصدة الحالية للأسهم والسندات كنقطة بدء للتقرير، وتعكس هذه المعدلات الخطر المرتبط بأصول المؤسسة الحالية، فتغير السياسة الاستثمارية للمؤسسة ينعكس على تكلفة الاستثمار.

ت- **سياسة الشركة بشأن الهيكل المالي:** تخطط المؤسسة عادة لهيكل مالي أمثل، ونظرا لاختلاف تكلفة التمويل كل عنصر ودرجة مخاطرته، فان المؤسسة عندما تقرر تغيير هيكلها المالي يحدث بالضرورة تغير على مستوى التكلفة.

قمنا في هذا المطلب بتعريف تكلفة التمويل وأهم المصطلحات المتعلقة بها، كما أبرزنا أهمية حسابها بالنسبة للمؤسسة ومجموعة العوامل المؤثرة فيها والتي تنقسم إلى نوعين، مؤثرات باستطاعة المؤسسة التحكم فيها ومؤثرات خارج سيطرتها، إذ تقوم المؤسسة بالتخفيف من تأثير حدتها.

المطلب الثاني: تكلفة التمويل بالملكية:

سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى مختلف مصادر التمويل بالملكية والتي تلعب دورا هاما في تمويل المؤسسات الاقتصادية، خاصة الصغيرة والمتوسطة والتي تعتمد على هذا المصدر بالدرجة الأولى، إذ أنه يضمن للمؤسسة توفير مختلف الاحتياجات دون اللجوء إلى مصادر خارجية.

1. الأسهم العادية:

تعتبر الأسهم من أهم مصادر التمويل الداخلية للمؤسسة الاقتصادية، سنحاول عرض أهم العناصر التي تعرف وتوضح هذا المصدر.

1.1. تعريف الأسهم العادية:

تمثل الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل، وتعتمد شركات المساهمة اعتمادا يكاد يكون تاما على الأسهم العادية في تمويلها الدائم وخصوصا عند بدء التكوين،¹ حيث تعددت تعريفات الأسهم العادية منها:

التعريف الأول: تعرف الأسهم العادية على أنها: "مستند ملكية قابل للتداول يعطي لحامله الحق في النتائج التي تحققها المؤسسة وتمكنه من المشاركة والتصويت في الاجتماعات السنوية للجمعية العامة وفي حال التصفية له الحق في جزء من الأموال".²

¹ - عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007، ص 486.

² - شعبان محمد، نحو اختيار هيكل مالي امثل للمؤسسة الاقتصادية" دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2010، ص 14.

التعريف الثاني: كما يعرف على أنه: " ورقة تثبت امتلاك حائزها بجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة".¹

من خلال التعاريف السابقة نجد أن الأسهم العادية عبارة عن جزء من رأس المال يعطي لحمله الحق في التصويت في الاجتماعات السنوية للجمعية العامة كما تمكنه من الاستفادة من الأرباح وتحمل جزء من الخسائر.

2.1. خصائص الأسهم العادية وامتيازات حاملها:

من خلال ما سبق يمكن استنتاج مجموعة من الخصائص نوجزها في:²

- ✓ السهم العادي عبارة عن أداة مالية طويلة الأجل يتم تداولها في بورصة القيم المنقولة؛
- ✓ له قيمة اسمية، سوقية، دفترية، و تصفوية (يحصل صاحبه على حصة من الموجودات في حالة التصفية وذلك بعد سداد جميع الالتزامات)؛
- ✓ يتميز الدخل الذي يدره السهم العادي بعدم الاستقرار لارتباطه بالنتائج المحققة من المؤسسة؛
- ✓ يعتبر حامله شريك في المؤسسة ما يخول له الاستفادة من الأرباح وتحمل جزء من الخسائر وكذلك المساهمة في تسيير المؤسسة.

كما يتمتع حملة الأسهم بمجموعة من الامتيازات يمكن تلخيصها فيما يلي:³

- ✓ حق التصويت والترشيح لعضوية مجلس الإدارة، كما له حق الإنابة؛
- ✓ حق نقل ملكية الأسهم بيعا وشراء، أو بأي طريقة أخرى؛
- ✓ حق الاطلاع على سجلات الشركة وحق الطعن بسلامة الحسابات فيها؛
- ✓ حق الحصول على الأرباح عندما تتحقق ويتم توزيعها، كما لها الحق في الحصول على حقها عند التصفية.

3.1. تكلفة الأسهم العادية:

فبالنسبة للشركة فان تكلفة السهم العادي تتمثل في الأرباح المدفوعة لهذه الأسهم، وبما أن هذه الأرباح من المتوقع أن تنمو خلال السنوات يجب أن يؤخذ معدل نمو هذه الأرباح في عين الاعتبار وبالتالي فإن تكلفة التمويل بالأسهم العادية تمثل بالعلاقة:⁴

$$\text{تكلفة التمويل بالسهم العادي} = \frac{\text{الربح المتوقع توزيعه لكل سهم}}{\text{سعر بيع السهم - مصاريف و عمولة الاصدار}} + \text{معدل نمو الأرباح السنوية.}$$

¹ - لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة 3، 2004، ص 82.

² - عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة التوزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم "دراسة حالة"، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012، ص 4-5.

³ - طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2002، ص 130.

⁴ - عليان الشريف، رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 102-103.

4.1. مزايا و عيوب الأسهم العادية:

نميز في التمويل بالأسهم العادية مجموعة من المزايا والعيوب يمكن إيجازها فيما يلي:¹

أ- المزايا: تتمثل أساسا في:

✓ يعطي للمؤسسة مصادر متنوعة من التمويل ما يمكنها من مواجهة التغيرات في الظروف الاقتصادية؛

✓ ليس للسهم العادي أجل محدد للتسديد ولا يجبر المؤسسة على رد قيمة السهم في موعد محدد؛

✓ المؤسسة غير ملزمة بدفع الأرباح إلا إذا تحققت ويتم اتخاذ قرار بتوزيعها كلها أو جزء منها؛

✓ رفع حجم الأموال من الأسهم العادية يدني حجم الأموال من القرض ضمن الأموال الدائمة وهذا يكون بمثابة ثقة و ضمان في مقدار المؤسسة على زيادة الموارد المالية من الاقتراض.

ب- العيوب: و تتمثل في:

✓ ارتفاع تكلفة الأسهم العادية نتيجة عنصر المخاطرة و ارتفاع تكلفة الإصدار و باقي المصاريف المرتبطة بالاككتاب؛

✓ الأرباح التي توزع علة حملة الأسهم العادية تخضع للضريبة قبل التوزيع مما يؤدي إلى زيادة الوعاء للضريبي للمؤسسة؛

✓ اتساع حجم الأموال من الأسهم العادية و تزايد المساهمين يحد من حرية استقلالية القرارات الإدارية.

2. الأسهم الممتازة:

تختلف الاسهم الممتازة عن الأسهم العادية، إذ سنعرض في هذا العنصر أهم العناصر التي تميزها عن غيرها من المصادر الداخلية.

1.2. تعريف و خصائص الأسهم الممتازة و امتيازات حاملها:

تعددت تعريف الأسهم الممتازة وأبرزها:

التعريف الأول: تعرف الأسهم الممتازة على أنها: "الأوراق المحجينة لأنها تجميع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات".²

التعريف الثاني: كما تعرف على أنها: "مستند ملكية وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي، ولهذا المستند قيمة اسمية، قيمة دفترية و سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي".³

¹ - معراج الهواري، حاج سعيد عمر، التمويل التجاري: المفاهيم والأسس، دار كنوز المعرفة، الطبعة الأولى، الأردن، 2013، صص 24-25.

² - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 377.

³ - أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008، ص 53.

من خلال ما سبق نعرف الأسهم الممتازة على أنها مستند ملكية هجين يجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات.

ومنه يمكن تمييز بعض الخصائص وهي:¹

أ- تشارك الأسهم العادية في الخصائص التالية:

✓ إنها تمثل أموال الملكية؛

✓ لا يوجد لها موعد للاستحقاق؛

✓ تأخذ أرباحا عند توزيعها؛

✓ لها قيمة دفترية، اسمية وسوقية لكن قيمتها الإسمية تساوي القيمة الدفترية.

ب- تشارك السندات في الخصائص التالية:

✓ أرباحها محددة سلفا كنسبة مئوية من قيمتها الإسمية؛

✓ لا تشارك في التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين أي أنها لا تشارك في إدارة الشركة إلا إذا ورد

نص صريح على ذلك في عقد إصدارها؛

✓ لا تشارك في الأرباح المحتجزة، حيث أن هذه الأرباح هي لحملة الأسهم العادية فقط.

✓ يتمتع حملة الأسهم الممتازة ببعض الامتيازات هي:²

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

✓ ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت؛

✓ عائد السهم الممتاز ثابت و لا يتأثر بالوضع المالي للمؤسسة؛

✓ لحامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي؛

✓ لإدارة المؤسسة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها؛

✓ حملة الأسهم الممتازة لهم الحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح

الموزعة.

2.2. أنواع الأسهم الممتازة:

يوجد أنواع للأسهم الممتازة نلخصها فيما يلي:³

أ- أسهم المشاركة: هي تلك الأسهم التي تشارك الأسهم العادية في الأرباح بعد الحصول على

نصيبها منها.

ب- الأسهم المتراكمة: تلك الأسهم التي تتراكم أرباحها سنة بعد أخرى وتبقى محفوظة.

¹ - زياد سليم رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الرابعة، عمان، 1996، ص152.

² - معراج هواري، مرجع سابق، ص ص25-26.

³ - طارق حاج، مرجع سابق، ص ص136-137.

- ت- الأسهم ذات الأرباح المضمونة: وهي تلك الأسهم التي تضمنها الحكومة، من خلال التزامها بدفع مستوى معين من الأرباح في حالة عدم تمكن الشركة من تحقيق الأرباح.
- ث- الأسهم القابلة للتحويل: وهي تلك الأسهم التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.
- ج- الأسهم غير متراكمة وغير المشاركة وغير المضمونة، وهي الأكثر انتشارا.
- ح- الأسهم المتراكمة والمشاركة في نفس الوقت.

3.2. تكلفة الأسهم الممتازة:

ذكرنا سابقا أن الشركة تدفع لحملة الأسهم الممتازة معدل ربح معين ثابت نسبيا لذلك فإن هذا الربح المدفوع يمثل حجر أساس في تكلفة الأسهم، ويمكن حسابها بالعلاقة التالية:¹

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{الأرباح السنوية المدفوعة للأسهم الممتازة}}{\text{ثمن بيع السهم في السوق - مصاريف و عمولة السهم السنوية}} + 100\%$$

4.2. مزايا و عيوب الأسهم الممتازة:

نميز في الأسهم الممتازة مجموعة من المزايا والعيوب نلخصها فيما يلي:²

أ- المزايا: من المزايا التي تحصل عليها المؤسسة بإصدارها أسهم ممتازة:

✓ ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة ولا حق الاشتراك في التسيير الإداري؛

✓ ليس للسهم الممتاز تاريخ تسديد، وهذا يمنح للمؤسسة ميزة استبدالها إلى سندات في حال انخفاض معدلات الفوائد في السوق المالية؛

✓ زيادة حجم أموال الأسهم الممتازة ضمن الأموال الدائمة يخفض نسبة الاقتراض مما يدعم المركز المالي للمؤسسة في قدرتها على الاقتراض؛

✓ تمتاز الأسهم الممتازة عن السندات والقروض في حالة العسر المالي، إذ المؤسسة ليس ملزمة بدفع النسب المحددة من الربح، وإن توقفها عن الدفع لا يؤدي إلى الإفلاس.

ب- العيوب: من مساوئ اللجوء إلى إصدار أسهم ممتازة:

✓ حصص أرباح الأسهم الممتازة لا تطرح في الوعاء الضريبي مما يرفع من تكلفة الأسهم الممتازة على عكس القروض؛

✓ يحق لحملة الأسهم الممتازة الاحتفاظ بحقوقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجرى فيها توزيع وذلك قبل حصول حملة الأسهم العادية على أية توزيعات.

¹ - عليان الشريف، مرجع سابق، ص 101.

² - معراج هواري، مرجع سابق، ص ص 27-28.

3. الأرباح المحتجزة:

تعتبر من أهم المصادر الداخلية وأقلها تكلفة، إذ يمكن التعرض لأهم ما يميزها عن غيرها من المصادر في هذا العنصر.

1.3. تعريف الأرباح المحتجزة:

تعددت تعريف الأرباح المحتجزة من أهمها:

التعريف الأول: تعرف الأرباح بأنها: "أرباح تحققت، غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلية.¹

التعريف الثاني: كما تعرف على أنها: "النتيجة الصافية التي تحققتها المؤسسة من عملياتها الجارية و الاستثمارية، والتي لم تقم بتوزيعها".²

من خلال التعاريف السابقة نجد أن الأرباح المحتجزة عبارة عن الأرباح الصافية احتجزتها المؤسسة لتمويل استثماراتها.

2.3. تكلفة الأرباح المحتجزة:

قد يعتقد البعض بأن الأرباح المحتجزة لا تكلفة لها وهذا الاعتقاد غير صحيح لأن هذه الأرباح من حق أصحاب الأسهم واحتجازها لا يتم إلا بعد موافقتهم، وهذا لا يتم إلا بعد توقعهم الحصول على عائد لا يقل على ما يحصلون عليه حاليا، وهذا ما يمثل التزاما على المشروع. وإذا كانت الأرباح المحتجزة تخضع للضريبة على الدخل فيجب تخفيض مبالغ هذه الأرباح بمقدار الضريبة،³ ولتقدير تكلفة الأرباح المحتجزة تستخدم المعادلة التالية:⁴

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم (1 - معدل الضريبة على الدخل)}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$$

3.3. مزايا و عيوب الأرباح المحتجزة:

تتميز الأرباح المحتجزة بمجموعة من المزايا والعيوب نوجزها فيما يلي:⁵

أ- المزايا: و تتمثل في:

✓ تعتبر تكلفة الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل منخفضة مقارنة بالمصادر الأخرى؛

✓ لا تحتاج لرهن موجداتها؛

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998، ص 82.

² احمد بوراس، مرجع سابق، ص 31.

³ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 176.

⁴ نفس المرجع، ص 176.

⁵ بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة: "دراسة حالة مؤسسة الأشغال و التركيب الكهربائي فرع سونلغاز"،

مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، 2014، ص 27.

✓ كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر وزاد استخدامها في تمويل موجداتها ينعكس ايجابيا على سعر السوق والقيمة السوقية والقيمة الدفترية للسهم.

ب- العيوب: و نلخصها فيما يلي:

✓ استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بشكل متكرر والإكثار من حجز النتيجة عدة سنوات يرفع من تكلفتها؛

✓ قد يتعذر على الشركات المساهمة المبتدئة الاستفادة من هذا المصدر؛

✓ يتطلب أحيانا من الشركة إصدار أسهم مجانية مقابل احتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من تكلفة استخدام هذا المصدر.

تعرضنا في هذا المطلب إلى مختلف مصادر التمويل بالملكية: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الأرباح المحتجزة، حيث بينا أبرز الخصائص ومجموعة من المزايا والعيوب.

المطلب الثالث: تكلفة التمويل بالاقتراض.

يعد التمويل من أهم المواضيع التي تشغل الإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية، حيث يعتبر العجلة المحركة لدورة نشاط المؤسسة إذ تتجه في حالة عدم كفاية أموال الملكية للاستدانة والتي تتنوع بدورها،¹ وهو ما سنحاول من خلال هذا المطلب التعرض إليه.

1. السندات:

تعتبر السندات مصدر من المصادر الخارجية للتمويل وهو في الحقيقة دين تلتزم المؤسسة بتسديده في تاريخ محدد، إذ سنعرض في هذا العنصر أهم مميزاته.

1.1. تعريف السندات:

تعددت تعريف السندات منها:

التعريف الأول: يعرف السند على أنه: "أداة دين، عقد طويل الأجل يوافق بموجبه المقترض على سداد دفعات من الفوائد إلى حملة السند بتاريخ محدد بموجبه العقد، وبالتالي فهو يمثل دين على الجهة التي أصدرته، أما حامله فيعتبر دائنا لتلك الجهة وله حق استرداد قيمته في الموعد المحدد لاستحقاق السداد".²

التعريف الثاني: كما يعرف على أنه: "مستند ملكية تصدره المؤسسة ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الإسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية".³

¹ - طارق حاج، مرجع سابق، ص 31.

² - مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، وإثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 99.

³ - أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 57 58.

من خلال التعاريف السابقة نجد أن السندات عبارة عن دين في ذمة المؤسسة تصدره لتمويل استثماراتها، ويحول لحامله الحصول على عائد دوري والقيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق.

تختلف خصائص السندات باختلاف أنواعها لكنها تشارك في الخصائص التالية:¹

✓ أموال اقتراض؛

✓ عبارة عن مصاريف تطرح من الدخل قبل احتساب الضريبة؛

✓ لها موعد استحقاق؛

في حالة عجز للمؤسسة في دفع الفوائد أو أي قسط من أقساط صندوق الوفاء تستحق فوراً.

2.1. أنواع السندات:

يمكن للمؤسسة إصدار عدة أنواع من السندات نصنفها فيما يلي:²

أ- **من حيث الملكية:** هناك سندات اسمية و سندات لحاملها فالأول يسجل اسم صاحبها عليها و تقيّد في السجلات المحاسبية ويتم التنازل عليها كتابياً على عكس الثانية التي يمثل وجودها عند حاملها سند ملكية.

ب- **من حيث درجة الضمان:** هناك سندات مضمونة بأصل من الأصل، وسندات غير مضمونة وضمانها الوحيد هو المركز الائتماني لمؤسسة محل الاستثمار.

ت- **من حيث نوع الإيراد المتحصل عليه:** هناك عليها فائدة ثابتة دورية مدونة في عقد الإصدار، وسندات تتضمن إيرادات غير ثابتة فجزء منها متغير حسب الأرباح المحققة.

ث- **من حيث القابلية للتحويل:** هناك سندات قابلة للتحويل إلى أسهم وذلك في حالة ملاحظة صاحب السند إن حملة الأسهم يحصلون على إيراد أعلى من إيراد السند.

ج- **من حيث معدل الفائدة المحدد:** هناك سندات تقليدية والتي يكون فيها معدل الفائدة ثابتاً طيلة القرض، وهناك سندات بمعدل فائدة متغير حسب معدل الفائدة في السوق.

ح- **من حيث الجهة المصدرة:** هنا نميز بين السندات الحكومية التي تصدرها الحكومة لغرض تمويل مؤسسة ذات مصلحة عامة، وسندات خاصة التي تصدرها شركات المساهمة لغرض الحصول على موارد تمويل بالإضافة إلى سندات محلية وأجنبية.

3.1. تكلفة السندات:

يترتب على إصدار السندات تكلفة تتحملها المؤسسة المصدرة وتتضمن تكاليف الاستثمار، رسوم الإصدار، أجور مدير الإصدار... الخ، ويمكن حساب هذه التكاليف بالعلاقة التالية:³

¹ - زياد رمضان سليم، مرجع سابق، ص 137-138.

² - معراج هواري، مرجع سابق، ص 35-37.

³ - طارق حاج، مرجع سابق، ص 119-120.

تكلفة التمويل بالسندات = عائد السند حتى موعد استحقاقه (1- الضريبة).

حيث أن عائد السند حتى موعد استحقاقه يساوي:

$$\text{عائد السند} = \frac{\text{قيمة السند الاسمية} \times \text{معدل الفائدة} + \frac{\text{قيمة الاسمية} - \text{القيمة الصافية}}{\text{عمر السند}}}{\frac{\text{القيمة الصافية} + \text{القيمة الاسمية}}{2}} \times 100\%$$

4.1. مزايا وعيوب السندات:

هناك مجموعة من المزايا والعيوب التي يمكن أن نميزها في السندات وهي:¹

أ- المزايا: فالمؤسسة عند لجوءها لإصدار سندات تتحصل على عدد من المزايا نذكرها في:

- ✓ سهولة تحديد تكلفة التمويل؛
- ✓ قلة تكلفة السندات مقارنة بتكلفة الأسهم؛
- ✓ لا يحق لحملة الأسهم المشاركة في الإدارة مما يعطي مرونة أكبر للمسيرين؛
- ✓ تعتبر تكلفة السندات عبئاً مما يقلل من الوعاء الضريبي؛
- ✓ السندات محددة المدة والقيمة والفائدة، فالمؤسسة عليها توقع الاحتياطي لإهلاكها، إذن فهي من مصادر التمويل المرنة التأثير على الهيكل المالي.

ب- العيوب: كما تنجز على التمويل بالسندات مجموعة من العيوب هي:

- ✓ تكلفتها ثابتة وواجبة الدفع مهما كان الوضع المالي للمؤسسة؛
- ✓ إذا تعرضت المؤسسة إلى ضائقة مالية فإن دفع المستحقات اتجاه حملة السندات يقلل من إيرادات حملة الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم؛
- ✓ التشريعات المالية تحد من مقدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض عن طريق السندات حماية لأموال المساهمين.

2. القروض:

تلجأ المؤسسة لاستخدام عدة أنواع من القروض لتمويل عملياتها، حيث يصنفها الباحثون حسب معيار الزمن إلى قروض طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل.

2.1. مفهوم القروض المتوسطة و طويلة الأجل:

هناك من يدمج القروض الطويلة والمتوسطة الأجل في مفهوم واحد لكننا فضلنا فصل كل منهما:

¹ - معراج هواري، مرجع سابق، ص ص 39-40.

أ- قروض طويلة الأجل:

التعريف الأول: تعرف على أنها: "قروض تزيد مدتها على سبعة سنوات، وتستعمل عموماً في تمويل الاستثمارات الثقيلة، وغالباً ما تمنح هذه القروض من المؤسسات المالية المتخصصة".¹

التعريف الثاني: كما تعرف على أنها: "عقد يتم بين المؤسسات المالية التي تتوفر على الأموال، والتي تعتبر في هذه الحالة مانحة للقرض، والمؤسسات التي تعاني من عجز في تمويل استثماراتها والتي تعتبر كطالبة لهذه القروض، وفق بنود وشروط يتم تحديدها في العقد من خلال التفاوض بين الطرفين، حيث تضمن العملية انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض، ويتعهد من خلاله المقترض بدفع الفوائد والمبالغ المقرضة عند تاريخ الاستحقاق".²

من خلال التعاريف السابقة نجد أن القروض طويلة الأجل عبارة عن عقد يتم بموجبه انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض ويتعهد من خلاله المقترض بدفع الفوائد والمبالغ المقرضة عند تاريخ الاستحقاق وعادة ما تزيد مدته على سبع سنوات.

ب- قروض متوسطة الأجل:

التعريف الأول: يقصد بالقروض متوسطة الأجل الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من باقي المتعاملين الاقتصاديين، والتي عادة ما تكون مدة استحقاقها تتراوح بين 2 إلى 7 سنوات، وهي وسيلة من وسائل تمويل الاستثمار التشغيلي في المؤسسة.³

التعريف الثاني: يقصد بها كذلك القروض التي تتراوح مدتها من سنتين إلى خمس سنوات وأحياناً سبعة، وتمنح بغرض تمويل بعض العمليات الرأسمالية للمؤسسات مثل، شراء آلات جديدة بهدف التوسع بوحدة جديدة أو إجراء تعديلات تطور من الإنتاج.⁴

من خلال التعاريف السابقة نجد أن القروض المتوسطة الأجل عبارة عن قروض تتراوح مدتها من سنتين إلى خمس سنوات وتستعمل في تمويل الاستثمار التشغيلي للمؤسسة أي معدات الإنتاج.

¹ - Berka safia, **Les Relation Banques/Entreprises Publiques :Portées et Limites « Cas De La Banque Nationale D'Algérie et l'entreprise Leader Meuble Taboukert »**,mémoire De Magister, Faculté des Sciences Economiques et Sciences de Gestion, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou , Algérie, 2012,p19.

² - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص 14.

³ - أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 42.

⁴ - عبد الحميد عبد المطلب، البنوك الشاملة، الدرا الجامعية للنشر، مصر، 2000، ص 113.

2.2. تقدير تكلفة القروض طويلة و متوسطة الأجل:

تمثل تكلفة التمويل بالقروض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض بعد تعديله لأغراض الضريبة أي بعد استبعاد الوفرات الضريبة،¹ حيث يمكن احتسابها من خلال المعادلة التالية:²

$$\text{تكلفة التمويل بالاقتراض} = \frac{\text{معدل الضريبة على الأرباح} - \text{المصاريف المالية} + \text{القسط السنوي}}{\text{تكلفة القرض} + 1}$$

3.2. مزايا و عيوب القروض الطويلة و المتوسطة الأجل:

نعرضها في النقاط التالية:³

أ- المزايا: يتميز التمويل بالاقتراض طويل و متوسط الأجل ببعض المزايا التي تشجع المؤسسة على استخدامها:

- ✓ يعتبر التمويل بالاقتراض أقل تكلفة من التمويل بالأسهم بسبب الوفرات الضريبة؛
- ✓ إن تكلفة الاقتراض المتمثلة في معدل الفائدة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح؛
- ✓ ليس للمقرضين الحق في التصويت في الجمعية العامة.

ب- العيوب: بالإضافة إلى المزايا التي تتميز الاقتراض طويل و متوسط الأجل، إلى أنه يعاني من مجموعة من العيوب هي:

- ✓ قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد أو قيمة الدين إلى تعريض المؤسسة للإفلاس؛
- ✓ يؤدي الاقتراض إلى تعريض المؤسسة لنوع من المخاطرة يطلق عليه المخاطرة المالية؛
- ✓ القروض على عكس الأسهم لها تاريخ استحقاق ومن ثم ينبغي على المؤسسة تسديد دينها في التاريخ المحدد؛
- ✓ قد يعطي عقد الاقتراض الحق للمقرض في فرض قيود على المؤسسة مثل خطر بيع وشراء الأصول الثابتة، منع إجراء التوزيعات أو تخفيض نسبتها... الخ.

4.2. قروض قصيرة الأجل:

قسم التمويل قصير الأجل إلى ثلاث أنواع هي: الائتمان التجاري، الائتمان المصرفي، المستحقات.

أ- الائتمان التجاري: تعددت تعريفه منها:

التعريف الأول: يعرف الائتمان التجاري بأنه ذلك: "الائتمان الناشئ عن العمليات الجارية التي تقوم بها المنشأة والمتمثل في الفترات الفاصلة بين تاريخ الشراء وتاريخ تسديد قيمة هذه المشتريات، حيث يتسنى

¹ - منير هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص 85.

² - يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي "الإدارة المالية"، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2011، ص 324.

³ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليل معاصر"، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، الطبعة الرابعة، مصر، 2000، ص 556-

للمؤسسة خلال هذه الفترة الاستفادة من تلك الأموال التي احتفظت بها، خاصة إذا لم يترتب عن ذلك تكلفة".¹

ويستعمل في حال رفض المورد تمويل المؤسسة مقابل التسديد بالتقسيط إذ تجبر على اللجوء إلى البنك من أجل تسديد التزاماتها نحو المورد.²

التعريف الثاني: كما يعرف على أنه: "ائتمان قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم الأخير بشراء البضاعة لإعادة بيعها".

من خلال التعاريف السابقة نجد أن الائتمان التجاري عبارة عن شراء الأصل مع تأجيل تسديد ثمنه. وتحسب تكلفة الائتمان التجاري بالعلاقة التالية:³

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \text{معدل الخصم النقدي} \times \frac{365}{\text{فترة استغلال الائتمان} - \text{فترة الخصم النقدي}}$$

ب- الائتمان المصرفي: تعددت تعريفه ومنها:

التعريف الأول: يعرف الائتمان المصرفي على أنه: "القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري، ويتميز بأنه أقل تكلفة، كما يعتبر مصدرا مقبولا لتمويل الأصول الدائمة، يضاف إلى ذلك أنه أكثر مرونة من الائتمان التجاري، إذ انه يأتي في صورة نقدية وليس على صورة بضاعة".⁴

التعريف الثاني: كما يعرف على أنه: "الثقة التي يوليها المصرف التجاري لشخص ما، حيث يضع تحت تصرفه مبلغا من النقود أو يكلفه فيه لفترة محددة يتفق عليها بين الطرفين، ويقوم المقترض في نهايتها بالوفاء بالتزامه، وذلك لقاء عائد معين يحصل عليه المصرف من المقترض يتمثل في الفوائد والعمولات والمصاريف".⁵

من خلال التعاريف السابقة نجد أن الائتمان المصرفي عبارة عن قرض قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من البنوك مقابل فوائد.

إذ نميز في القروض المصرفية نوعين، حسب معيار الضمان هما:

¹ - أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 37.

² - <https://docs.google.com/a/univ> Cours D'analyse financière Approfondie, Master finance, Université D'Orléans (13/04/2017. 16 :09)

³ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 392.

⁴ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية" مدخل تحليل معاصر"، مرجع سابق، ص 8.

⁵ - محسن عواطف، حياة بقراري، مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، الملتقى الوطني حول: الإدارة المالية رفع أساسي لتحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر واقع وأفاق، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر، 25-

ص 6، 2014/11/26.

- قروض غير مضمونة: هي تلك القروض التي يمنحها البنك للمؤسسة دون أن تقدم الأخيرة ضمانات عينية، وهذا لا يعني بأن القرض غير مضمون بالملق، بل إن الضمانات الأساسية تتعلق بثقة البنك بالعميل وحسن تعامله المالي ونادرا ما يستخدم هذا النوع من القروض.¹
- قروض مضمونة: وفقا لهذا النوع من القروض، يطلب البنك ضمانات معينة يلتزم المشروع المقترض بتقديمها قبل الحصول على القروض، وتزداد رغبة البنك في الحصول على الضمانات في حالات الائتمان الذي يقدم إلى المنشآت التي تتسم إما بضعف مركزها المالي أو بارتفاع نسبة الاقتراض لديها، وقد تأخذ عدة أشكال:

✓ الاقتراض بضمان شخص آخر غير المقترض؛

✓ الاقتراض بضمان أصل معين يمكن للبنك الاستيلاء عليه؛

✓ الاقتراض بضمان حسابات العملاء المدينة أو أوراق القبض؛

✓ الاقتراض بضمان الأوراق المالية التي تمتلكها المؤسسة.

تختلف تكلفة القروض قصيرة الأجل تبعا للاتفاق المبرم بين المؤسسة والبنك، إذ نجد:

1. تكلفة الاقتراض قصير الأجل في حالة الدفع المسبق للفائدة:

$$\text{تكلفة القروض القصيرة} = \frac{\text{معدل الفائدة الاسمية}}{(1 - \text{معدل الضريبة})} \times 100$$

2. تكلفة القرض قصير الأجل في حالة الدفع في شكل أقساط:

$$\text{معدل الفائدة الفعلي} = \frac{2 \times \text{عدد الدفعات} \times \text{قيمة الفائدة الكلية}}{(\text{عدد الدفعات} + 1) \times \text{قيمة القرض}} \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

3. كلفة القرض قصير الأجل في حالة دفع بعدي للفائدة:

$$\text{معدل الفائدة الاسمية} = \text{معدل الفائدة الفعلية} = \frac{\text{مبلغ الفائدة المدفوع}}{\text{مبلغ القرض الممنوح}} \times (1 - \text{معدل الضريبة}) \times 100$$

3. التأجير:

يعتبر التأجير أحد الأساليب التي يعتمد عليها لتمويل المؤسسة الاستثمارية لتفادي اللجوء المكثف إلى القروض البنكية والسندات وما يتبعه من آثار سلبية على الوضعية المالية المستقلة.²

¹ - طارق حاج، مرجع سابق، ص 44-45.

² - معراج هواري، مرجع سابق، ص 42.

1.3. مفهوم التأجير وأهميته:

التعريف الأول: يعرف تأجير الأصل على أنه: " شراء حق استخدامه للانتفاع به لفترة زمنية طويلة نسبيا دون إن يؤدي ذلك إلى تملكه، ويتم الاتفاق عادة على فترة، بحيث تغطي المدة التي يكون استخدام الأصل فيها اقتصاديا.¹

التعريف الثاني: كما يتم تعريف: " كعمالة تجارية ومالية تتم من قبل البنك والمؤسسات المالية أو شركات التأجير المخولة قانونا لتمويل الصفقة الاقتصادية للحصول على الأموال المنقولة أو غير المنقولة بموجب عقد إيجار أو التي تحتوي على خيار الشراء لصالح المستأجر.²

يمكن تعريفه من خلال ما سبق على أنه شراء حق استخدام الأصل لمدة زمنية معينة مع خيار الشراء إذا تم الاتفاق عليها في العقد التأسيسي لتأجير.

تتضح أهمية التأجير في النقاط التالية:³

- ✓ يساعد المشروعات في الحصول على المعدات والآلات والأجهزة الحديثة بالرغم من إمكانياتهم المالية المحدودة؛
- ✓ يساعد على فتح وحدات وخطوط جديدة للإنتاج والتوسع وزيادة حجم أنشطتها.
- ✓ يساعد المشروعات في القضاء على الحجز في التمويل الذاتي والحد من استئانة المشروعات؛
- ✓ تحقيق نتيجة إيجابية في ميزان المدفوعات خاصة في حالة التأجير الخارجي، ففي هذه الحالة يقتصر التحويل إلى الخارجي على الدفعات التأجير وهذا أفضل من شراء الأصل وتحويل ثمنه بالكامل؛
- ✓ يساعد في الحصول على العملة الصعبة وإعادة تأهيل المشروعات وتقلص التخلف والتقدم التكنولوجي؛
- ✓ دفع القدرات التصديرية للمشروعات عن طريق دعم هذه المشروعات وتمويلها والارتقاء بالصناعة إلى المستوى العالمي.

¹ - سالم طلال راهي الحسناوي، التأجير التمويلي وتطبيقات مختارة، دار المنهجية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2016، ص34.

² - Soumia dali youcef, **Le Financement Par Le Leasing : Un Nouveau Moyen D'aide Au Développement De La PME en Algérie. « Son Application a La BNP Paribas Eldjazair et La BADR Banque, Mémoire De Magister, Université D'oran, Algérie, 2011, p 50.**

³ - سالم طلال راهي الحسناوي، مرجع سابق، ص ص 44-45.

2.3. أنواع التأجير:

يتخذ التمويل بالاستئجار عدة أشكال هي:¹

أ- البيع ثم الاستئجار: تقوم المؤسسة التي تمتلك أحد عناصر الموجودات الثابتة ببيعها إلى مؤسسة أخرى وتقوم في نفس الوقت باستئجار الأصل المباع لمدة محددة بشروط خاصة، ويلاحظ في هذا النوع أن المستأجر يتلقى فوراً قيمة الأصل من المشتري مع البقاء في استخدام الأصل.

ب- التأجير التشغيلي: تعتبر السيارات والجرارات والآلات وما شابه ذلك من أهم المعدات التي يتم استئجارها في ظل هذا النوع من الاستئجار، والذي يتميز بالخصائص التالية:

✓ يلتزم مالك الأصل بالصيانة وخدمات الأصل المؤجر للغير على أن تدخل تكاليف الصيانة ضمن المدفوعات الثابتة التي يقوم المستأجر بسدادها؛

✓ يستمر هذا النوع من الاستئجار لفترة زمنية قصيرة نسبياً عادة ما تكون أقل من الحياة الإنتاجية للأصول؛

✓ تشمل عقود الاستئجار التشغيلي عادة على ما يفيد بإيقاف عملية الاستئجار قبل انتهاء المدة المتفق عليها و من الواضح أن هذا الشرط يتقابل مع مصلحة المستأجر إلى حد كبير، حيث يمكنه في هذه الحالة إعادة الأصل إلى المؤجر عند انتهاء الحاجة إليها أو ظهور معدات أحدث.

ت- التأجير التمويلي: هو الاستئجار الذي يتضمن خدمات الصيانة ولا يمكن إلغاؤه من قبل المستأجر والذي يستهلك قيمة المعدات المستأجرة بكاملها، حيث يقوم المستأجر أي الشركة بالتفاوض مع مورد الأصل على قيمة شراءه وشروط تسليمه، ثم تتصل الشركة بالبنك أو شركة مؤجرة وتتفق معه بعقد على أن يشتري البنك هذا الأصل من المورد وأن يؤجره للشركة مباشرة، وبهذا الشكل تحصل الشركة على الأصل وتقوم بدفع الإيجار للبنك على دفعات متساوية وفي فترات متساوية في مجموعها قيمة شراء الأصل بكامله بالإضافة إلى العائد المعين للبنك كمؤجر ويعد من أكثر الأنواع شيوعاً.

3.3. تكلفة التأجير تمويلي:²

تمثل تكلفة التمويل التأجيري في معدل العائد الأدنى الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممول بواسطة التأجير التمويلي، وهو المعدل الذي تتساوى فيه القيمة الحالية التي تتحملها المؤسسة مع القيمة الحالية للدفعات (بعد خصم الضريبة) مضافاً إليه ما تفقده المؤسسة من اقتصاد الضرائب على الاهتلاكات خلال مدة عقد التمويل التأجيري مضاف إليه قيمة إعادة شراء الأصل في نهاية عمر الاقتصادي، وتحسب تكلفة التمويل بالمعادلة التالية:

¹ - معراج هواري، مرجع سابق، ص ص 43-45.

² - معراج هواري، مرجع سابق، ص ص 57-58.

$$\text{القيمة الحالية الصافية} = \frac{\text{معدل الفائدة} \times \text{الاهتلاك السنوي للأصل} + (\text{معدل الضريبة على ارباح} - 1) \text{ دفعة الايجار}}{\text{معدل الفائدة} \times (\text{تكلفة الاستئجار} + 1)} \times \frac{\text{القيمة المتبقية من الاصل في نهاية العقد.}}{\text{معدل الفائدة} \times (\text{تكلفة الاستئجار} + 1)}$$

4.3. مزايا و عيوب التمويل التأجيري:

تتمثل في:

- أ- المزايا: تحقق الشركة عند اتخاذها التأجير كمصدر للتمويل عدة مزايا نقدمها فيما يلي:¹
- ✓ توفير النقد وتجنب إنفاق مبالغ باهظة في شراء الأصل والمحافظة على السيولة؛
 - ✓ توفير درجة عالية من المرونة لإدارة الشركة، إذ أن التأجير لا يحتاج لإجراءات مطولة؛
 - ✓ تقليل مخاطر التقادم، كما يسمح للمؤسسة باستبدال الأصول المستخدمة بمعدلات حديثة،
 - ✓ يخفض من نسبة المديونية باعتباره بديل للاقتراض؛
 - ✓ يحقق وفورات ضريبية للمؤسسة.
- ب- العيوب: بالرغم من المزايا التي يحققها التأجير للمؤسسة إلا أنه يتميز بسلبيات هي:²
- ✓ القيمة العالية أحيانا لدفعات التأجير لكونها تغطي كل من اهتلاك الأصل تكلفة المال المستثمر والأخطار المحتملة؛
 - ✓ أن المؤسسة مجبرة على دفع أقساط التأجير حتى لو لم تستخدم الأصل؛
 - ✓ قد تؤثر الدفعات الدورية للتأجير على السيولة النقدية خاصة إذا كانت تكلفة الأصل المؤجر مرتفعة مقارنة بالأصول الاستثمارية الأخرى.
- قمنا في هذا المطلب بإبراز أهم مصادر التمويل بالاستدانة مبيينين أهم خصائص وتكلفة كل منها بالإضافة إلى مختلف أنواعها وأبرز الخصائص والمزايا والعيوب التي تميزها عن بعضها البعض.
- المطلب الرابع: تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان.**
- بعد ما تم التطرق إلى ماهية تكلفة الأموال والتكاليف النوعية لمصادر التمويل بالملكية والاستدانة وإبراز أهم العناصر المتعلقة بها، سنحاول التعرض إلى تكلفة رأس المال الإجمالية لأهميتها في تحديد ما إذا كان الهيكل المالي أمثل بالنسبة للوضعية المالية للمؤسسة أو يتوجب تغييره.
- 1. تعريف تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان:**
- التعريف الأول:** تعرف تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان على أنها: "مجموع كلف مصادر التمويل مرجحة بالأهمية النسبية لكل مصدر في مساهمته في تشكيل رأس المال".³
- التعريف الثاني:** كما تعرف على أنها: "المتوسط الحسابي لتكاليف مختلف مصادر رأس المال".⁴

¹ - سالم طلال راهي الحسناوي، مرجع سابق، ص 46.

² - معراج هواري، مرجع سابق، ص 103.

³ - بوريعة غنية، مرجع سابق، ص 66.

⁴ - الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 310.

من التعاريف السابقة نجد أن التكلفة الوسطية المرجحة هي عبارة عن المتوسط الحسابي لمجموع تكاليف مكونات الهيكل المالي للمؤسسة.

2. حساب تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان:

رغم اهتمام الإدارة المالية في الشركات الأعمال بتكلفة كل مصدر من المصادر التمويلية التي تعتمد عليها في تكوين هيكل التمويل ورغبتها الدائمة في البحث عن المصادر المنخفضة الكلفة، إلا أن ما يهم الإدارة المالية أكثر هو تكلفة ذلك المزيج من الأموال المعتمدة في تمويل هيكل رأس المال، وهذا يعود إلى تباين مساهمة كل مصدر من مصادر التمويل في الهيكل إضافة إلى تباين تكلفة كل مصدر، وعليه بافتراض أن الهيكل المعتمد في الشركة هو هيكل تمويل أمثل، لذلك فإن المنطق التحليلي يدعو الإدارة المالية إلى البحث عن التكلفة الكلية للأموال المعتمدة الذي تستخدمه الشركة لتقييم الأداء المالي لديها.¹

حيث تحسب التكلفة الأموال المرجحة بالأوزان بالعلاقة التالية:²

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

3. مداخل حساب التكلفة المرجحة بالأوزان:

يتم الاعتماد على أحد المداخل الآتية في حساب التكلفة المتوسطة المرجحة:³

1.3. مدخل الأوزان الفعلية:

الفرض الأساسي لهذا المدخل هو أن مكونات الهيكل المالي تعتبر أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة، وهذا يعني أن حصول المؤسسة على تمويلات إضافية يجب أن يكون من نفس مكونات الهيكل المالي وبنفس النسبة لكل عنصر، و يصادف المؤسسة في هذا المدخل طريقتين لتقييم مصادر التمويل وذلك من خلال القيمة الدفترية أو السوقية.

2.3. مدخل الأوزان المستهدفة:

حسب هذا المدخل تقوم المؤسسة بوضع هيكل مالي مستهدف تسعى قدر المستطاع لتحقيقه، وبالتالي تعتمد على أوزان نسبية محددة لكل عنصر تمويلي.

وأهم مميزات التكلفة المحسوبة على أساس الأوزان المستهدفة ثباتها إلا إذا تغير هيكل رأس مالها المستهدف، ولكن هذا يشكل خطراً على المؤسسة وخاصة عند استعمال هذه التكلفة في تقييم المقترحات الاستثمارية ومقارنتها مع معدل العائد على الاستثمار في ظل ارتفاع التكلفة الفعلية للأموال.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الورق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2008، ص 511.

² - عدنان تايه النعيمي، أسامة عزمي سلام وآخرون، الإدارة المالية "النظرية و التطبيق"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2007،

ص 422.

³ - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص ص 38-39.

3.3. المدخل الحدي للترجيح:

التكلفة الحدية هي التكلفة الوحيدة الإضافية من الأموال، أي أنها النسبة المئوية للمصادر التمويلية المختلفة التي ترغب المؤسسة في إضافتها، وفي ظل هذا الاقتراح ستختلف تكلفة التمويل المستخدمة أو أوزانها، وهذا التغيير هو ما يدعى بنقطة الانكسار، وعند هذه النقطة تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع نتيجة اعتماد المؤسسة على تمويل خارجي بتكلفة أعلى من تكلفة الأرباح المحتجزة.

حاولنا في هذا المطلب التطرق إلى مصادر التمويل بالاستدانة و هذا لما تبلغه من أهمية في تمويل احتياجات المؤسسة خاصة إذا كانت مصادر تمويلها الخاصة محدودة.

من خلال ما تقدم في هذا المبحث يتضح جليا أن هناك عدة معايير لتصنيف مصادر التمويل للمؤسسة، حيث اعتمدنا في تصنيفنا على معيار الملكية باعتباره انطباق تصنيف لموضوع بحثنا، و لحضنا أن كل مصدر يقسم بدوره إلى عدة أنواع حيث تباين تكاليف كل مصدر حسب الشروط المتفق عليها، و عليه يتوجب على المدير المالي الإحاطة بمختلف البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة و كذا التكاليف الفعلية لكل منها، ذلك بهدف اتخاذ القرارات السليمة لتمويل احتياجات المؤسسة.

المبحث الثاني: الهيكل المالي للمؤسسة.

يعتبر تحديد الهيكل المالي الأمثل من بين المواضيع الحساسة في المؤسسة حيث يتم اختيار مجموعة من البدائل التمويلية حسب ما يناسب ظروفها بعد تحديد تكلفة تمويل كل بديل من البدائل ودراسة احتياجاتها المالية، هذا ما أثار جدلا كبيرا بين الباحثين وكان سببا لظهور العديد من النظريات، وهو ما سيتم إيجازه في هذا المبحث.

المطلب الأول: ماهية الهيكل المالي في المؤسسة.

تعددت مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة ولكن ليس من السهل على المدراء الماليين إيجاد التوليفة التي يتم من خلالها تحديد الهيكل المالي الأنسب، حيث يمكن إبراز أهم المفاهيم المتعلقة به وتقديم مجموعة من المحددات والعوامل المؤثرة عليه فيما يلي:

1. مفهوم الهيكل المالي:

علينا أولا التمييز بين مصطلحين شائعين في هذا المجال هما:

أ. هيكل رأس المال: يعتبر جزءا من الهيكل المالي للمؤسسة ويتكون من حقوق الملكية من الأسهم العادية وفائض رأسمال والأرباح المحتجزة المجمعة.¹

¹ - محمد صالح الخناوي، رسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 1996، ص 319.

ب. الهيكل المالي: تعددت تعاريفه ويمكن يجازها في الآتي:

التعريف الأول: يعرف الهيكل المالي على أنه: " الطريقة التي يتم من خلالها تمويل أصول المؤسسة، وأنه يتمثل في فقرات جانب الخصوم وحقوق الملكية من الميزانية العمومية والذي يتضمن المديونية قصيرة الأجل، مديونية طويلة الأجل".¹

التعريف الثاني: كما يعرف على أنه: " مجموعة الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المؤسسة، وهو يتضمن التمويل المقترض والتمويل الممتلك، وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية".²

من خلال التعريف ما سبق نجد أن الهيكل المالي عبارة عن مجموعة المصادر التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل استثماراتها ويتضمن مصادر التمويل بالملكية وبالاستدانة.

2. شروط تحقيق الهيكل المالي الأنسب:

يتعين على المدير المالي تحديد الهيكل المالي المناسب الذي يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة، ويتم ذلك عندما يتحقق التوازن بين العوامل المؤثرة في الهيكل المالي بطريقة مناسبة لذلك يجب أن يتوفر في الهيكل المالي المناسب الشروط التالية:³

أ . الربحية: يجب أن يحقق الهيكل المالي للشركة أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة.

ب . القدرة على الوفاء بالدين: يجب أن لا تتجاوز الأموال المقترضة قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها للمقرضين، في نفس الوقت تجنب الملاك أي المخاطرة المالية الأخرى.

ت . المرونة: ألا يكون الهيكل المالي جامد بل يتميز بالقدرة على تعديل مصادر التمويل حسب ما يناسب احتياجات المؤسسة وبأقل تكلفة ممكنة.

ث . الرقابة: يجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطرة ممكنة لعدم فقدان السيطرة والرقابة على الإدارة في حالة تغيير مصادر تمويلها.

تعتبر الشروط السابقة شروط عامة للهيكل المالي المناسب، وقد تقدم الشركة أهمية أكبر لشروط دون الآخر، وقد تتغير أولوياتها حسب ما يناسب ظروفها المتغيرة.

3. العوامل المؤثرة على الهيكل المالي:

توجد العديد من العوامل التي يتم على أساسها تحديد الهيكل المالي الأنسب للمؤسسة ويمكن تلخيصها فيما يلي:⁴

¹ - عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسير، الأردن، 2007، ص 138.

² - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2013، ص 307.

³ - سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار و التحليل المالي، مكتبة مطبعة الأشعة الفنية، مصر، 1997، ص 216.

⁴ - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 309-310.

1.3. المخاطرة التشغيلية وتركيبية الموجودات:

المؤسسة ذات العوامل التشغيلية المستقرة نسبيا يمكنها أن تزيد من التمويل المقترض في هيكلها المالي، وبالتالي فإنها تتمتع بحالة أمان عالية تجاه تسديد فوائد القروض، أما بالنسبة لتركيبية الموجودات فالمؤسسة التي تمتاز بكثافة موجوداتها طويلة الأجل تفضل التمويل المقترض طويل الأجل، بينما تفضل المؤسسة ذات رأسمال العامل الكثيف التمويل المقترض قصير الأجل.

2.3. حجم ودورة حياة المؤسسة:

يختلف نوع التمويل في المؤسسة حسب حجمها، فالمؤسسة الصغيرة تعتمد في معظم الأحيان على التمويل الممتلك بشكل أساسي، بينما يزداد اعتمادها على التمويل المقترض بزيادة حجمها، كما يتأثر بدورة حياة المؤسسة، ففي المرحلة الأولى يكون الاعتماد على التمويل المقترض قليل، ويرتفع في مرحلة التوسع ويتناقص في المرحلة النضوج نظرا لتوفر الأموال الذاتية وينخفض جدا في المرحلة الأخيرة.

3.3. موقف الإدارة و الدائنين:

يختلف نوع التمويل حسب إدارة المؤسسة، فالإدارة التي تتصف بالحيطه و الحذر لا يمكنها المجازفة واستخدام التمويل المقترض على عكس الإدارة الجريئة، كما يتأثر بموقف الدائنين ونتائج تحليلهم للوضع المالي للمؤسسة لذا يجب أن تتمتع بمؤشرات مالية ايجابية لتشجيع الدائنين على إقراضها.

4.3. معدل نمو المبيعات والمنافسة:

إذا كان معدل نمو المبيعات يتراوح بين 8% و 10% في العام الواحد فان التمويل المقترض يؤدي إلى تحقيق أرباح، و عليه يمكن للمؤسسة الوفاء بالتزاماتها نحو المقرضين، أما بالنسبة للمنافسة فهي تؤثر على مردودية المؤسسة، فإذا كان السوق الذي تنتمي إليه المؤسسة يسهل الدخول إليه والتوسع فيه سيؤثر ذلك على مبيعاتها وهامش ربحها.¹

حاولنا من خلال هذا المطلب التطرق إلى ماهية الهيكل المالي في المؤسسة وشروط تحقيق الأمثلية فيه كما تعرضنا لأبرز العوامل المؤثر فيه باعتباره من أهم المواضيع في الإدارة المالية.

المطلب الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي.

تعتبر أمثلية الهيكل المالي من المواضيع الحساسة في مجال الإدارة المالية وكان هذا سببا بظهور العديد من النظريات فمنها ما يساند هذه الفكرة ومنها ما ينفيها، وعلى أثر هذا سنحاول التعرض لمختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي لمؤسسة.

¹ - عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 413.

1. النظرية التقليدية للهيكل المالي:

ينادي أصحاب هذه النظرية لوجود أمثلية للهيكل المالي سنحاول التعرض لأهم خصائصها فيما يلي:

1.1. نظرية الربح الصافي¹:

حسب هذه النظرية يوجد معدل أمثل للاستدانة في الهيكل المالي، فالاستدانة حسب وجهة نظر المساهمين خاصيتين متضادتين، من جهة تمثل إلزامية تسديد فوائد القروض بشكل منتظم، الأمر الذي يفقد المؤسسة مكافآت رأس المال في حالة ما إذا كانت النتيجة غير كافية. ومن جهة أخرى إذا كانت النتيجة المحققة من الاستثمار بواسطة الاقتراض أكبر من تكلفة المال المقترض سيعود بالنفع على المساهمين، ونظرا لعدم ضمان مردودية الاستثمار اشترط المساهمون علاوة مخاطرة ترتفع تبعا لارتفاع معدل الاستدانة، ويكون الحال نفسه بالنسبة لمعدل الفائدة.

حاول التقليديون مراقبة سلوك الاستدانة لمجموعة من المؤسسات وخلصوا إلى وجود أمثلية في الهيكل المالي، إذ أن تكلفة كل من الأموال الخاصة والاستدانة ثابتة مع تغيير قيمة الدين، وعليه تقوم المؤسسة بالرفع من المصدر الأقل تكلفة أي اللجوء إلى الاقتراض باعتباره الأقل تكلفة نتيجة لإمكانية التخفيض الضريبي، في هذه الحالة تكون التكلفة المرجحة دالة متناقصة لنسبة الاستدانة، حيث يمكن حسابها بالعلاقة التالية:

$$K_0 = k_d \cdot \frac{D}{D+CP} + K_{cp} \cdot \frac{CP}{D+CP}$$

بضرب 1/cp نجد

$$K_0 = k_d \cdot \frac{d/cp}{d/cp + cp/cp} + k_{cp} \cdot \frac{cp/cp}{d/cp + cp/cp}$$

ومنه

$$K_0 = k_d \cdot \frac{d/cp}{d/cp + 1} + k_{cp} \cdot \frac{1}{d/cp + 1}$$

و لدينا $L = d/cp$

$$K_0 = k_d \cdot \frac{L}{L+1} + K_{cp} \cdot \frac{1}{L+1}$$

حيث: cp تمثل الأموال الخاصة.

d تمثل الاستدانة.

K تمثل التكلفة.

L تمثل نسبة الديون إلى الأموال الخاصة.

2.1. نظرية الربح الصافي كمسفرة للهيكل المالي²:

حسب هذه النظرية تتغير تكلفة الاستدانة حسب قيمتها، حيث تبقى ثابتة عندما تكون نسبة الاستدانة منخفضة، أما في حالة ارتفاعها يطالب كل من المقرضين والمساهمين بزيادة تكلفة الاستدانة والأموال الخاصة

¹ - بتصرف من الطالبة، يوسف قريشي الياس بن ساسي، مرجع سابق، ص ص 385-387.

² - بتصرف، نفس المرجع، ص ص 390-393.

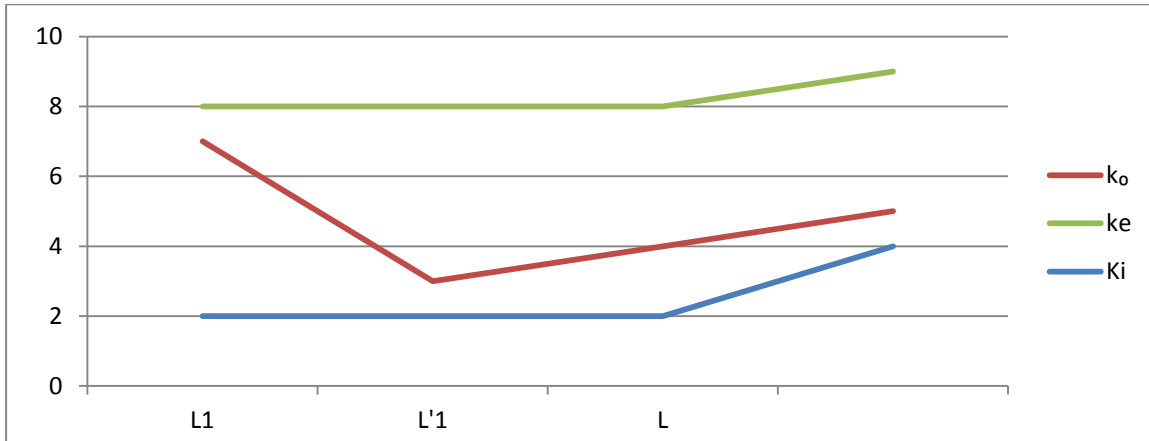
وإذا تجاوزت نسبة الدين نقطة حرجة يبدأ المساهمين بالرفع من مطالبهم دون توقف، وحسب هذا التحليل يمكن أن نمر بثلاث حالات هي:

✓ عندما تكون الاستدانة اقل من L_1 وتكون الأموال الخاصة ثابتة مع ارتفاع ضعيف في الاستدانة تبدأ اثر الرافعة في التأثير على التكلفة الإجمالية.

✓ في حالة ما إذا كانت $L_1 < L < L'_1$ فان الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة يمكن تحييده بفعل أثر الرافعة من أجل كل قيم L وهنا تكون التكلفة الإجمالية ثابتة.

✓ في حالة تجاوز L'_1 فان الارتفاع في كل من k_d و k_{cp} يؤدي إلى ارتفاع في التكلفة الإجمالية، يمكن تمثيل مجال الاستدانة الأمثل في الشكل:

الشكل رقم(01): يوضح مستوى التمويل الأمثل حسب نظرية الربح الصافي المفسرة للهيكل المالي.



المصدر: الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2011، ص392.

من خلال هذه النظرية نستنتج أنه يوجد مجال تتحقق فيه أمثلية للهيكل المالي وتكون فيه التكلفة الإجمالية في حدها الأدنى، حيث يكون كل من k_d و k_{cp} في حالة ثبات مما يجعل من المقرضين والمساهمين لا يقومون بأي رد فعل في حالة تغيير الهيكل المالي.

2. نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل:

تقوم هذه النظرية على ما يسمى بأرباح الاستغلال التي انبثقت عنها أعمال كلا من Modigliani و Miller، حيث تمر هذه النظرية بمرحلتين هما:¹

1.2. الهيكل المالي في ظل غياب الضرائب:

حاول كل من Modigliani و Miller برهنة أنه في ظل غياب الضرائب تصبح النظرية التقليدية غير صحيحة أي لا يوجد هيكل مالي أمثل وأن k_0 يبقى ثابت مما كان معدل الاستدانة، وهذا بسبب اعتمادها

¹ - نفس المرجع، ص ص 397-406.

على مصادر تمويل ذات تكلفة منخفضة مما يعوض الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة الناجمة على الزيادة في الاستدانة، كما حاول إثبات ذلك من خلال إيجاد تفسير كيف يمكن أن تكون تكلفة رأس المال مستقلا عن الهيكل المالي، في حين أنه ناتج عن مجموع تكلفة أموال الخاصة والاستدانة الذين يعتبران توابع ل L ، بصياغة التكلفة الإجمالية لدينا:

$$K_0 = k_0 \cdot \frac{L}{L+1} + K_{cp} \cdot \frac{1}{L+1}$$

$$V_0 = V_{cp} + V_d \dots (1) \quad \text{حيث:}$$

إذ أن V_0 ثابت فان:

$$V_{cp}^* = V_{cp}(L)$$

$$V_d^* = V_d(L)$$

حيث لا يمكن تحقيق المعادلة (1) إلا إذا كان كل تغيير في L الناتج عن التغيير في V_{cp} يتم امتصاصه

بالتغيير في V_d في الاتجاه المعاكس، فمن أجل كل تغيير في الهيكل المالي يكون لدينا:

$$\Delta V_{cp} = -\Delta V_d \quad \text{ومنه نجد إن:}$$

$$\Delta V_{cp} + \Delta V_d = \Delta V_0 = 0$$

في ظل هذه الشروط يمكن القول أن V_0 مستقلا تماما عن L ، ولا يوجد حسب هذه النظرية هيكل مالي أمثل، ومن اجل تجاوز التناقض الظاهر في تكلفة التمويل الثابتة فان هذه النظرية ليس أمامها إلا حلا واحدا هو الاستفادة من أثر الرافعة المالية بزيادة معدل الاستدانة باعتباره أقل تكلفة مما يجبر المساهمين بالمطالبة برفع معدل المدرودية نظرا للمخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة وهذا ما يفسر ثبات التكلفة الإجمالية لرأس المال.

2.2. الهيكل المالي في ظل وجود ضرائب¹:

حاول Modigliani و Miller إعادة صياغة نموذجهما السابق مع الأخذ بعين الاعتبار الضريبة على أرباح الشركات وكانت النتيجة التي توصلنا إليها هي تفضيل الاستدانة مقارنة بالأموال الخاصة، فالاستدانة تعتبر من بين التكاليف التي يمكن تخفيضها عند حساب الضريبة على الأرباح أي تحقيق وفورات ضريبية، ومنه فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها من قروض وأموال خاصة تفوق القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد في هيكلها المالي على الأموال الخاصة فقط.

فإذا كانت المؤسسة تستعمل الاستدانة بشكل دائم فإنها تستفيد من وفورات ضريبية، وفي هذه الحالة يصبح الربح بعد الضريبة $X(1-T)$ ، والتحيين الذي يتم من أجله حساب قيمة المؤسسة.

$$VN = X(1-T)/R'$$

* القيمة السوقية للديون.

* القيمة السوقية للأموال الخاصة.

¹ - نفس المرجع، ص 406-407.

حيث R' يمثل معدل التحيين بعد الضريبة، فبالنسبة للمؤسسة المستدينة فإن الربح بعد الضريبة وقبل التكاليف المالية هو:

$X(1-T)+rTD$ ، حيث تمثل rTD الوفرات الضريبية المحققة بعد الاستدانة ومنه فإن قيمة المؤسسة المستدينة تعطي كالتالي:

$$VE=X(1-T)/R'+Rtd/r^*=VE+TD.$$

ومنه يمكن حساب قيمة الوفرات الضريبية بالعلاقة التالية:

قيمة الوفرات الضريبية = قيمة الديون × معدل الفائدة × معدل الضريبة / تكلفة الأموال الخاصة.

وحسب هذا المنطق فإن الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الذي تكون فيه نسبة الاستدانة أكبر ما يمكن لتستفيد المؤسسة من الوفرات الضريبية.

3. نظرية التوازن: وجود هيكل مالي امثل.

تتضمن هذه النظرية دراسة لكل من تكلفة الافلاس والوكالة.

1.3. تكلفة الإفلاس:

استبعاد كل من Miller و Modigliani في تحليلهما مخاطر الإفلاس المترتبة من الاستدانة، وهي مخاطر تتعرض لها المؤسسات التي تكون هيكلها المالي مكون من أموال خاصة وأموال استدانة، ويكون سبب وجود مخاطر الإفلاس هو عدم قدرة المؤسسة على سداد قيمة القروض والفوائد في تاريخ استحقاقها، أي أن المؤسسة التي لا يتكون هيكلها المالي من أموال استدانة ليست معنية بتكلفة الإفلاس، وعليه كلما زادت نسبة الاستدانة كلما زادت تكلفة الإفلاس، إلى أن تصل إلى نقطة معينة فتبدأ مخاطر الإفلاس بالزيادة بمعدلات كبيرة.¹

وتحسبا لهذه المخاطر يقوم المقرضون من البداية بتحميل هذه التكاليف على الملاك، وعليه يقوم الملاك بالمطالبة برفع معدل العائد على الاستثمار لتعويضهم من المخاطر التي قد تقع فيها المؤسسة.²

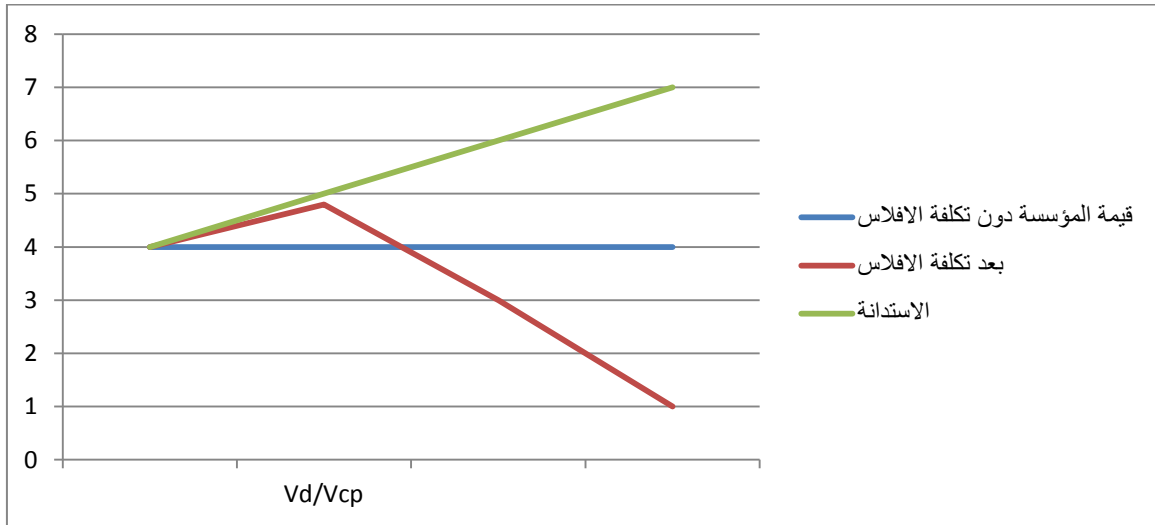
وكقاعدة عامة هناك علاقة طردية بين تكلفة الإفلاس وتكلفة الأموال الخاصة، كما توجد علاقة عكسية بينها وبين قيمة المؤسسة.

* معدل الفائدة.

¹ - نفس المرجع، ص ص413-415.

² - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص572.

الشكل (02): يوضح القيمة الحالية للمؤسسة في ظل تكلفة الافلاس.



Source : Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, Editions Dalloz, France, 2014, P761.

2.3. نظرية الوكالة:

تتمثل في عقد يعين بموجبه شخص أو عدة أشخاص أخرى عون للقيام بأعمال معينة لفائدة الأول، مما يستوجب تفويض السلطة للعون،¹ أي يقوم الموكل باللجوء إلى الوكيل من اجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه، إلى أن العلاقة بينهما تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر، وعليه تهدف هذه النظرية إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل بين المسيرين والمساهمين والمقرضين،² وقد أشار Jensen و Meckling إلى نوعين من تكاليف الوكالة.³

أ- **تكاليف وكالة الديون:** تنتج عن تعارض مصالح المساهمين والدائنين، حيث تتزايد مع تزايد مستوى المديونية وتتمثل في الخسائر الناجمة على القرارات الاستثمارية للمؤسسة والتكاليف التي يتحملها الدائنون للرقابة على قرارات الإدارة وتكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم.

ب- **تكاليف وكالة الملكية:** تكمن في تعارض المصالح بين المساهمين والمسيرين حيث يتحملها المساهمين للحد من تصرفات المسيرين، إذ أنهم يفضلون استمرار نشاط المؤسسة على تصفيتها حتى وإذا كانت أكثر فائدة للمساهمين.

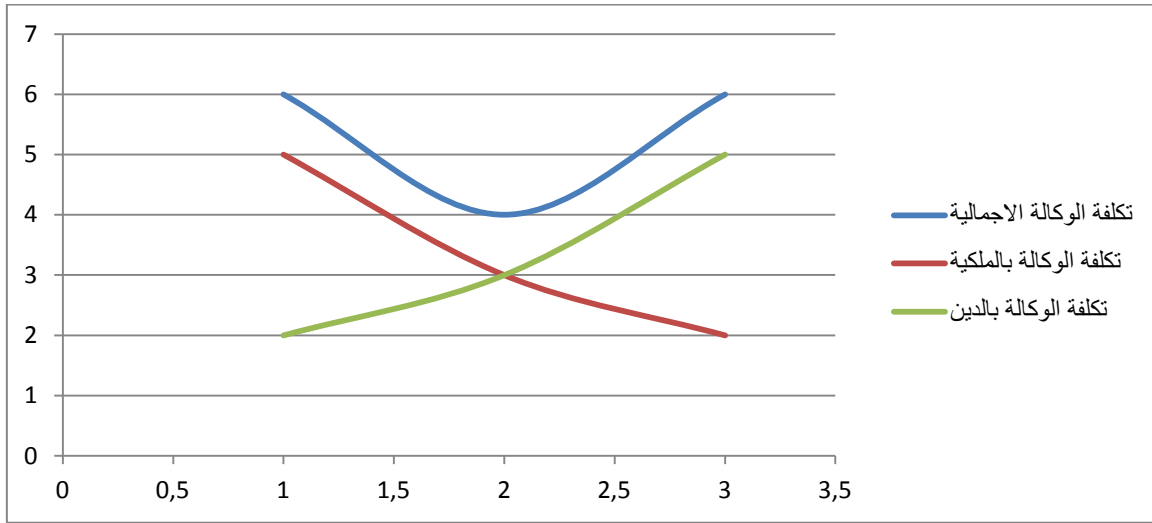
أوضحت العديد من الدراسات أن تكلفة الوكالة سواء كانت بالملكية أو بالدين تتماشى طردياً مع نسبة الاستدانة وتؤثر القيمة السوقية للمؤسسة عكسياً، حيث يمكن تمثيل الهيكل المالي الأمثل حسب هذه النظرية في الشكل التالي:

¹ - Asma trabelsi, **les déterminants de la structure de capital et les particularités de financement dans les PME : une étude sur données françaises**, thèse pour l'obtention du titre de docteur en sciences de gestion, université de paris, ix dauphine edogest, paris, 2006, p17.

² - يوسف قريشي، الياس بن ساسي، مرجع سابق، صص 418-419.

³ - محمد على ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الاولى، دار اثراء للنشر و التوزيع عمان، الأردن، 2010، صص 233-238.

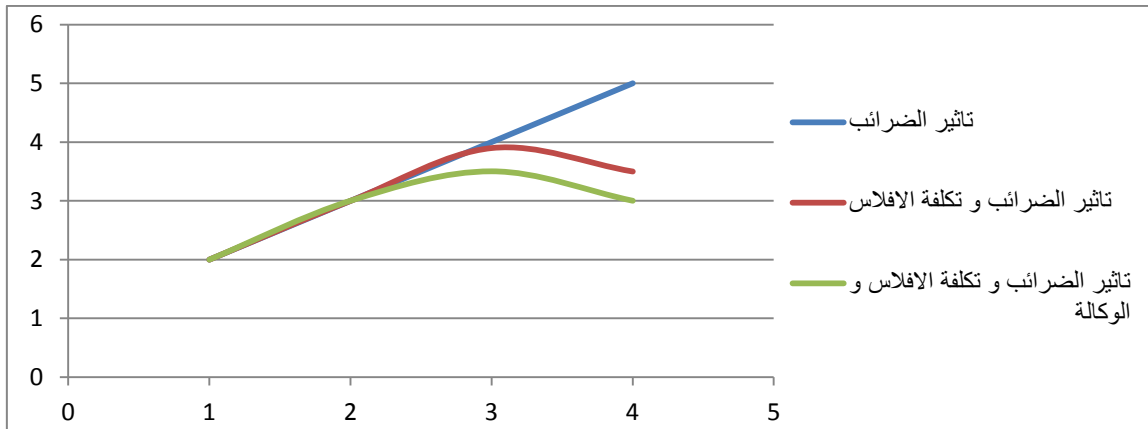
الشكل(03): يوضح الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة.



Source : ydriss ziane, la structure d'endettement des petites et moyennes entreprises francaises : une etude sur donnes de panel, université paris.

أما فيما يخص نظرية التوازن وبوجود تكاليف الإفلاس، الوكالة والضرائب يمكن إيجازها في الشكل التالي:

الشكل(04): يوضح قيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس، الوكالة والضرائب.



المصدر: الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2011، ص 425.

حيث تمثل النقطة X نسبة الاستدانة المثلى، أي تكون قيمة المؤسسة في حدها الأقصى وتكلفة الأموال في حدها الأدنى.

4. النظرية المتعددة الأشكال:

تعرف حالياً بما يسمى النظرية الحديثة للمشروع والتي ظهرت في منتصف السبعينات، وتتمثل في النظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي.

1.4. نظرية الإشارة:

تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل أو تناظر المعلومات التي يتصف بها السوق، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسة ليست حقيقية، حيث يعتبر مستوى الاستدانة كإشارة من قبل المؤسسة تدل على وضعيتها وقيمة 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 اللجوء إلى أوراق مالية معقدة،¹ وهذا ما يقدم صور إيجابية على المؤسسة مما يستقطب أكبر عدد من المساهمين للاستثمار فيها.

2.4. نظرية الالتقاط التدريجي:

ظهرت هذه النظرية في منتصف الثمانينيات حيث بنيت على أساس نموذجين أساسيين هما:²
أ- نموذج Williamson سنة 1988: حسب هذا النموذج تلعب درجة خصوصية الأصل المراد تمويله دورا كبيرا في اختيار مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه، فعندما يتعلق الأمر بتمويل استثمار في شكل أصل خاص يفضل اللجوء إلى الرفع في رأس المال أما إذا كان يتعلق بتمويل أصل غير خاص تكون الاستدانة أكثر ملائمة.

ب- نموذج Myers سنة 1990: حسب هذه النظرية نجد ترتيبا تفضيليا طبيعيا لنماذج تمويل المؤسسة فهي تفضل تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي، ثم الرفع في رأس المال، فالاستدانة كمالأخير.

حاولنا من خلال هذا المطلب التعرف إلى النظريات التي درست أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة وأبرزنا أهم الأسس والقواعد التي تقوم عليها كل نظرية، وجدنا أن كل نظرية تبني على انتقادات أو نقائص النظريات السابقة لها إلى أن ظهر نموذج Myers سنة 1990 الذي يعتبر آخر نموذج يدرس هذا الجانب.

المطلب الثالث: تقويم الهيكل المالي للمؤسسة.

إن قرار التمويل و اختيار المصادر المناسبة لتركيب الهيكل المالي ليس كافيا للريادة في السوق، وإنما يجب على المؤسسة تقييم هذه التركيبة من أجل الحكم عليها وتعديلها في الوقت المناسب ولا يتم ذلك إلا من خلال التحليل المالي باستعمال مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكلة المالية.

1. التقييم باستخدام مؤشرات التوازن المالي:

وتتمثل فيما يلي:

¹ - يوسف قريشي، الياس بن ساسي، مرجع سابق، ص ص 429-430.

² - نفس المرجع، ص ص 430-432.

1.1. رأس مال العامل FR_{ng} :¹

يعرف بأنه جزء من الأصول الجارية الممولة بأموال دائمة "أموال خاصة الديون المالية (متوسطة وطويلة الأجل)، ويمكن احتسابه بطريقتين كما هو موضح في الجدول الآتي:

الجدول رقم (01): يوضح طرق حساب رأس مال العامل.

الأصول		الخصوم
إستخدامات مستقرة		موارد دائمة
	FR_{ng}	
استخدامات جارية		موارد جارية
مجموع الأصول		مجموع الخصوم

المصدر: من اعداد الطالبة

أ - حسابه من أعلى الميزانية: وفق العلاقة:

رأس مال العامل = موارد دائمة - الاستخدامات المستقرة.

ب - من أسفل الميزانية: وفق العلاقة:

رأس مال العامل = استخدامات الجارية - موارد جارية.

يعتبر رأس مال العامل الصافي الإجمالي مؤشرا على الأمان المالي للمؤسسة يفسر حسب إشارته كما يلي:²

✓ إذا كان $FR > 0$ ، يعني أن قاعدة التوازن الوظيفي محققة أي أن الموارد الدائمة مولت كل الأصول الثابتة وجزء من الأصول المتداولة أي أمان المؤسسة.

✓ إذا كان $FR < 0$ ، يعني جزء من الاستخدامات المستقرة تم تمويله من موارد دائمة وهذا يخالف قاعدة التوازن الوظيفي أي أن المؤسسة في خطر ويدل على عدم توازن الهيكل المالي.

✓ إذا كان $FR = 0$ ، أي معدوما، يعني أن الموارد الدائمة مولت فقط الاستخدامات المستقرة وهذه الحالة نظرية.

2.1. احتياجات رأس مال العامل BFR :

تتمثل في الأموال التي تحتاجها المؤسسة لتغطية احتياجاتها خلال دورة الاستغلال ويمثل العجز في تمويل

الأصول الجارية خارج الخزينة بواسطة الموارد الجارية خارج الخزينة.³

¹ - منير شاكر محمد، عبد الناصر نور وآخرون، التحليل المالي "مدخل صناعة القرارات"، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص 114-115.

² - العزاي محمد، بن لعور بوعلام، التسيير المحاسبي والمالي، الديوان الوطني للمطبوعات المدرسية، الجزائر، 2014، ص 172.

³ - نفس المرجع، ص 173.

ينتج عن الأنشطة العادية للمؤسسة مجموعة من الاحتياجات بسبب تفاعل مجموع عناصر الاستخدامات والموارد الخاصة بدورة الاستغلال فيتولد الاحتياج في رأس مال للاستغلال عندما لا تستطيع المؤسسة تغطية ديونها للاستغلال بواسطة حقوقها ومخزوناتهما، هذا العجز يستطلع عليه بالاحتياج في رأس مال العامل وعلى هذا الأساس فإن:¹

الاحتياج في رأس مال العامل $BFR =$ احتياجات الدورة - موارد الدورة.

ينقسم إلى: رأس مال العامل للاستغلال = احتياجات الدورة للاستغلال - موارد الدورة للاستغلال.

ورأس مال العامل خارج الاستغلال = احتياجات الدورة خارج الاستغلال - موارد الدورة للاستغلال.

يمكن أن يأخذ الحالات التالية:

✓ احتياج في رأس مال العامل الاجمالي موجب $BFR > 0$: إذ كانت قيمة BFR كبيرة وموجبة يعاب على المسير

في هذه الحالة أنه لم يبحث عن موارد قصيرة الأجل والتي تكون غالبا تكلفتها منخفضة أو معدومة احيانا.

✓ احتياج في رأس مال العامل الاجمالي سالب $BFR < 0$: 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.

✓ احتياج في رأس مال العامل الاجمالي معدوم $BFR = 0$: يعني أن موارد الدورة = احتياجات الدورة.

يظهر الجدول التالي موارد واحتياجات الاستغلال وخارج الاستغلال.

¹ - سعيدة بورديمة، التسيير المالي، مطبوعة دروس، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 - قلمة، الجزائر، 2015،

الجدول(02): يوضح موارد واحتياجات الاستغلال وخارج الاستغلال.

احتياجات الاستغلال	موارد الاستغلال
<ul style="list-style-type: none"> ✓ المخزونات. ✓ التسبيقات والمدفوعات المقدمة على الطلبات. ✓ الزبائن المدينة. ✓ مصاريف مدفوعة مسبقا مرتبطة بالاستغلال. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ التسبيقات والمدفوعات المحصلة على الطلبات. ✓ ديون الاستغلال: ✓ ديون الموردين. ✓ ديون الجباية. ✓ ديون أخرى. ✓ منتجات مدفوعة مسبقا مرتبطة بالاستغلال.
احتياجات خارج الاستغلال.	موارد خارج الاستغلال.
<ul style="list-style-type: none"> ✓ ذمم مدينة متنوعة. ✓ أقساط مدفوعة. ✓ حسابات جارية للشركة. ✓ دائنون على بيع الثبنيات. ✓ مصادر مدفوعة مسبقا خارج الاستغلال. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ديون متنوعة: ✓ ديون على الاستثمار. ✓ ديون جبائية. ✓ ديون أخرى خارج الاستغلال. ✓ منتجات مدفوعة مسبقا خارج الاستغلال.

المصدر: بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة"دراسة حالة مؤسسة-الأشغال و التركيب الكهربائي- فرع سون لغاز"، مذكرة ماجستير، غير منشورة، الجزائر، 2012، ص ص 135-136.
3.1. الخزينة الصافية TN:

تتمثل في مجموع الأموال التي في حوزة المؤسسة لمدة دورة الاستغلال، أي ما يمكن للمؤسسة أن تتصرف فيه من قيم جاهزة، و تحسب بالعلاقتين التاليتين:

$$\text{الخزينة الصافية} = \text{رأس مال العامل} - \text{احتياجات رأس مال العامل.}$$

أو

$$\text{الخزينة الصافية} = \text{خزينة الأصول} - \text{خزينة الخصوم.}$$

حيث يمكن تمييز ثلاث حالات للخزينة:¹

✓ $FR > BFR = TN > 0$ ، الخزينة موجبة، أي أن المؤسسة تتوفر على موجودات نقدية تسمح لها بمواجهة التزاماتها واحتياجاتها مع الغير، تدل على وجود توازن مالي للمؤسسة.

✓ $FR < BFR = TN < 0$ ، الخزينة سالبة، أي أن المؤسسة لا تتوفر على موجودات نقدية وبالتالي لا يمكنها الوفاء بالالتزامات اتجاه الغير وعليها تمويل خزنتها عن طريق التسبيقات البنكية.

¹ - العزازي محمد، مرجع سابق، ص 175.

✓ $FR=BFR$ أي أن $TN=0$ ، هذا يدل على التوازن المالي الأمثل بمعنى أن المؤسسة قادرة على تمويل كل احتياجاتها ولا توجد لديها سيولة مجمدة.

2. التقييم باستخدام نسب الهيكلية:

تحدد لنا هذه النسبة الهيكلية المالية للمؤسسة والتي من خلالها نحدد طريقة ومصدر تمويل الاستخدامات وكذا حجم الاستدانة المالية،¹ كما تساعد في دراسة مجموعة من النسب الأكثر دلالة لأغراض دراسة الهيكل المالي للمؤسسة من خلال تسليط الضوء على النقطتين التاليتين:²

✓ التوازن بين المصادر التمويل الداخلة والخارجية.

✓ كفاءة استثمار الأموال الموضوعة تحت تصرف المؤسسة بشكل سليم.

وأهم النسب المالية التي تساعد على دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة نذكر:

1.2. نسب التمويل:

تتمثل نسب التمويل في كل من:

أ- **نسبة التمويل:**³ تعبر هذه النسبة عن مدى قدرة المؤسسة على تمويل نفسها، أي تمويل الاصول غير الجارية بأموالها الخاصة أي الموارد الدائمة، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \frac{\text{الاموال الدائمة}}{\text{الاصول غير الجارية}}$$

وعادة ما تكون هذه النسبة أكبر من الواحد أي أن رأس مال العامل موجب، كما يمكن حساب النسبة كالآتي:

$$\text{نسبة التمويل الذاتي} = \frac{\text{الاموال الخاصة}}{\text{الاصول غير الجارية}}$$

ب- **نسبة التمويل الخارجي للأصول:**⁴ تظهر هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي واتجاه هذه النسبة للارتفاع يعني تزايد الاعتماد على التمويل الخارجي وبالتالي ازدياد عبء الفوائد، وفي هذه الحالة يجب أن تكون العوائد أكبر من الفوائد المقدمة، ومع ذلك فإن ارتفاع هذه النسبة بشكل يزيد عن 50% يعتبر مؤشرا سلبيا لأنه يفقد المؤسسة استقلاليتها المالية.

$$\text{نسبة التمويل الخارجي للأصول} = \frac{\text{الديون طويلة الاجل} + \text{الديون قصيرة الاجل}}{\text{مجموع الاصول}} \times 100$$

¹ - نفس المرجع، ص 175.

² - منير شاكر محمد، مرجع سابق، ص 54.

³ - bohotti.blogspot.com/2015/5/blog-post-250.html. (04/02/2017,14 :29).

⁴ - نفس المرجع، ص 55.

ت- نسبة التمويل الداخلي للأصول:¹ تظهر هذه النسبة التمويل الداخلي للأصول، وارتفاعها يكون إيجابيا على الوضع المالي للمؤسسة - ليس دائما- إلا إذا كانت نسبة الفائدة المعطاة على الودائع الخاصة أقل من نسبة الفائدة على القروض، ويمكن حسابها وفق المعادلة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الداخلي للأصول} = \frac{\text{راس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{الأرباح المحتجزة}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100.$$

ث- نسبة تمويل الأصول الجارية:² تبين كيفية تمويل الأصول المتداولة في المؤسسة، فإذا ارتفعت هذه النسبة عن 100% فهذا يعني أن جزء من الأصول قد تم تمويله بديون قصيرة الأجل، وهذا يعتبر مؤشرا سلبيا، حيث يمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$\text{نسبة تمويل الأصول المتداولة} = \frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{الأصول المتداولة}} \times 100.$$

ج- نسبة تمويل الأصول غير الجارية:³ تعود هذه النسبة إلى فلسفة التوازن المالي التي ذكرناها سابقا و التي تنص على ضرورة تمويل الأصول غير الجارية بالأموال الدائمة أي ذات الاستحقاق الطويل الأجل، وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة تمويل الأصول غير الجارية} = \frac{\text{الأموال غير الجارية}}{\text{صافي الأصول غير الجارية}} \times 100.$$

2.2. نسبة المديونية:

تتمثل نسب المديونية في:

أ- نسبة الديون الكاملة:⁴ تظهر هذه النسبة المديونية الكاملة للمؤسسة وهي تقيس إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، ويقدر ما تكون هذه النسبة منخفضة يعتبر ذلك مؤشرا سلبيا ويفقد المؤسسة استقلاليتها المالية. وإذا كانت النسبة تساوي الواحد فهذا يعني أن إجمالي الديون تساوي الأموال الخاصة، وقد لا يكون ذلك من حيث المبدأ إيجابيا، حيث تحسب كما يلي:

$$\text{نسبة المديونية الكاملة} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{الأموال الخاصة}} \times 100.$$

ب- نسبة المديونية قصيرة الأجل:⁵ تدرس هذه النسبة العلاقة بين الخصوم الجارية والأموال الخاصة، وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما كان ذلك أفضل للدائنين نظرا لزيادة ضمان ديونهم ولا يجوز أن تكون هذه

¹ - نعيم نمر داوود، التحليل المالي "دراسة نظرية تطبيقية"، الطبعة الأولى، دار البداية، الاردن، 2012، ص 47.

² - نفس المرجع، ص 51-52.

³ - بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص 142.

⁴ - منير شاكر محمد، مرجع سابق، ص 57.

⁵ - نفس المرجع، ص 59.

النسبة أكبر من الواحد في أي حال من الأحوال لأنه لا يجوز أن يتحمل الدائنون مخاطر أكثر من التي يجب أن يتحملها أصحاب المؤسسة، وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الديون قصيرة الأجل} = \frac{\text{الخصوم الجارية}}{\text{الاموال الخاصة}} \times 100.$$

ت- نسبة المديونية طويلة الأجل:¹ تظهر هذه النسبة العلاقة بين الديون طويلة الأجل والاموال الخاصة وكلما كانت النسبة منخفضة كان وضع المؤسسة المالي أفضل وإذا تجاوزت الواحد فان ذلك يعني أن الديون طويلة الأجل أكبر من الاموال الخاصة وهذا وضع خطير على المؤسسة والأفضل ألا تزيد هذه النسبة عن 50%. وتحسب النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الديون طويلة الأجل} = \frac{\text{الديون طويلة الاجل}}{\text{الاموال الخاصة}} \times 100.$$

ث- نسبة تغطية الديون طويلة الأجل:² من المتعارف عليه أن الديون طويلة الأجل غالبا ما تستخدم في الاستثمار طويل الأجل وفي عملية الإنتاج، ومن الصعب أن يتم تمويلها بالاموال قصيرة الأجل وهذا يعني أن الأصول غير الجارية هي التي ستقوم بتمويل الديون طويلة الأجل. وكلما ارتفعت هذه النسبة اعتبر هذا مؤشرا إيجابيا، ولا يجب أن تقل عن 100% لأنه يعتبر أن جزء من الأصول غير الجارية تم تمويله من ديون قصيرة الأجل، حيث تحسب هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة تغطية ديون طويلة الاجل} = \frac{\text{صافي الاصول غير الجارية}}{\text{الديون طويلة الاجل}} \times 100.$$

3.2. نسبة الاستقلالية المالية:³

ترتبط هذه النسبة بالديون أي يجب مقارنة الاموال الخاصة بالاموال الأجنبية، حيث تكون محصورة بين 1 و2، فإذا زاد عن 2 أو تساوى معه يعني أن الاموال الخاصة تساوي ضعف الديون أو أكثر، أما إذا كانت تساوي الواحد أو اقل فهذا يعني أن المؤسسة في وضعية مشبعة بالديون.

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

كما يمكن حسابها بعلاقة ثابتة لكن لا يجب أن تنخفض عن 0.5 وإلا فقدت المؤسسة استقلاليتها لأن مواردها مشكولة بأكثر من 50% من الديون.

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

¹ - نفس المرجع، ص59.

² - نعيم نمر داوود، مرجع سابق، ص49.

³ - بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص144.

4.2. نسبة القابلية للسداد:¹

تقيس هذه النسبة قابلية المؤسسة للوفاء بديونها، كلما كانت هذه النسبة أقل من 2.5 كلما زادت الديون طويلة الأجل فالنشاط يولد موارد كافية للتسديد السريع أي المؤسسة تتمتع بنسبة تسديد معتبرة، أما إذا كانت أكبر من 2.5 يعني عدم وجود هامش حركة كبير والتسديد يستهلك كل أو جزء كبير من طاقة المؤسسة على التمويل الذاتي.

$$\text{نسبة قابلية التسديد} = \frac{\text{الديون طويلة و المتوسط الاجل}}{\text{طاقة التمويل الذاتي}}$$

3. أساليب إصلاح خلل الهيكل التمويلي:

يوجد أربعة طرق أساسية لإصلاح الهيكل التمويلي، يمكن تخليصها فيما يلي:²

1.3. إعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي:

تتم باستخدام مصادر تمويل جديدة ذات تكلفة منخفضة مما يعود بالنفع على المؤسسة، حيث تعتبر من أسهل الطرق التقويمية لخلل الهيكل المالي.

2.3. التنازل عن الاستثمارات:

يتم ذلك بهدف إحداث تغيير على مستوى هيكلها المالي، إما برفع مستوى الاستدانة إلى مستوى المثالي من خلال التخفيض من القدرة على التمويل الذاتي أو تخفيض الاستدانة في حالة ما إذا كانت مرتفعة.

3.3. تمويل الاستثمارات الجديدة:

تعتبر حلاً لتصحيح وتقوم خلل الهيكل المالي، فإذا كانت المؤسسة تعاني من الهيكل المالي المثقل بالديون فإنها تلجأ إلى تمويل الاستثمارات الجديدة بالاعتماد أكثر على أموال الملكية، أما إذا كانت تملك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استدانة منخفض، فإنها تلجأ إلى تمويل هذه الاستثمارات عن طريق تمويل اللجوء أكثر للاستدانة، وهذا من أجل الوصول إلى هيكل مالي أمثل.

4.3. تغيير نسبة توزيعات الأرباح على المساهمين:

ترفع المؤسسة من التوزيعات الأرباح في حالة ما إذا كانت نسبة الاستدانة ضعيفة وبهذا تضعف قدرتها على التمويل الذاتي وتلجأ للاستدانة بهدف رفعها إلى المستوى الأنسب، كما يمكن تخفيض هذه التوزيعات من أجل خفض نسبة الاستدانة إذا كانت مرتفعة عن مستواها الأنسب.

حاولنا في هذا المطلب التطرق إلى تقييم الهيكل المالي للمؤسسة باستعمال مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكلية كما حاولنا عرض بعض الحلول لمعالجة خلل الهيكل المالي.

¹ - نفس المرجع، ص ص 144-145.

² - شعبان محمد، مرجع سابق، ص ص 133-136.

تناولنا في هذا المبحث مختلف العناصر المتعلقة بالهيكل المالي للمؤسسة والمتمثلة في ماهية الهيكل المالي، النظريات المفسرة للهيكل المالي حيث يرى بعض الباحثين أن هناك هيكل مالي انطباقاً على عكس الآخرين، بالإضافة إلى تقويم الهيكل المالي الذي يحوي التقييم باستخدام مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكلية كما حاولنا عرض مجموعة من الحلول التي تساهم في إصلاح خلل الهيكل المالي.

المبحث الثالث: اثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي للمؤسسة.

تناولنا في المبحثين السابقين أهم مصادر التمويل في المؤسسة وكذا مختلف العناصر والنظريات المتعلقة بالهيكل المالي، وسنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى مختلف العناصر التي يتضح من خلالها تأثير تكلفة التمويل على الهيكل المالي للمؤسسة.

المطلب الأول: محددات الهيكل المالي للمؤسسة.

سنحطرك في هذا المطلب إلى مختلف العناصر المرتبطة بكل من الرفع، العائد والمخاطرة وهذا باعتبارهم من محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسة.

1. الرفع:

يغطي مفهوم الرفع ثلاث مجالات أساسية هي:

1.1. الرفع المالي:

من بين التعاريف التي تناولت الرفع المالي نذكر:

التعريف الأول: يمكن أن تعرف الرافعة المالية بأنها: "استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة على أمل زيادة الأرباح".¹

التعريف الثاني: كما يمكن تعريفه على أنه: "التغير في صافي الربح بعد الضريبة من جراء تغير معين في صافي ربح العمليات، وينشأ الرفع المالي من وجود التكاليف المالية الثابتة والمتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة".²

من خلال التعاريف السابقة نجد أن الرفع المالي عبارة عن الأرباح الصافية المحققة من أموال الغير بتكاليف ثابتة. ويؤثر الرفع المالي على كل من العائد والمخاطرة ويكون تأثيره إيجابياً على العائد إذا نجحت إدارة الشركة في استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد أكبر من الفائدة.³

¹ - على عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص229.

² - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص 47.

³ - محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي و الائتماني " الاساليب و الادوات و الاستخدامات العملية"، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، الاردن، 2006، ص224.

إذا أن الشركة ترغب باستخدام الرافعة المالية إذا كان السوق يمر بظروف اقتصادية مزدهرة، حيث يكون احتمال الحصول على العوائد المالية أكبر.¹

كما تشير درجة الرافعة المالية إلى النسبة المئوية للتغيير في صافي العائد نتيجة تغيير النسبة المئوية للعائد التشغيلي (الأرباح قبل الفوائد والضرائب) وتقاس درجة الرافعة المالية بالعلاقة التالية:²

$$\text{درجة الرفع المالية} = \frac{\text{النسبة المئوية للتغير في صافي الدخل}}{\text{النسبة المئوية للتغير في العائد التشغيلي}}$$

3.1. الرفع التشغيلي:

التعريف الأول: يمكن تعريف الرفع التشغيلي بأنها: "استخدام أو توظيف أصول أو أموال تتحمل المؤسسة بناء عليها تكاليف ثابتة او عائدا ثابتا".³

التعريف الثاني: كما يعرف على أنه: "الاستخدام المتاح للتكلفة التشغيلية الثابتة من أجل تعظيم تأثير التغيرات التي تحصل بالمبيعات في الربح التشغيلي".⁴

من خلال التعاريف السابقة نجد أن الرفع التشغيلي عبارة عن استغلال أصول والتكاليف التشغيلية الثابتة من أجل تعظيم الربح التشغيلي.

و تشير الى مدى استخدام التكاليف الثابتة في هيكل تكاليف الشركة، فإذا كانت نسبة التكاليف إلى اجمالي تكاليف الشركة مرتفعة فهذا يعني أن الشركة تتميز برافعة تشغيلية عالية، وهذا يعني أن تغير صغير في المبيعات ينتج عنه تغير كبير في الأرباح التشغيلية (الأرباح قبل الفوائد والضريبة)، أي أن الرافعة التشغيلية سلاح ذو حدين، فهي تعظم الأرباح في حال ازدياد المبيعات وتعظم الخسائر في حال انخفاضها.⁵

ويمكن قياس الرفع التشغيلي بقسمة التغير النسبي في أرباح التشغيل على التغير النسبي في حجم المبيعات، حيث تحصل نتيجة لهذه القسمة على ما يسمى بدرجة الرفع التشغيلي وهو ما توضحه المعادلة التالية:⁶

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{\text{نسبة التغير في الربح قبل الفائدة و الضريبة}}{\text{نسبة التغير في المبيعات}}$$

¹ - على عباس، مرجع سابق، ص 229.

² - محمد على ابراهيم العامري، الادارة المالية الحديثة، مرجع سابق، ص 320.

³ - على عباس، مرجع سابق، ص 235.

⁴ - عدنان تايه النعيمي، ارشاد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الاردن، 2009، ص 413.

⁵ - محمد على ابراهيم العامري، المرجع السابق، ص 152.

⁶ - مفلح عقل، مقدمة في الادارة المالية، مكتبة المجمع العربي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2009، ص 363.

3.1. الرفع المشترك:

يتمثل في قيام الشركة باستخدام كلا الرافعتين المالية و التشغيلية في أن واحد بقصد زيادة التأثير على الربح الصافي بعد الضريبة والفوائد،¹ لهذا إذا ما استعملت مؤسسة مزيجاً مكوناً من الرفع المالي والتشغيلي ولو بدرجة قليلة فإن ذلك سيؤدي إلى تغير هام في العائد على السهم، وتقاس درجة الرفع المشترك بالمعادلة التالية:²

$$\text{درجة الرفع المشترك} = \text{الرفع المالي} \times \text{الرفع التشغيلي.}$$

2.العائد:

يعبر العائد على مقدار الأموال المضافة إلى رأس مال الأصل والذي يؤدي إلى تعظيم الثروة، قد يكون على شكل عوائد فعلية متوقعة لا تتصف بدرجة التأكد الكامل أو عائد مطلوب يرغب المستثمر في تحقيقها مستقبلاً، كما قد يكون العائد سلبي أو إيجابي، وهو مجموعة المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمارات خلال فترة زمنية محددة وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى الرأس المال الأصلي.³

توجد عدة مقاييس لتقدير العائد على الاستثمار أبرزها:⁴

1.2. العائد على حقوق الملكية:

يعد مقياساً لمدى كفاءة العاملين في استغلال أموال حملة الأسهم وتوليد الأرباح التي يرضون بها، ويتم حساب العائد على حقوق الملكية بالمعادلة التالية:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد دفع الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}} \times 100\%$$

3.2. العائد على رأس المال:

يعتبر مقياساً آخر لمدى كفاءة الشركة والعاملين فيها على استغلال الموجودات لتوليد الأرباح، ويمكن إيجاد العائد على رأس المال باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{العائد على رأس المال} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{صافي الاصول}} \times 100\%$$

3.2. العائد على السهم:

يقاس العائد على السهم بأحد المقاييس التالية:

أ- نصيب السهم العادي من الأرباح: هو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشراً على عوائد السهم بشكل عام، وتبذل الشركات جهودها لزيادته، حيث أنه من العوامل التي تركز عليها حملة الأسهم عندما يفكرون بشراء الاسهم. ويمكن استخراج نصيب السهم من الأرباح المحققة من خلال استخدام المعادلة التالية:

¹ - على عباس، مرجع سابق، ص 252.

² - مفلح عقل، مرجع سابق، ص 383.

³ - دريد كامل آل شيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، دار اليازور العلمية، الأردن، 2009، ص 93.

⁴ - على عباس، مرجع سابق، ص 141-146.

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة} = \frac{\text{صافي الربح الخاص بحملة الاسهم العادية}}{\text{عدد الاسهم}} \times 100\%$$

ب- نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة: يقيس ما سوف يحصل عليه المساهم من نقود لقاء وجود هذا السهم في محفظته، ويمكن استخراجه كما يلي:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

كما يمكن استخدام المعادلة التالية:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} = \text{القيمة الاسمية للسهم} \times \text{نسبة التوزيع المعلنة.}$$

ت- الربح الجاري للسهم: يعبر عن وجهة نظر المستثمر نحو تقييم السهم، إذ يقيس قدرة الدينار الذي سيدفعه المستثمر ثمنًا للسهم في حالة شراءه على توليد الربح، ويمكن حسابه من المعادلة التالية:

$$\text{الربح الجاري للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}} \times 100\%$$

ث- الربح لفترة الاقتناء: باعتبار أسعار الأسهم متباينة بين الارتفاع والانخفاض، فإن المستثمرين تدفعهم توقعاتهم لاقتناء الاسهم انتضارا لارتفاع الاسعارها، فإذا قام مستثمر بشراء سهم بسعر معين واحتفظ به لفترة ثم باعه بعد ذلك، فإن العائد لفترة اقتناء لذلك السهم تتمثل في:

$$\text{العائد لفترة الاقتناء} = \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{نصيب السهم من الأرباح الموزعة}}{\text{سعر الشراء}} \times 100\%$$

4. المخاطرة:

تعتبر المخاطرة من أهم محددات مصادر التمويل المركبة للهيكل المالي، وتتمثل في:

1.3 مفهوم المخاطرة:

يتعرض المستثمر عموماً إلى نوع من المخاطرة تتباين درجتها وقوتها وفقاً لنوع الاستثمار وزمنه،¹ كما أن قرار الاستثمار أو التمويل يترافق معه شيء من عدم التأكد بشأن النتائج المحققة من ذلك القرار.

التعريف الأول: تعرف المخاطرة على أنها: "درجة عدم التأكد في قرارات الاستثمار والتمويل".²

التعريف الثاني: إذ تعرف المخاطرة كذلك بأنها: "احتمال تحقيق مردودية أو عائد أو تدقيق نقدي أقل من المردودية أو العائد المتوقع، كلما زاد احتمال تحقيق مردودية أقل كلما ارتفعت المخاطرة".³

من خلال التعاريف السابقة نجد أن المخاطرة عبارة عن الفرق بين العائد المتوقع والمحقق، أي درجة عدم

التأكد.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 359.

² - عدنان تايه النعيمي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 135.

³ - عبد الله غالم، عمار بن نورا، تأثير السلوك المالي العائد و المخاطرة في المؤسسة الاقتصادية، الملتقى الوطني حول الإدارة المالية: رفع اساسي لتحسين اداء المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر (واقع وافاق)، جامعة باجي مختار عنابة، 2014، ص 5.

- نصنف ثلاث أنواع من المستثمرين وفقا لقدرتهم على مواجهة المخاطرة إلى:¹
- ✓ **المحبون للمخاطرة:** هم المستثمرين الذين يقبلون مخاطرة عالية للحصول على عائد اعلى.
 - ✓ **الكارهون للمخاطرة:** وهم المستثمرين الذين يرضون بعائد بسيط نظير تحمل مخاطر بسيطة.
 - ✓ **المحايدون:** هم مجموعة المستثمرين الذين تتساوى لديهم المخاطرة وعدم المخاطرة.

2.3. أنواع المخاطرة:

يوجد عدة أنواع من المخاطرة يجب علينا أن نأخذها في عين الاعتبار:²

أ- **مخاطرة التدقيق النقدي:** هي تلك المخاطرة التي تظهر عندما لا تأتي التدفقات الناجمة عن الاستثمار كما تم توقعها، وفي أي استثمار فإن مخاطرة التدفقات النقدية عندما لا تكون كما تم توقعها من حيث التوقيت، المقدار، أو كلاهما، فهي تكون مرتبطة بمخاطر الاعمال والمخاطرة المالية.

✓ **مخاطر الأعمال:** يقصد بها تذبذب ربح العمليات لأسباب تتعلق بطبيعة وظروف النشاط الذي تمارسه المؤسسة، وتعتبر أهم متغير يحدد تشكيلة هيكل رأس المال كما تتفاوت مخاطر الأعمال من مؤسسة إلى أخرى.

✓ **المخاطرة المالية:** يقصد بها التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في القروض والأسهم الممتازة، فالمؤسسة التي تتحمل قدرا كبيرا من التكاليف المالية الثابتة تتعرض لتغيرات بمعدل كبير في العائد المتاح للملاك نتيجة تغيرها بمعدل اقل في صافي ربح العمليات مع بقاء العوامل الاخرى على حالها.³

ب- **المخاطرة التشغيلية و المالية:** هي المخاطرة المشتركة والتي تجمع بين المخاطرة التشغيلية والمالية معا. وذلك لأن القرارات التي يتخذها في المؤسسة يجب أن تصب في تعظيم ثروة المالكين وبذلك فإن القرارات الاستثمارية والتمويل تؤثر في المخاطرة التي يتحملها المالكين.

ت- **مخاطر عدم التسديد:** عند الاستثمار في السندات يتوقع الحصول على فائدة تدفع بشكل منتظم أو دوري إلي جانب أصل المبلغ إلا أنه ليس بالضروري أن يتم دفع الفوائد وأصل المبلغ في تاريخ المسمى وبنفس المقدار، أي احتمال تأخير الدفع أو عدم إعادة الأصل نهائيا.

ث- **مخاطرة معدل اعادة الاستثمار:** هذا النوع من المخاطرة يظهر عند إعادة استثمار التدفقات النقدية، أي إعادة توظيف العائد من الاستثمار في الاستثمار آخر أو سندات خزينة... الخ، حيث أن السند أو الاستثمار الذي تطول مدة استحقاقه يكون ذو مخاطرة اعادة الاستثمار أكبر.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص360.

² - عدنان تايه النعيمي، اساسيات الادارة المالية، مرجع سابق، ص135.

³ - منير ابراهيم الهندي، الادارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص617-622.

ج- مخاطرة معدل الفائدة: هي تلك المخاطرة التي تعبر عن حساسية التغير في قيمة الموجود للتغير الذي يحصل في المعدلات الفائدة في السوق، حيث أن معدلات الفائدة تحدد المعدل الذي يجب استخدامه عند خصم القيمة المستقبلية لحساب القيمة الحالية فعندما يتغير معدل الخصم فإن قيمة الاستثمار ستتغير.

ح- مخاطرة القوة الشرائية: هذه المخاطرة تظهر عند زيادة مستوى الاسعار بشكل غير متوقع، حيث عندما تقوم المؤسسة باقتراض الأموال عن طريق اصدار سندات طويلة الأجل بمعدل فائدة ثابت مع تزايد في مستوى الأسعار فإن المؤسسة ستحقق فوائد على عكس المقترضين أي مقتني السند سيتكبدون خسائر، حيث أن الفائدة والأصل سيتم تسديدها بعملة ذات قيمة أقل.

خ- مخاطر العملة(سعر الصرف): يمكن أن يحقق أي استثمار تدفقات نقدية بعملات أخرى وفي هذه الحالة ستتم مواجهة مخاطر ترتبط بسعر الصرف لتلك العملة محلية ما يشير إليه بمخاطر العملة أو مخاطر سعر الصرف.

3.3. قياس المخاطرة:

يوجد عدة مقاييس لمخاطرة الاستثمار من أهمها ما يلي:¹

أ- مقياس الانحراف المعياري: يعبر عن المخاطرة للعائد المتوقع، والمتمثل في الوسط الحسابي بمجموعة العوائد المتوقعة للاستثمار حيث يحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد المتوقع} = \frac{\sum (\text{العائد المتوقع في كل فترة})}{\text{عدد الفترات الزمنية}}$$

وبذلك فإن الانحراف المعياري يساوي:

$$\text{الانحراف المعياري} = \sqrt{\frac{2 \sum (\text{العائد المتوقع في كل فترة} - \text{معدل العائد المتوقع})^2}{\text{عدد الفترات الزمنية}}}$$

ب- معمل الاختلاف: يستخدم للمقارنة بين ادوات الاستثمار المختلفة، حيث يتم اختيار الاستثمار الذي يقدم اقل معامل اختلاف أي أقل خطر ممكن، إذ يمكن حساب المعامل بالمعادلة التالية:

$$\text{معمل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{الوسط الحسابي}} \times 100\%$$

يقيس حساسية عائد السهم بالنسبة لعائد السوق، إذ انه طور باستخدام تحليل الانحراف أو تحليل الخطوط المستقيمة بحيث ان سلوك الاسعار في السوق يصبح هو العامل المستقل والمتغير في سعر الورقة هو العامل التابع.

وحتى نستفيد من هذا المقياس يتم استخدام معادلة الخط المستقيم $ax+b$.

حيث يحسب معامل بيتا بالمعادلة التالية:²

¹ - طاهر حردان، اساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر و التوزيع، الطبعة الاولى، الاردن، 2009، ص ص96-100.

² - دريد كامل آل شيب، مرجع سابق، ص 146.

$$\text{بيتا} = \frac{\sum \text{العائد على السوق} \times \sum \text{العائد على الاستثمار} - \sum \text{العائد على السوق} \times \sum \text{العائد على الاستثمار}}{n \sum \text{العائد على السوق} \times \sum \text{العائد على الاستثمار}}$$

حاولنا من خلال هذا المطلب محددات الهيكل المالي التطرق إلى كل من الرفع المالي، التشغيلي، الرفع المشترك العائد والمخاطرة، حيث ركزنا فيه على طرق الكمية لحساب كل عنصر وهذا لما تلعبه من أهمية في إبراز العلاقة بين تكلفة التمويل والهيكل المالي للمؤسسة.

المطلب الثاني: أثر تكلفة التمويل بالاستدانة على الهيكل المالي.

بعد التعرف على الرافعة المالية لا بد من الحديث عن تأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة، بمعنى آخر تأثير مصادر التمويل على القيمة السوقية للسهم العادي باعتباره الأساس الذي يقوم عليه اختيار الهيكل المالي الانسب ومن الطبيعي أن يكون لانخفاض تكلفة الأموال الأثر الإيجابي على القيمة الاسمية لأسهمها العادية مع ثبات باقي العوامل، ومن المتوقع أن تهتم الإدارة المالية للمؤسسة بتأثير مصادر التمويل المستعملة على القيمة السوقية للأسهم في المدى البعيد وهذا يعني أن عليها الالتزام بقاعدة التوازن المالي لتفادي المخاطرة وارتفاع تكلفة الأموال في المستقبل وما يصاحبه من انخفاض في قيمة الأسهم العادية.¹

إذ أن الرفع المالية المثلى تحدد الهيكل المالي الأمثل، فعند هذه الرافعة ينخفض المعدل الموزون لتكلفة التمويل إلى أدنى حد، وعندها يكون معدل العائد في أقصاه. فإذا كانت نسبة التمويل المقترض أقل من النسبة المثلى في الهيكل المالي للمؤسسة فهذا يؤدي إلى ارتفاع المعدل الموزون لتكلفة التمويل. ويعود السبب وراء ذلك لارتفاع تكلفة التمويل الممتلك مما يؤدي إلى انخفاض العائد على حق الملكية. وتلجأ المؤسسة في هذه الحالة إلى رفع نسبة تمويلها المقترض لأن كل زيادة فيه تؤدي إلى انخفاض معدل تكلفة التمويل حتى تبلغ حداً الأدنى عندما تبلغ نسبة التمويل المقترض حداً الأمثل. أما إذا كانت نسبة التمويل المقترض تزيد عن الحد الأمثل فهذا يؤدي إلى ارتفاع التكلفة الاجمالية للتمويل ومن ثم تدهور قيمة الأسهم في السوق.²

وحدد سولومون Solomon 1963 العلاقة بين تكلفة التمويل والرفع المالي في ثلاث مراحل هي:³

المرحلة الاولى:

تؤدي زيادة الرافعة المالية في هذه المرحلة إلى زيادة العائد ومن ثم قيمة السهم العادي في السوق، ففي أغلب الأحيان تبقى تكلفة التمويل المقترض إما ثابتة أو تزيد بصورة طفيفة، ويرجع ذلك إلى نظرة الدائنين الحاليين والمحتملين إلى حدود التمويل المقترض كونها ضمن الحدود السليمة التي لا تعرضهم الى المخاطرة، أي أن تكلفة التمويل تنخفض بزيادة الرافعة.

¹ - جليل كاظم مدلول العارضي، الادارة المالية المتقدمة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2013، ص 410.

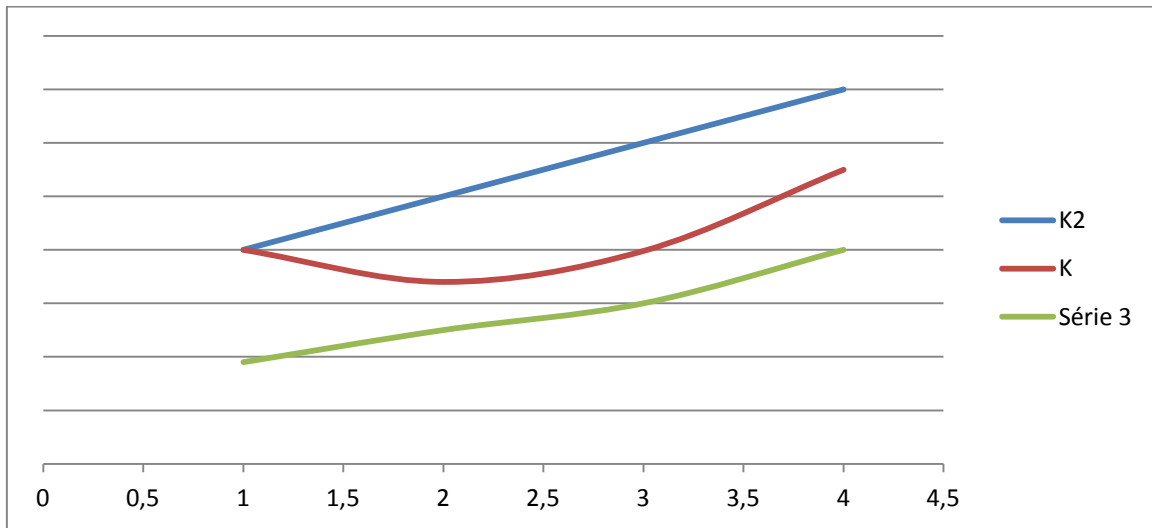
² - محمد علي ابراهيم العامري، الادارة المالية الحديثة، مرجع سابق، ص 342-343.

³ - محمد علي ابراهيم العامري، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 281-283.

المرحلة الثانية: بعد وصول الرافعة المالية إلى حد معين فإنها لن تؤثر على العائد لأن أي ارتفاع في تمويل أحدهما يعوضه انخفاض في التمويل الآخر، وضمن هذه الحدود تبقى تكلفة التمويل ثابتة وكذلك العائد ومن قيمة السهم في السوق.

المرحلة الثالثة: في هذه المرحلة تصبح الزيادة في الرافعة مبالغ فيها وهذا يؤدي إلى ارتفاع كبير في معدل تكلفة التمويل الكلية وينجم عن هذا تدهور في العائد. ويمكن توضيح العلاقة من خلال الشكل التالي:

الشكل (05): يوضح العلاقة بين تكلفة التمويل و الرافعة المالية.



المصدر: محمد على ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار اثناء للنشر و التوزيع عمان، الأردن، 2010، ص 282.

يرتبط تحديد الهيكل المالي الامثل ارتباطا وثيقا بقدرة الإدارة المالية على وضع تركيبة مصادر التمويل المتاحة، والتي تحقق لها أكبر عائد وسعر للسهم العادي في السوق مقابل أدنى تكلفة تمويلية، بتشغيل الأموال ذات التكاليف الثابتة مثل القروض والاسهم الممتازة بطريقة تمكنها من زيادة ربحية السهم العادي، وعليه يمكن اعتبار أثر الرافعة المالية ملائمة عندما تتمكن المؤسسة من جني أرباح عن أصولها تفوق تكلفة الأموال ذات الدخل الثابت التي استخدمتها في التمويل.¹

المطلب الثالث: أثر تكلفة التمويل بالملكية على الهيكل المالي.

ترتبط تكلفة الأموال الخاصة ارتباطا وثيقا بتكلفة الاستدانة ونسبتها في الهيكل المالي للمؤسسة، إذ تبقى تكلفة الأموال الخاصة ثابتة كلما كانت نسبة الاستدانة ثابتة وتكلفتها منخفضة وعند ارتفاع هذه النسبة تتجه كل من تكلفة الاستدانة والأموال الخاصة نحو الارتفاع وهذا يعود إلى المخاطرة التي قد تتعرض لها اسعار الأسهم العادية في السوق مما يدفع بالمساهمين بالمطالبة بزيادة عوائدهم بشكل نسبي

¹ - شعبان محمد، مرجع سابق، ص ص98-99.

أما إذا تجاوزت نسبة الاستدانة الحد الانسب فهذا يؤدي إلى زيادة تكلفتها وتكلفة الأموال الخاصة بشكل جد مرتفع نظرا لنسبة المخاطرة التي قد تتعرض لها المؤسسة في حالة عدم قدرتها على تسديد التزاماتها نحو المقرضين والمساهمين (مخاطر الافلاس والوكالة)، ما يضع المؤسسة في موقع حرج ويخفض من تكلفة أسهمها في السوق والتي يتم على أساسها تقييم خبرة وكفاءة الإدارة المالية في تحديد الهيكل المالي الانسب، إذ تقوم المؤسسة بوضع مجموعة من بدائل التمويل التي تهدف من خلالها للوصول إلى تحقيق أكبر عائد للسهم مقابل أدنى تكلفة . ومن خلال ما سبق في نظريات الهيكل المالي نخلص إلى وجود علاقة طردية بين تكلفة التمويل بالاستدانة وتكلفة التمويل بالأموال الخاصة وعلاقة عكسية بين تكلفة كل منهما وسعر الأسهم في السوق، حيث أن المؤسسات التي تعتمد في هيكلها المالي على كل من التمويل بالملكية والاستدانة تزيد من قيمتها السوقية للسهم على المؤسسة التي لا تعتمد أموال الاستدانة في هيكلها المالي وهذا يرجع للوفرات الضريبية التي تمنح للتمويل بالاستدانة. حاولنا في هذا المطلب إبراز العلاقة بين كل من تكلفة التمويل بالاستدانة والملكية والهيكل المالي للمؤسسة وتوصلنا إلى وجود علاقة طردية بين تكلفة التمويل بالاستدانة وتكلفة التمويل بالملكية وعلاقة عكسية بين تكلفة كل منهما وقيمة الأسهم في السوق ومنه على قيمة المؤسسة.

خلاصة:

تعرضنا في هذا الفصل إلى جملة من المفاهيم المرتبطة بتكلفة مصادر التمويل المختلفة المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية وكذا مختلف المصطلحات والنظريات التي درست الهيكل المالي الأنسب، حيث أثار هذا الموضوع جدلا واسعا بين الباحثين في الإدارة المالية والتي قمنا من خلالها باستنتاج علاقة وتأثير تكلفة التمويل على الهيكل المالي للمؤسسة حيث يحدد الهيكل المالي الأنسب بمجال الرافعة المالية المثلى أو مستوى الاستدانة الأنسب، إذ تسعى كل مؤسسة للوصول إلى هذا المجال للحفاظ على قيمتها السوقية وتحقيق أهدافها المسطرة وأهمها تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة ممكنة.

تمهيد:

بعد تعرضنا في الفصل الأول إلى الجانب النظري الذي حاولنا من خلاله الامام بجوانب الموضوع وتبسيط الضوء على ماهية تكلفة التمويل وتكلفة مختلف المصادر المالية، بالإضافة إلى تناول الهيكل المالي وأهم النظريات التي إهتم بدراسته وطرق تقييمه، ومحاولنا تلمس العلاقة بين تكلفة التمويل والهيكل المالي للمؤسسة، سنتطرق في هذا الفصل إلى الجانب التطبيقي للموضوع، إذ حاولنا إسقاط الدراسة النظرية على إحدى المؤسسات الجزائرية التي لها خبرة طويلة وسمعة جيدة نتيجة لاهتمامها المستمر بأدائها الكلي، حيث تمكنت من السيطرة على السوق المحلي لقطاع المشروبات والوصول إلى السوق العالمي، والتي تتمثل في مؤسسة روية.

سنقدم في هذا الفصل باقية من المعلومات التي تخص مؤسسة روية وهذا من خلال تقسيمه إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: التعريف بمؤسسة روية.

المبحث الثاني: دراسة الوضعية المالية لمؤسسة روية.

المبحث الثالث: سنحاول دراسة علاقة تكلفة التمويل بالهيكل المالي لمؤسسة روية.

المبحث الأول: ماهية مؤسسة روية.

تعتبر مؤسسة روية من بين المؤسسات الرائدة في مجال الصناعة الغذائية وبالتحديد في قطاع المشروبات بالجزائر، سنحاول في هذا المبحث التعرف على هذه المؤسسة وهذا من خلال التعريف بالمؤسسة ومجال نشاطها والهيكل التنظيمي لها.

المطلب الأول: نشأة و تطور مؤسسة روية.

1- نشأة المؤسسة:

تأسس المعمل الجديد للمصبرات NCA-ROUIBA في 02 ماي 1966، وهي مؤسس ذات أسهم تابعة للقطاع الخاص، وتم انشاؤها من طرف "الاحوة عثمانى"، وتقع على الطريق الوطني رقم 05 بالمنطقة الصناعية لروية (ولاية الجزائر)، هي تبعد بحوالي 30 كلم شرقا عن العاصمة، وتعد من أهم المعامل الجزائرية في قطاع المشروبات حاليا وفي قطاع المصبرات سابقا، وقد وصل عدد عمالها سنة 2010 إلى 480 عامل، أما رأس مالها الاجتماعي فيقدر بـ 849195000 دينار.

تقوم المؤسسة بتسويق جميع منتجاتها بعلامة "روية" « ROUIBA » نسبة للمنطقة التي توجد بها، ويعتبر المعمل الجزائري الجديد للمصبرات أحد أهم المؤسسات الرائدة والمهمة في مجال الصناعة الغذائية في الجزائر خاصة فيما يتعلق بقطاع المشروبات من حيث مساهمته في تغطية احتياجات السوق المحلي، من خلال السياسات المحكمة التي اتبعتها والخيارات الاستراتيجية المستمرة طوال مدة نشاطها، خاصة فيما يتعلق بالخيارات المتعلقة بالتعبئة والتغليف وتوجيه المنتجات.

وكانت سنة 1990 بمثابة المنعرج في حياة المؤسسة بسبب التطورات الحاصلة في السوق الجزائرية، والتي دفعت بالمسؤولين إلى استعمال أحدث وأتقن العبوات المستعملة في العالم في مجال التصبير لتعليب بعض منتجاتها والتي كثر الطلب عليها مثل عصير الفواكه، ألا وهي Tétrá Pack، الأمر الذي ساعدها على التغلغل في السوق المحلي والدولي.

خلال سنة 2003 تحولت مؤسسة المعمل الجزائري الجديد للتعليب من شركة ذات مسؤولية محدودة إلى شركة ذات أسهم، برأس مال اجتماعي مقدر بـ: 109.472.000.000 دج، وتتكون من 1097472 سهم ذات قيمة اسمية 1000 دج لكل سهم.¹

¹ - بن مراد زينب، مساهمة مؤشرات القيمة المضافة في تقييم الاداء المالي لمؤسسة القطاع الخاص (دراسة حالة مؤسسة - NCA (ROUIBA) خلال الفترة 2010-2013، مذكرة ماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية التسير والعلوم التجارية، جامعة قاصدي مرياح-ورقلة، 2014، ص30.

2- التطورات التي عرفتھا:

تتمثل أهم الأحداث التي مرت بها المؤسسة:¹

سنة 2007: تم تسجيل ارتفاع في رأس المال الاجتماعي قدر بـ 577.151.000 دج مشكل على النحو التالي:

✓ اكتتاب 43943 سهم لـ: AFRIC INVEST LTD بقيمة اسمية تبلغ 1000 دج لكل سهم ما يعادل مبلغ 43.943.000 دج.

✓ زيادة الأصول عن طريق إعادة التقييم وبلغ المبلغ الإجمالي: 533.208.000 دج.

سنة 2008: تم تسجيل ارتفاع في رأس المال عن طريق الغاء القانون التفصيلي لاكتتاب المساهمين حسب المادة 715 من القانون التجاري وذلك بتحفظ اكتتاب الأسهم الجديدة المقدمة للسيد سليم عثمانی، وبلغت هذه الزيادة 120.000.000 دج.

سنة 2011: طرأ تغيير في تشكيل المساهمين، حيث:

✓ تنازل السيد عثمانی سعید لابنه عثمانی عثمانی محمد سعید عن 30000 سهم.

✓ تنازلت السيدة عثمانی يمينة لابنها رامي محمد سكارا عن 556 سهم.

✓ تنازلت السيدة عثمانی محمد مختار لابنه عثمانی محمد مهدي عن 203 سهم.

سنة 2013: دخلت مؤسسة المعمل الجزائري الجديد للتعليب إلى بورصة الجزائر، وفق شروط قدمت من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ونالت المؤسسة الترخيص بتاريخ 06 فيفري 2013 لتصبح بذلك ثاني مؤسسة خاصة تدخل البورصة في الجزائر بعد مؤسسة اليانس للتأمينات، وهذا يعتبر مؤشر نجاح بالنسبة للمؤسسة. وتتمثل خصائص هذه العملية فيما يلي:²

✓ طبيعة العملية: عرض علني للبيع؛

✓ مبلغ الاصدار: 849.195.200 دج؛

✓ عدد الأسهم: 2.122.988 سهم؛

✓ صنف الأسهم: اسهم عادية،

✓ شكل الأسهم: لحاملها / غير عادية،

✓ القيمة الاسمية: 100 دج؛

¹ - الموقع: dspace.univ-bouira.dz:8080/jsui/bitstream/123456789/2855/5/، بتاريخ (2017/06/02)،

ص ص 76-77.

بتاريخ: (2017/05/26) <http://www.rouiba.com.dz> -²

✓ سعر الاصدار: 400 دج؛

✓ الأعباء المتعلقة بالعملية : 61.839.686.1 دج.

تطرقنا في هذا المطلب للتعرف على مؤسسة المعمل الجزائري الجديد للتعليب، وأهم التواريخ المفتاحية والفاصلة منذ تأسيس المؤسسة سنة 1966 وإلى ادراجها في البورصة سنة 2013 ومحاولة تفصيل عملية الادراج في البورصة.

المطلب الثاني: التوجهات الاستراتيجية والافاق المستقبلية.

سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى أهم اهداف المؤسسة والأفاق والاستراتيجية التي تسعى مؤسسة المعمل الجزائري الجديد للتعليب لتحقيقها.¹

1- أهداف مؤسسة روية:

تهدف مؤسسة المعمل الجزائري الجديد للمصبرات لانتاج وتسويق المنتجات الغذائية السائلة وكذا المواد اللازمة لهذا الانتاج، كما تهدف إلى التحويل والتصدير المباشر للمواد الفلاحية الغذائية؛

✓ تهدف المؤسسة لمنح المستهلك منتج ذو نوعية وجودة عالية؛

✓ تهدف لأن تصبح العلامة الرائدة في المغرب العربي؛

✓ تطمح لأن تكون من بين أحسن عشرة شركات في افريقيا والبحر الأبيض المتوسط الناشطة في قطاع الصناعة الغذائية؛

✓ المساهمة الفاعلة في التنمية المحلية والجوارية، وكذا الالتزام بترقية التنمية المستدامة؛

✓ المراهنة على التكنولوجيا النظيفة وصديقة للبيئة؛

✓ تهدف من خلال ادراجها في البورصة لفتح قناة دائمة للحصول على أموال خاصة توفر للمؤسسة بدائل تمويلية توافق طموحاتها؛

✓ تعزيز سمعة المؤسسة اتجاه المساهمين المحتملين والمتعاملين الاقتصاديين.

التوجهات الاستراتيجية للمؤسسة:

✓ تطوير القدرات الإنتاجية للاستجابة للنمو السريع الذي عرفته العصائر المعلبة الكارتونية والقارورات البلاستيكية؛

✓ تحسين الطاقة التخزينية للمؤسسة؛

✓ تعزيز القدرة التسويقية للمؤسسة؛

✓ تطوير الصادرات وخاصة في المنطقة المغاربية؛

¹- الموقع: dSPACE.univ-bouira.dz:8080/jspui/bitstream/123456789/2855/5/ pdf4، نفس المرجع، ص 68-69.

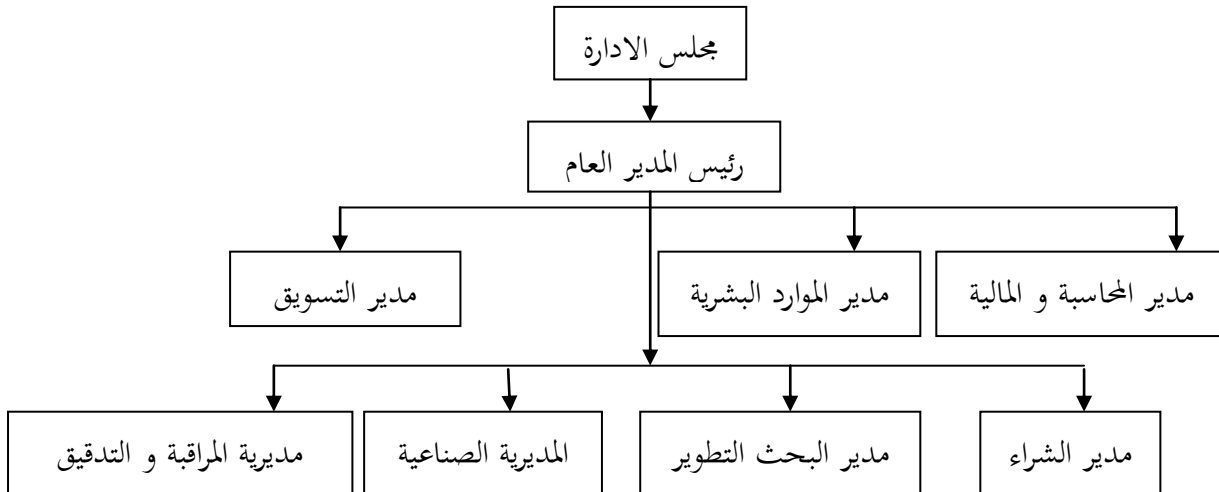
✓ ترقية سياسة الجودة الشاملة بالاستجابة للمعايير الدولية.

حاولنا من خلال هذا المطلب التطرق إلى أهم الأهداف التي تسعى لها المؤسسة والاستراتيجيات التي تسعى لتحقيقها بخطى ثابتة، إذ أنها تصبو إلى الريادة في مجال المواد الغذائية في الجزائر ، المغرب العربي ، افريقيا وعلى مستوى العالم.

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمؤسسة روية.

سنحاول في هذا المطلب تقديم الهيكل المالي لمؤسسة المعمل الجديد للمصبرات، وتوضيح أبرز المهام في المؤسسة، حيث يتركز تنظيم مؤسسة NCA-ROUIBA على سبعة مديريات تشمل مجموعة من المصالح توزع عليها مختلف مهام المؤسسة و نشاطاتها، يمكن عرضها في الشكل التالي:

الشكل رقم(06): يوضح الهيكل التنظيمي للمعمل الجزائري الجديد للمصبرات NCA –ROUIBA.



المصدر: بوقابة زينب، التدقيق الخرجي وتأثيره على فعالية الأداء في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة "

المعمل الجزائري الجديد للمصبرات NCA –ROUIBA"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم

الاقتصادية التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، 2011، ص 161.

1- مديرية المحاسبة و المالية:

تتضمن هذه المديرية مصطلحتن هما:

- أ- **مصلحة المحاسبة:** هذه المصلحة مكلفة بتسجيل مختلف العمليات المنجزة، مراقبة عمليات الجرد، اعداد ميزان الحسابات والميزانية وجدول حسابات نتائج المؤسسة، ضمان تحليل وشرح ارصدة الحسابات.
- ب- **مصلحة المالية:** هذه المصلحة مكلفة بتحديد الموازنات، تقييم وتحليل الفروقات المحصل عليها، ضمان معالجة جميع العمليات الخاصة بالخرينة، تسوية وضعية الخزينة أسبوعيا وضمان العلاقات مع البنك، اعداد

الاجراءات المحاسبية والسهر على تطبيقها، تخطيط الاجراءات التصحيحية بالمقارنة مع ما يفرضه مراقب التسيير.

2- مديرية الموارد البشرية:

مهمة ادارة الموارد البشرية مرتبطة بمصلحتين هما:

أ- مصلحة التسيير الإداري: مكلفة بالتسيير الإداري للاشخاص، متابعة تطبيق مجموعة الإجراءات الإدارية، إعداد عقود العمل وكل القوانين الخاصة بتسيير الموظفين، متابعة حركة العمال وتوظيف المنفذين... الخ.

ب- مصلحة التكوين وتسيير الوظائف: مكلفة بتحليل احتياجات التكوين وإعداد مخططات تسوية لسنة أو أكثر، الإشراف على كل ما يخص التكوين.

3- مدير المبيعات والتسويق:

تضم ستة مصالح هي:

أ- مصلحة التسويق: مكلفة بتحقيق دراسة السوق و إعداد مخططات التسويق ومتابعتها.

ب- مصلحة تنسيق المبيعات: مكلفة بإعداد التقارير اليومية لعملية البيع وتحليل وفرة المنتج.

ت- مصلحة البيع المباشر: مكلفة بمراقبة البائعين وتكوين قوة بيعية ورفع المبيعات.

ث- مصلحة البيع غير المباشر: مكلفة برفع وتطوير ومتابعة القطاع وإجراء عمليات البيع.

ج- مصلحة البيع عن طريق الحسابات الرئيسية: مكلفة بمراقبة البائعين ومراقبة الاعلانات على نقاط البيع، مراقبة الاعلانات على نقاط البيع.

ح- مصلحة إعداد الفواتير: تلقي ومراقبة الطلبات وكتابة وإعداد الفواتير... الخ.

4- مدير الشراء والتموين:

مكلفة بتموين احتياجات المؤسسة والبحث عن الموردين وتنفيذ العمليات الشرائية، متابعة الطلبات واستقبال البضائع ومراقبتها... الخ.

5- مدير البحث والتطوير:

مكلفة بإعداد المشاريع التطويرية وتطوير جودة المنتجات والتغلب وإبرام اتفاقيات البحث مع مخابر البحث الأجنبية.

6- المديرية الصناعية:

تضم خمسة مصالح هي:

أ- مصلحة المناهج: مكلفة بخلق و متابعة اسلوب جرد العتاد المحتاج للصيانة و اعداد سياستها... الخ.

ب- مصلحة صيانة العمليات: مكلفة بتسيير الفرق و صيانة الالات.

ت- مصلحة تسيير مخازن قطع الغيار: مكلفة بجمع قطع الغيار وتحليل وتحديد الحاجات.

ث- مصلحة التحليلية والتقنية: مكلفة بدراسة فعالية المشاريع التطويرية ودراسة التطور التقني... الخ.

ج- مصلحة الإنتاج: مكلفة بتنفيذ برامج الانتاج والإعلان عن الطلبات... الخ.

7- مديرية المراقبة والتدقيق: مكلفة بتسيير نظام توثيق الجودة وتخطيط وتسيير المراقبة الداخلية ومتابعة الموازنة واليقظة التكنولوجية بالمقارنة مع مواصفات ISO وتشخيص وتحليل عدم المطابقة... الخ.¹

حاولنا من خلال هذا المطلب تقديم الهيكل التنظيمي الخاص بالمعمل الجزائري الجديد للمصبرات وشرح وظائفه.

قمنا في هذا المبحث بالتعرف على روية، من خلال التعريف بالمؤسسة وعرض لمحة عن تطورها إلى غاية إدراجها في البورصة مع تقديم بعض التفاصيل فيما يخص العملية، كما تعرضنا إلى السياسة الإستراتيجية وبعض الأهداف والتطلعات التي تصبوا إليها المؤسسة، وفي الأخير قدمنا الهيكل التنظيمي للمؤسسة مع شرح أهم الوظائف في المؤسسة.

المبحث الثاني: دراسة الوضعية المالية لمؤسسة روية.

تعتبر القوائم المالية المرآة العاكسة لصورة أي مؤسسة اقتصادية، إذ يتمكن من خلالها المتعاملون الاقتصاديون من معرفة قيمتها في السوق وامتيازاتها وتمكنهم من تحليل الوضعية المالية للمؤسسة والتي تتخذ على أساسها القرار السليم. وستناول في هذا المطلب التطرق إلى دراسة الوضعية المالية للمؤسسة بعرض القوائم المالية الخاصة بمؤسسة روية للعصائر وتشخيص الوضعية المالية باستخدام مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكل ودراسة محددات الهيكل المالي.

المطلب الأول: عرض القوائم المالية لمؤسسة روية.

سنحاول في هذا المطلب عرض القوائم المالية بالقيمة الصافية، المتمثلة في الميزانية، جدول حسابات النتائج، جدول تغيرات كل منهما بالإضافة إلى تقديم ميزانية وظيفية للتفصيل أكثر وبعض الجداول التي تسهل عملية التشخيص فيما بعد.

1- الميزانية:

تأخذ عدة أشكال:

¹ - بوقابة زينب، التدقيق الخرجي و تأثيره على فعالية الاداء في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة " المعمل الجزائري الجديد للمصبرات -ROUIBA -NCA"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية التسيير و العلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011، صص 154-160.

1.1. الميزانية المالية للمؤسسة للفترة 2012-2015.

تظهر الميزانية المالية نشاط المؤسسة لدورة كاملة من خلال الأصول و الخصوم.

أ- الميزانية المالية جانب الأصول للفترة 2012-2015: تظهر في الجدول الآتي:

جدول رقم(03): يوضح الميزانية المالية-جانب الأصول- للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج

2015	2014	2013	2012	عناصر الأصول
				الأصول غير جارية:
27151416	13181038	20131409	20952898	التبittات المعنوية.
5244711770	4486129061	3129951333	2384759181	التبittات العينية.
30694806	54539112	40855673	34976096	التبittات المالية.
5302557992	4553849211	3190938415	2440688175	مجموع الأصول غير الجارية
				الأصول الجارية:
1164305624	1043003061	1059612751	907407607	قيم الاستغلال:
1164305624	1043003061	1059612751	907407607	المخزونات والمنتجات قيد التصنيع
1633134794	1386693347	1057668087	1063842011	قيم محققة:
1403362966	1158815158	790346856	680918960	الزبائن
80974412	134907092	172860498	162783364	مديون الآخرون
97145337	65911892	70429485	187775815	ضرائب
51652079	27059205	24031248	32363872	الأصول الآخري الجارية
2797440418	2429696408	2117280838	1971249618	مجموع قيم الأستغلال
				قيم جاهزة:
7539490	14335010	4788000	-	توظيفات وأصول مالية جارية.
232666857	211793866	169575692	182861752	أموال خزينة.
240206347	226128876	174363692	182861752	مجموع القيم الجاهزة.
3037646765	2655825284	2291644530	2154111370	مجموع الأصول الجارية.
8340204757	7209674495	5482582945	4594799545	مجموع الأصول.

المصدر: إعداد الباحثة بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

ب- الميزانية المالية جانب الخصوم للفترة 2012-2015: تظهر في الجدول الآتي:

جدول رقم(04): يوضح الميزانية المالية-جانب الخصوم- للفترة 2012-2015. الوحدة: دج

2015	2014	2013	2012	عناصر الخصوم.
				خصوم غير جارية:
2076810570	1984755935	1763123072	1705612911	أموال خاصة.
849195000	849195000	849195000	849195000	رأس مال صادر.
1030016538	820783885	676833846	564163334	العلاوات والإحتياطات.
8613837	3640997	8224687	120141415	مؤونات و المنتجات المدرجة في الحسابات سلفا.
-	282440	-	3511463	رؤوس الاموال الخاصة الاخرى-ترجيل من جديد-
188985195	310853613	228869539	168602699	نتيجة صافية.
3122545558	2678509341	1498352003	708679792	ديون طويلة و متوسطة الاجل:
3117402307	2676780567	1494706743	708679792	القروض و الديون المالية.
5143251	1728774	3645260	-	الضرائب (المؤجلة و المرصود لها)
5199356129	4663265276	3261475075	2414293703	مجموع الخصوم غير الجارية.
2542622987	2137377526	2023279301	1679614192	الخصوم الجارية.
1367058312	1255300864	1334090677	1121817918	الموردون و الحسابات الملحقمة .
40632773	163080164	172217368	171100746	الضرائب.
1134931902	718996498	5169070256	386695528	الديون الاخرى.
598225643	409031693	197829568	500891650	خزينة الخصوم.
3140848630	2546409219	2221107869	2180505842	مجموع الخصوم الجارية.
8340204759	7209674495	5482582944	4594799545	مجموع الخصوم.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

2.1. ميزانية المالية المختصرة:

تظهر المجموعات الرئيسية للميزانية بشقيها الأصول والخصوم ونسبتها المؤوية، وهو ما يساعد على معرفة بعض المؤشرات حول المؤسسة.

أ- الميزانية المالية المختصرة-جانب الأصول- للفترة 2012-2015: يمكن عرضها في الجدول التالي:

جدول رقم(05): يوضح الميزانية المالية المختصرة-جانب الأصول- للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج

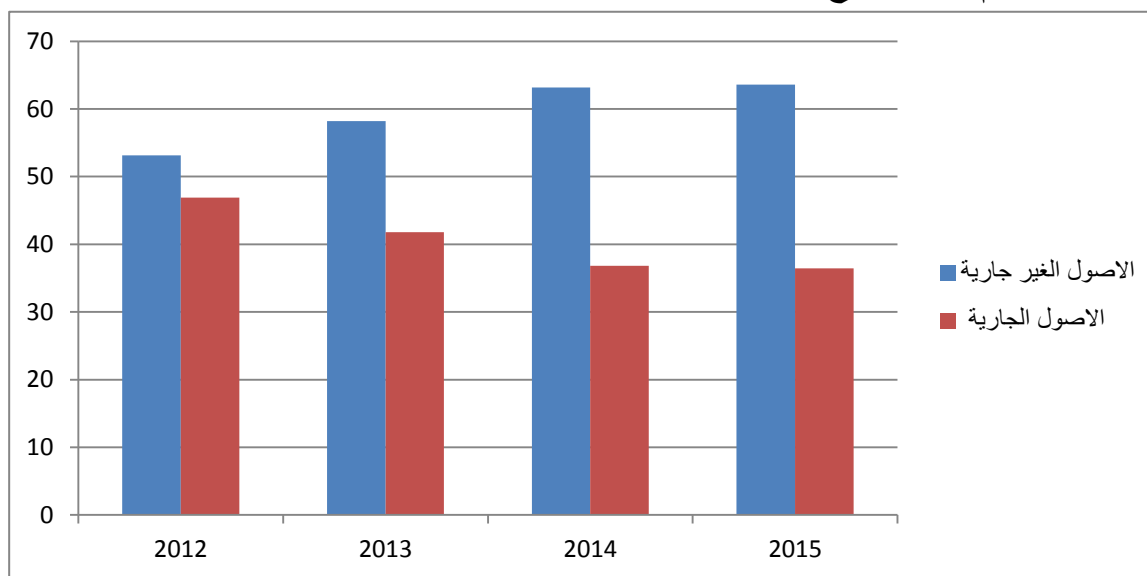
%	مبالغ 2015	%	مبالغ 2014	%	مبالغ 2013	%	مبالغ 2012	
63.57	5302557992	63.1	4553849211	58.2	31090938415	53.12	2440688175	الأصول غ جارية:
0.33	27151416	0.18	13181038	0.36	20131409	0.46	20952898	تثبيات معنوية.
62.88	5244711770	62.2	4486129061	57.08	3129951333	51.9	2384759181	تثبيات مادية.
0.36	30694806	0.76	54539112	0.74	40855673	0.76	34976096	تثبيات مالية.
36.43	3037646765	36.8	2655825284	41.8	2291644530	46.88	2154111370	الاصول الجارية:
33.54	1164305624	14.5	1043003061	19.3	1059612751	19.74	907407607	قيم الاستغلال.
19.58	1633134794	19.2	1386693347	19.3	1057668087	23.15	1063842011	قيم محققة
2.88	240206347	3.14	226128876	3.18	174363692	3.97	182861752	قيم جاهزة.
100	8340204757	100	7209674495	100	5482582945	100	4594799545	مجموع الاصول.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

عرف مجموع أصول الميزانية لمؤسسة روية تطورات متزايدة خلال سنوات الدراسة، حيث ارتفع من 4594799545 دج سنة 2012 ليواصل ارتفاعه ويصل إلى مبلغ 8340204757 دج سنة 2015. مما يظهر زيادة وتوسع أنشطة المؤسسة ويغلب على أصول المؤسسة الطابع غير جاري ممثلة أساسا في التثبيات المادية بدرجة أولى (و يرجع ذلك لطبيعة نشاط المؤسسة الصناعي). وقد عرفت هذه التثبيات نموا متزايدا خلال سنوات الدراسة حيث ارتفعت من مبلغ 2440688175 سنة 2012 والذي كان يمثل نسبة 53.12 % إلى مبلغ 5302557999 سنة 2015 بنسبة 63.57 % و في المقابل نجد تراجع اعتماد المؤسسة على الاصول الجارية والتي عرفت بذلك انخفاضا مستمرا خلال الفترة 2012-2015، حيث انها انتقلت من مبلغ 2154111370 سنة 2012 وبنسبة 46.88 % إلى مبلغ 303764676 سنة 2015 بنسبة تقدر بـ 36.43 %.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(07): يوضح الميزانية المالية المختصرة جانب الاصول-للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

ب- عرض الميزانية المالية المختصرة-جانب الخصوم-للفترة 2012-2015: تظهر في الجدول الآتي:

جدول رقم(06): يوضح الميزانية المالية المختصرة -جانب الخصوم-للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج

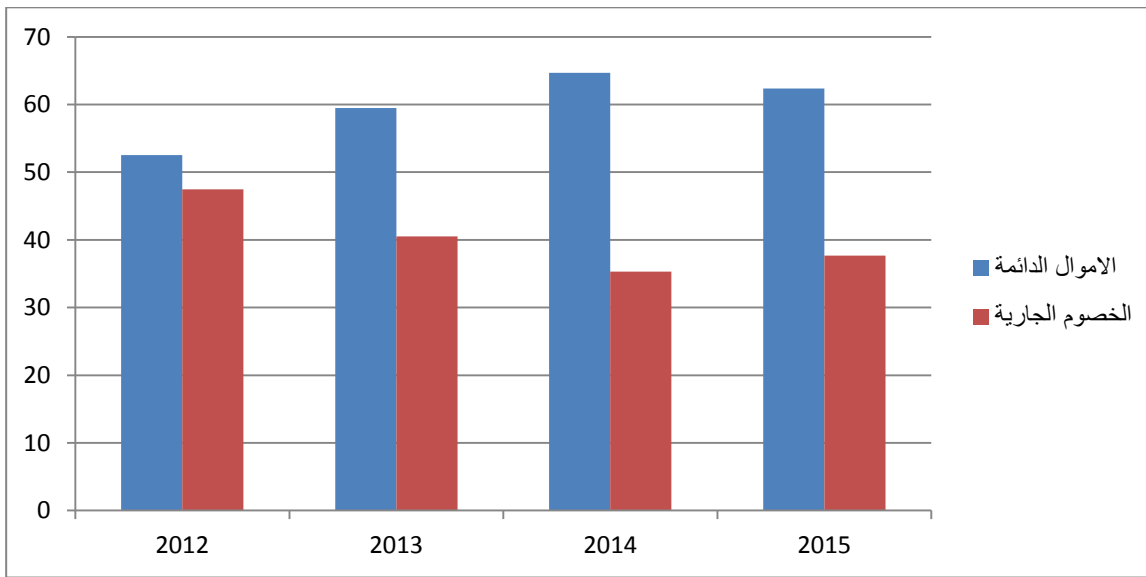
%	2015	%	2014	%	2013	%	مبالغ 2012	
62.34	5199356129	64.68	4663265276	59.48	3261475075	52.54	2414293703	الاموال الدائمة:
24.9	2076810570	27.52	1984755935	32.16	1763123072	37.12	1705613911	اموال خاصة
37.43	3122545558	37.15	2678509341	27.32	1498352003	15.42	708679792	ديون طوق الاجل
37.66	3140848630	35.31	2546409219	40.52	2221107869	47.45	2180505842	الخصوم الجارية:
30.48	2542622987	29.64	2137377526	36.90	2023278301	36.55	1679614192	ديون قصيرة الاجل.
7.17	598225643	5.67	409031693	3.61	197829568	10.9	500891650	خزينة الخصوم.
100	8340204759	100	7209674495	100	5482582944	100	4594799545	مجموع الخصوم.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

عرف مجموع خصوم مؤسسة روية تطورا متزايدا خلال سنوات الدراسة، حيث ارتفع من 4594799545 دج في سنة 2012 ليصل إلى مبلغ 8340204759 دج سنة 2015، حيث بلغت الأموال الدائمة 2414293703 دج سنة 2012 لتواصل ارتفاعها وتصل إلى 5199356129 دج سنة 2015، بسبب زيادة إتمادها على الديون طويلة الأجل، في المقابل نجد تراجع في الخصوم الجارية بسبب الإطراد الذي شهدته كل من الديون قصيرة الأجل وخزينة الخصوم، أما فيما يخص سنة 2015 فلقد عرفت الخصوم الجارية ارتفاع قدرة بـ 2.29 % مقارنة بسنة 2014.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(08): يوضح الميزانية المالية المختصرة-جانب الخصوم-للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

3.1. الميزانية الوظيفية:

تتكون من جانبين الأصول والخصوم، إذ يمكن عرضها في الجداول التالية:

أ- الميزانية الوظيفية-جانب الاصول-للفترة 2012-2015: تظهر في الجدول الآتي:

الجدول رقم(07): يوضح الميزانية الوظيفية-جانب الأصول - 2012-2015.

الوحدة: دج.

البيان	2012	2013	2014	2015
استخدامات مستقرة:	2440688175	3190938415	4553849211	5302557992
التشittات المعنوية.	20952898	20131409	13181038	27151416
التشittات العينية.	2384759181	3129951333	4486129061	5244711770
التشittات المالية.	3497609	40855673	54539112	30694806
استخدامات جارية:	1971249618	2117280838	2429696408	2797440418
استخدامات الاستغلال.	1808466254	1944420340	2294789316	2716466006
المخزونات و المنتجات.	907407607	1059612751	1043003061	1164305624
الزبائن	680918960	790346856	1158815158	1403362966
ضرائب	187775815	70429485	65911892	97145337
أصول أخرى جارية.	32363872	24031248	27059205	51652079
استخدامات خارج الاستغلال	162783364	172860498	134907092	80974412
مدينون اخرون	162783364	172860498	134907092	80974412
خزينة الاستخدامات:	182861752	174363692	226128876	240206347
توظيفات و اصول مالية جارية.	-	4788000	14335010	7539490
اموال الخزينة.	182861752	169575692	211793866	232666857
مجموع الاستخدامات.	4594799545	5482582945	7209674495	8340204757

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

ب- الميزانية الوظيفية-جانب الخصوم-للفترة 2012-2015: تظهر في الجدول التالي:
الجدول رقم(08): يوضح الميزانية الوظيفية-جانب الخصوم- 2012-2015.

الوحدة: دج.

البيان	2012	2013	2014	2015
موارد دائمة:	2414293703	3261475075	4663265276	5199356129
أموال خاصة:	1705613911	1763123072	1984755935	2076810570
راس مال صادر.	849195000	849195000	849195000	849195000
العلاوات و الإحتياطيات.	564163334	6768338476	820783885	1030016538
مؤونات و منتجات المدرجة في الحسابات سلفا	120141415	8226487	3640997	8613837
رؤوس الاموال الخاصة الاخرى- ترحيل من جديد-	3511463	-	282440	-
نتيجة صافية	168602699	228869539	310853613	188985195
ديون طويلة ومتوسطة الأجل.	708679792	1498352003	2678509341	3122545558
موارد جارية:	1679614192	5475378301	2137377526	2542622987
موارد الاستغلال	1121817918	1334090677	1255300864	1367058312
الموردون والحسابات الملحقه.	171100746	172217368	163080164	40632773
الضرائب الديون الاخرى.	386695528	5169070256	718996498	1134931902
خزينة الموارد.	500891650	197829568	409031693	598225643
خزينة الخصوم.	500891650	197829568	409031693	598225643
مجموع الموارد.	4594799545	5482588944	7209674495	8340204759

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

يلاحظ من خلال الجداول السابقة أن الأصول غير جارية لمؤسسة روية للعصائر تعرف تغيرا ايجابيا سنة بعد الاخرى وهذا ما يعكس السياسة الاستثمارية المستمرة التي تتبناها المؤسسة لزيادة أداء الانتاج تماشيا مع التكنولوجيا ومتطلبات السوق الكمية والنوعية، اذ شهدت الاستثمار زيادة بأكثر من 1.7 مليار دينار في سنة 2014 وكانت موجهة حصرا نحو المعدات الصناعية، على عكس الأصول الجارية التي تتراجع نسبيا ويعود سببها إلى تذبذب القيم الجاهزة و ترجع نسبة قيم الإستغلال.

أما فيما يخص جانب الخصوم فالأموال الدائمة تتجه نحو الزيادة سنة تلو الأخرى وهذا يعود إلى النتيجة المحققة من قبل المؤسسة والديون طويلة الأجل، أما بالنسبة إلى الخصوم الجارية فهي تشهد تغير ايجابي مضطرد حيث ارتفعت الضرائب في سنة 2013 بنسبة 0.65 % مقارنة بسنة 2012. أما في سنة 2014 انخفضت بنسبة 4.68 %، أما في سنة 2015 فعرفت انخفاض حاد وصل إلى نسبة 76.25 % وهذا بسبب الارتفاع المستمر في

نسبة الديون التي لها انعكاس ايجابي على الضرائب، أما فيما يخص باقي عناصر الخصوم الجارية فلقد عرفت ارتفاع مضطردا نوعا ما.

2. جدول تغيرات الميزانية المالية:

اعتمادا على الميزانية المالية المختصرة وباعتبار سنة 2012 كسنة أساس يمكننا عرض جدول تغيرات أصول الميزانية كالتالي:

أ- جدول تغيرات الميزانية-جانب الأصول-للفترة 2012-2015: يظهر في الجدول التالي.

الجدول رقم(09): يوضح تغيرات الميزانية المالية المختصرة- جانب الأصول- للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

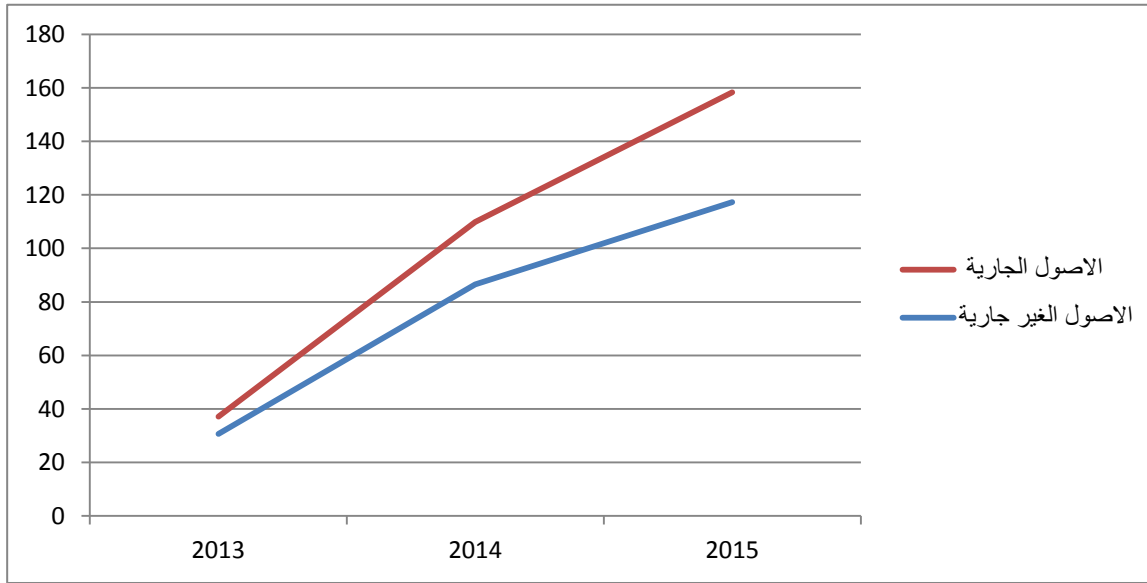
البيان	2013	2014	2015
الأصول غي الجارية:	30.73	86.58	117.25
تشبيات معنوية.	(3.92)	(37.09)	29.58
تشبيات مادية.	31.24	88.12	119.93
تشبيات مالية.	16.81	55.93	(12.24)
الأصول الجارية:	6.38	23.29	41.02
قيم الاستغلال.	7.41	23.25	41.91
قيم جاهزة.	(4.65)	23.66	31.36
مجموع الأصول	19.32	56.90	81.51

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن الأصول الغير جارية للمؤسسة ترتفع سنة بعد سنة حيث ارتفعت في سنة 2015 بنسبة 117.25 % بسبب الزيادة الملحوظة في التشبيات المادية و المعنوية والتي قدرت بـ 119.93 % و 29.58 % على التوالي في سنة 2015، أما في ما يخص الأصول الجارية فلقد شهدت كذلك زيادة مستمرة إلى أن وصلت الزيادة 41.02 % في سنة 2015 وهذا بسبب الزيادة التي حققتها كل من قيم الاستغلال والقيم الجاهزة، وهذا ما يدل على زيادة سرعة دوران الأصول الجارية.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الشكل رقم(09): يوضح تغيرات الميزانية المالية-جانب الاصول- للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

ب- جدول تغيرات الميزانية -جانب الخصوم- للفترة 2012-2015: تظهر في الجدول الآتي:

الجدول رقم(10): يوضح تغيرات الميزانية-جانب الخصوم- للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

البيان	2013	2014	2015
الأموال الدائمة:	35.09	93.15	115.35
أموال خاصة.	3.37	16.37	21.76
ديون طويلة و م الاجل.	111.43	277.96	340.61
الخصوم الجارية:	1.86	16.78	44.04
ديون قصيرة الاجل.	20.46	27.25	51.38
خزينة الخصوم.	(60.5)	(18.34)	(19.43)
مجموع الخصوم.	19.32	56.91	81.51

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

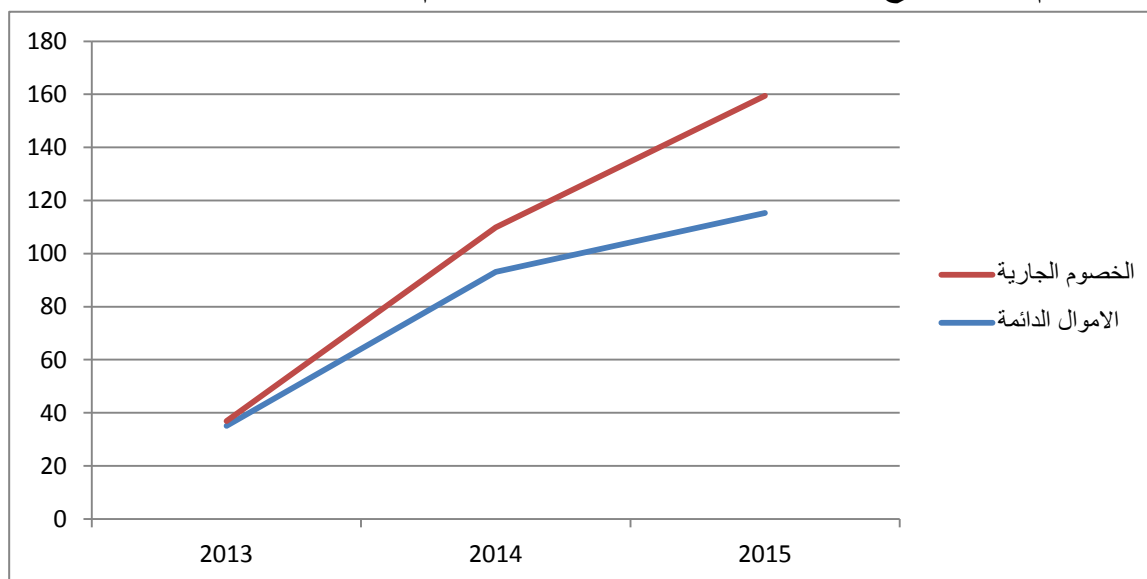
نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن مجموع خصوم مؤسسة روية عرفت زيادة مستمرة قدرت سنة

2015 بـ 115.35 % بسبب زيادة اعتماد المؤسسة على كل من الديون طويلة وقصيرة الأجل بالدرجة الأولى

في تمويل استثماراتها، إذ قدرت الزيادة بنسبة 340.61 % و 51.38 % على التوالي.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(10): يوضح تغيرات الميزانية المالية-جانب الخصوم- للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

ت- جدول تغيرات الأموال الخاصة للفترة 2012-2015: تظهر في الجدول الآتي:

الجدول رقم(11): يوضح تغيرات الأموال الخاصة للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

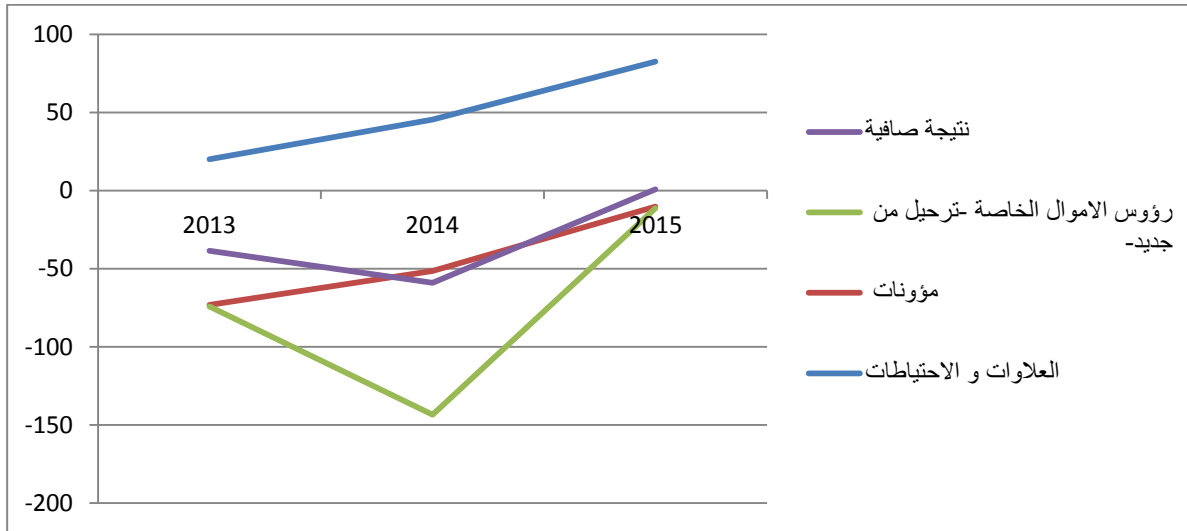
البيان	2013	2014	2015
راس مال صادر.	-	-	-
العلاوات و الاحتياطات.	19.97	45.49	82.57
مؤونات و المنتجات المدرجة في الحسابات سلفا.	(93.15)	(96.96)	(92.83)
رؤوس الاموال الخاصة الاخرى -	(1)	(91.96)	(1)
ترحيل من جديد-			
نتيجة صافية.	35.74	84.37	12.08
الاموال الخاصة.	3.37	(88.36)	21.76

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن الأموال الخاصة عرفت نموا مضطربا في سنوات الدراسة، حيث أنها عرفت ارتفاعا طفيفا في سنة 2013 قدر بـ 3.37 % مقارنة بسنة 2012، غير أنه شهد انخفاضا حادا قدر بـ 88.36 % في سنة 2014 بسبب الزيادة الملحوظة في رؤوس الأموال المرحلة والتي عرفت ارتفاعا قدر بـ 91.96 % أما فيما سنة 2015 عرف انتعاش طفيف قدر بـ 21.76 %.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(11): يوضح تغيرات الأموال الخاصة للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

ث- جدول التوزيعات للفترة 2012-2015: يمكن توضيحها في الجدول التالي:

الجدول رقم(12): يوضح التوزيعات للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

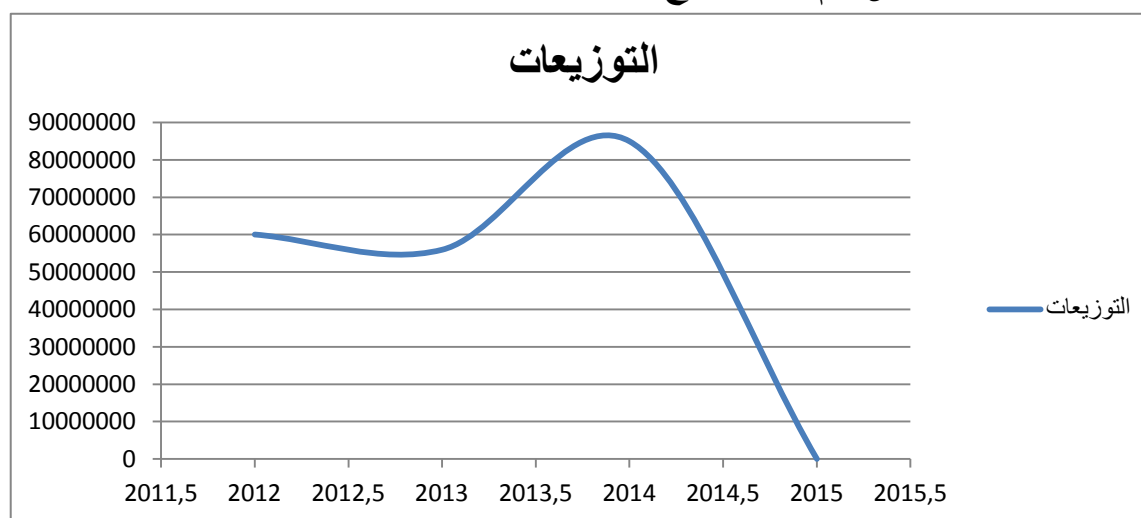
البيات	2012	2013	2014	2015
نتيجة الصافية ن-1	188041941	168602699	228869539	310853613
+ الاحتياطات ن	128041941	112670512	143950039	209232653
التوزيعات	60000000	55932187	84919500	101620960

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن التوزيعات عرفت انخفاضا طفيفا في سنة 2013 مقارنة بسنة 2012 ويعود سببه إلى الانخفاض الملحوظ في النتيجة الصافية والتي عرفت في السنتين الموالتين ارتفاعا كبيرا وهو ما انعكس على الزيادة في التوزيعات.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(12): يوضح تطور التوزيعات للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

ج- جدول القدرة على التمويل الذاتي للفترة 2012-2015: تظهر في الجدول الآتي:

الجدول رقم(13): يوضح القدرة على التمويل الذاتي للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج

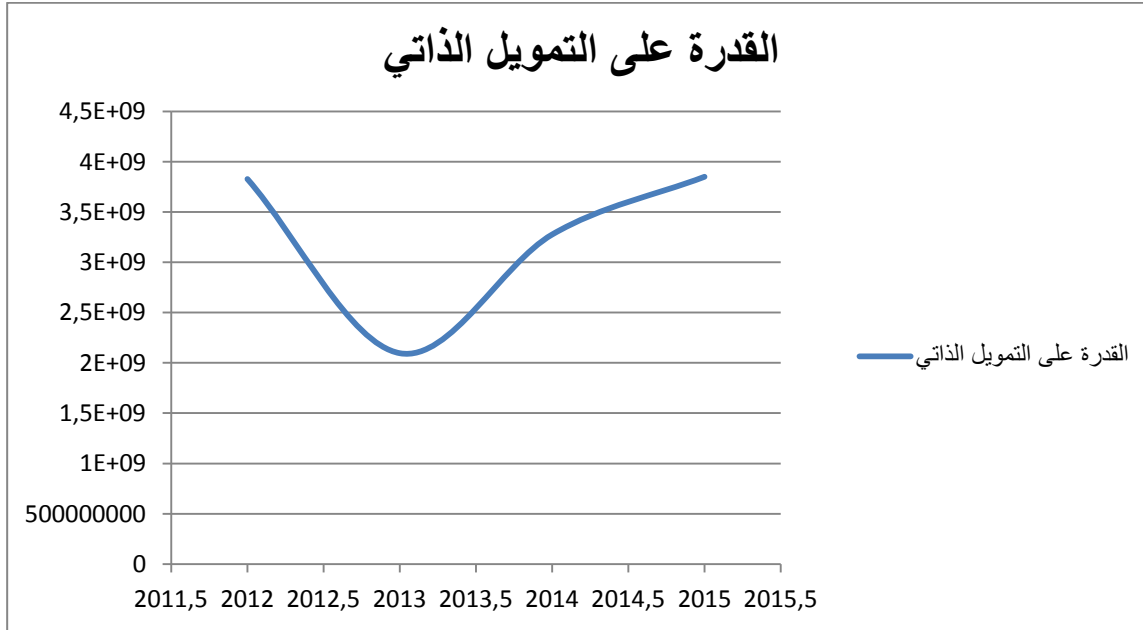
البيان	2012	2013	2014	2015
نتيجة المؤسسة.	168602699	228869539	310853613	188985195
- التوزيعات.	60000000	55932187	84919500	101620960
نتيجة الدورة.	108602699	172937352	225934113	87364235
رؤوس الاموال الخاصة الاخرى- ترحيل من جديد-	3511463	-	282440	-
الاحتياط.	564163334	676833846	820783885	1030016538
المؤونات.	120141415	8224687	3640997	8613837
الاهتلاكات.	3035088073	1847807097	2226110776	2724641090
القدرة على التمويل الذاتي.	3827995521	2096652982	3276752211	3850635700

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن القدرة على التمويل الذاتي موجبة في الفترة من 2012 إلى 2015 غير أنها انخفضت في سنة 2013 بنسبة 45.23% مقارنة بسنة 2012 بسبب الانخفاض الذي عرفته كل من الاهتلاكات والمؤونات بسبب تقادم الآلات، ثم عادت للارتفاع في سنتي 2014 و 2015 مع زيادة الاهتلاك بسبب زيادة الاستثمار الموجه نحو المعدات الصناعية حيث قدرت في سنة 2015 بـ 38 مليون دينار.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(13): يوضح تطور قدرة التمويل الذاتي للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

3. جدول حسابات النتائج:

يعتبر جدول حسابات النتائج الوسيلة التي يتم بموجبها تحديد إيرادات وتكاليف الدورة المالية، فمن خلاله يمكن معرفة سير نشاط المؤسسة في دورة مالية معينة. إذ يمكننا تقييم أهم عناصر جدول حسابات النتائج لمؤسسة روية في الفترة 2012-2015 من خلال الجداول التالية:

أ- جدول حسابات النتائج للفترة 2012-2015: تظهر في الجدول الآتي:

الجدول رقم(14): يوضح حسابات النتائج للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

البيان	2012	2013	2014	2015
1- إنتاج السنة المالية.	5836321243	6046803162	7046191095	7557130291
2- استهلاك السنة المالية.	(4444915500)	(4512531635)	(5189309712)	(5677684874)
3- القيمة المضافة للاستغلال.	1391405743	1534271527	1856881382	1879445417
4- اجمالي فائض الاستغلال.	771658493	778465551	1024758326	1034440220
5- النتيجة العملياتية.	336137127	382619322	454397817	439791029
6- النتيجة المالية.	(97985034)	(92104883)	(85454606)	(187770507)
7- النتيجة العادية قبل الضريبة.	238152093	290514438	36894321	252020521
8- النتيجة الصافية للأنشطة العادية.	168602699	228869539	310853613	188985195
9- النتيجة الغير عادية.	-	-	-	-
10- صافي نتيجة السنة المالية.	168602699	228869539	310853613	188985195

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

ب- جدول تغيرات حسابات النتائج للفترة 2012-2015: تظهر في الجدول الآتي:

الجدول رقم(15): يوضح تغيرات حسابات النتائج للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

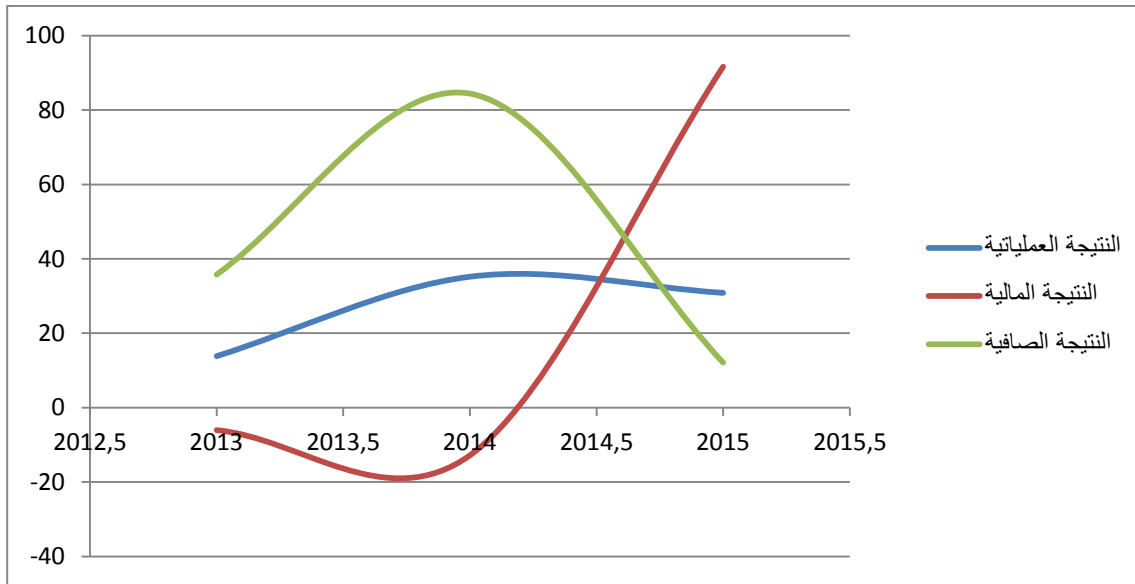
البيان	2013	2014	2015
1- إنتاج السنة المالية.	3.61	20.73	29.49
2- استهلاك السنة المالية.	1.52	16.74	27.73
3- القيمة المضافة للاستغلال.	10.26	33.45	35.07
4- اجمالي فائض الاستغلال.	0.88	32.79	34.05
5- النتيجة العملياتية.	13.82	35.18	30.84
6- النتيجة المالية.	(6.001)	(12.78)	91.63
7- النتيجة العادية قبل الضريبة.	21.99	(84.51)	5.82
8- النتيجة الصافية للأنشطة العادية.	35.74	84.37	12.09
9- النتيجة الغير عادية.	-	-	-
10- صافي نتيجة السنة المالية.	35.74	84.37	12.09

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال جدول المبين أعلاه، أن النتيجة الصافية التي حققتها المؤسسة خلال الفترة المدروسة هي موجبة، غير أن نسب نموها تختلف مقارنة بسنة الأساس 2012، حيث شهدت النتيجة الصافية لسنتي 2013 و2014 ارتفاعا كبير وهذا بمعدل 35.74% و84.37% على التوالي، وهذا بسبب النتيجة المحققة في نشاط الاستغلال التي ارتفعت كذلك بـ 13.82% و35.18% على التوالي، أما فيما يخص سنة 2015 فقد تراجع نتيجة الدورة إلى 12.09% وهذا ليس بسبب انخفاض في نتيجة الاستغلال إنما يرجع إلى زيادة الاستثمارات والتي حددت بأكثر من 1.7 مليار دينار، والتوسعات المنجزة والتي تسع لتحقيقها (التوسع في المغرب العربي الكبير)، مما أدى إلى زيادة إنتاج السنة المالية هذا ما يؤكد التوسعات الكبيرة التي عرفتتها المؤسسة وانعكست على حجم نشاطها وكذا زيادة الاستهلاك.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(14): يوضح تغيرات جدول حسابات النتائج للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

حاولنا من خلال هذا المطلب عرض أهم القوائم المالية من ميزانية مالية، وظيفية، جدول حسابات النتائج وجدول تغيرات كل منها بالإضافة إلى جدول تغيرات الأموال الخاصة والقدرة على التمويل الذاتي وهذا لتوضيح الوضعية المالية لمؤسسة روية، إذ عرفت نموا كبيرا في النتيجة الصافية وزيادة ملحوظة في الديون الطويلة والمتوسطة لتمويل السياسة الاستثمارية واستراتيجية التوسع المنتهجة من قبل المؤسسة.

المطلب الثاني: تقييم الوضعية المالية لمؤسسة روية.

قمنا في المطلب الأول بعرض مجموعة من القوائم المالية التي ستساعدنا في تقييم الوضعية المالية لمؤسسة المعمل الجزائري الجديد للمصبرات، وسنحاول من خلال هذا المطلب اظهار الوضعية المالية الصحيحة باستخدام مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكلية المشار إليها في الجانب النظري.

1- التقييم باستخدام مؤشرات التوازن المالي:

سنحاول في هذا العنصر التفصيل أكثر في مؤشرات التوازن المالي، كما يلي:

1.1. رأس مال العامل: يتمثل في.

أ- رأس مال العامل للفترة 2012-2015:

$$\text{رأس مال العامل} = \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول غير جارية.}$$

و الجدول الموالي يوضح ذلك.

الجدول رقم(16): عرض رأس مال العامل للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

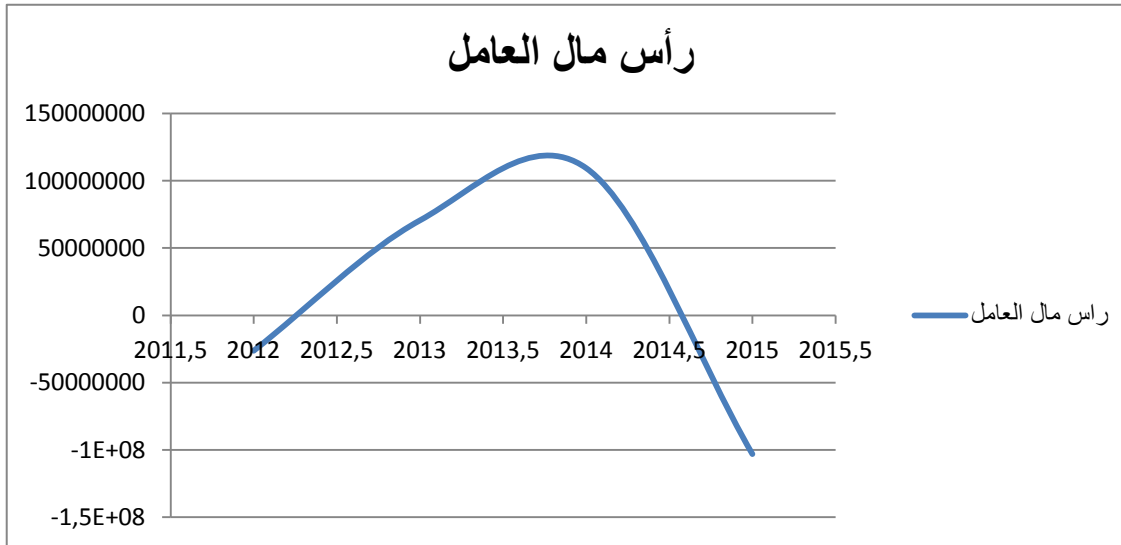
2015	2014	2013	2012	البيان
5199356129	4663265276	3261475075	2414293703	الأموال الدائمة
5302557992	4553849211	3190938415	2440688175	الأصول غير جارية
(103201863)	109416065	70536660	(26394472)	رأس مال العامل

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن رأس مال العامل سالب في سنتي 2012 و 2015 وسببه أن الأموال الدائمة أقل من الأصول غير الجارية، هذا يعني أن هناك عجز مالي والأموال الدائمة غير قادرة على تمويل الأصول غير الجارية أما في سنتي 2013 و 2014 فكان رأس مال العامل موجب لأن الأموال الدائمة أكبر من الأصول غير الجارية، وحققت المؤسسة في هذه الفترة ما يسمى بالتوازن المالي.

و سيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(15): يوضح تطور رأس مال العامل للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

ب- رأس مال العامل الخاص: يحسب وفق العلاقة التالية:

رأس مال العامل الخاص = أموال خاصة - أصول غير جارية.

الجدول رقم(17): عرض رأس مال العامل الخاص للفترة 2012-2015.

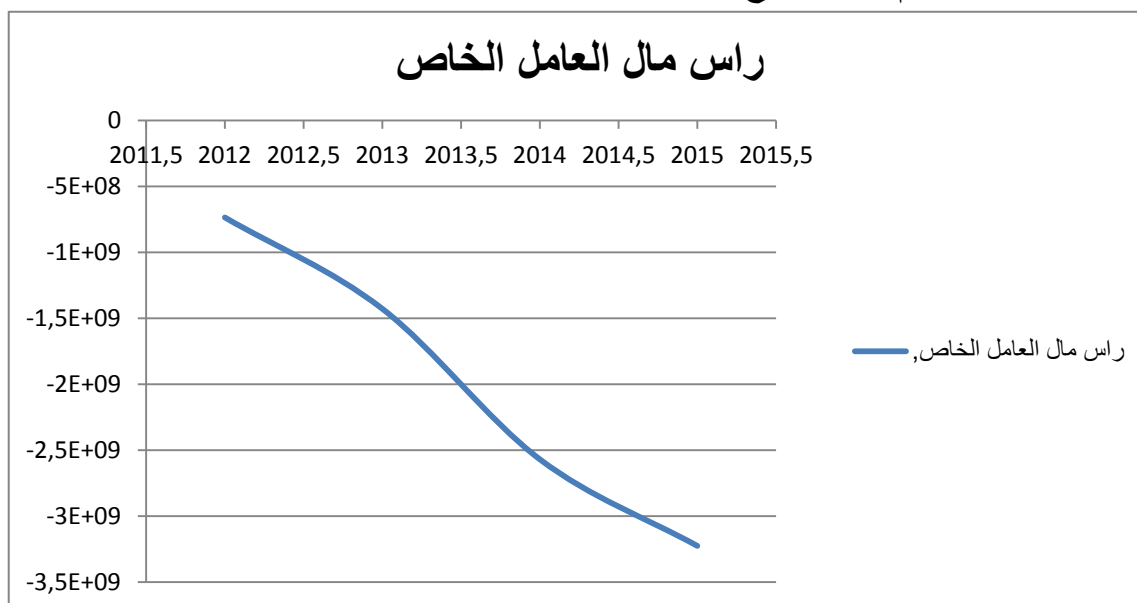
الوحدة: دج.

2015	2014	2013	2012	البيان
2076810570	1984755935	1763123072	1705613911	أموال خاصة.
5302557992	4553849211	3190938415	2440688175	أصول غير جارية.
(3225747422)	(2569093276)	(1427815343)	(735074264)	رأس مال العامل الخاص.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن رأس مال العامل الخاص سالب في الفترة الدراسة، مما يدل على أنه قد تم تمويل الأصول غير الجارية من الأموال الخاصة إضافة إلى جزء من ديون طويلة الأجل، وهذا ليس نتيجة لانخفاض الأموال الخاصة إنما نتيجة لارتفاع قيمة الأصول غير الجارية بسبب كثافة البرنامج الاستثماري للمؤسسة. وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(16): يوضح تطور رأس مال العامل الخاص للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

ت- رأس مال العامل الأجنبي: يحسب وفق المعادلة التالية:

رأس مال الاجنبي = ديون طويلة و متوسطة الأجل + ديون قصيرة الأجل.

الجدول رقم(18): عرض رأس مال الأجنبي للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

2015	2014	2013	2012	البيان
2542622987	2137377526	2023278301	1679614192	ديون قصيرة الأجل.
3122545558	2678509341	1498352003	708679792	ديون طويلة ومتوسطة الأجل.
5673782382	4819527864	3529854991	2508435399	رأس مال الاجنبي.

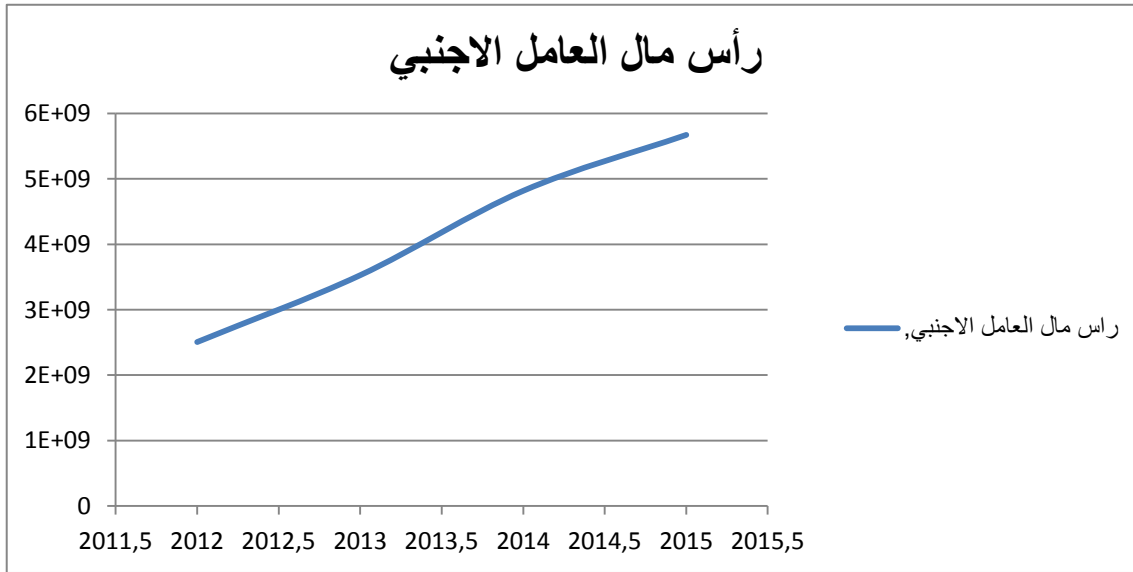
المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن رأس المال الأجنبي في ارتفاع مستمر، مما يدل على زيادة اعتماد

المؤسسة على التمويل بالإستدانة، والذي سيؤثر على استقلالية المؤسسة المالية اتجاه دائئها.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(17): يوضح رأس مال العامل الأجنبي للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

2.1. احتياج في رأس مال العامل:

يمكن حساب الاحتياج في رأس مال العامل وفق العلاقة الآتية:

الاحتياج في رأس مال العامل = استخدامات الاستغلال - موارد الاستغلال.

الاحتياج في رأس مال العامل = احتياج في رأس مال العامل للاستغلال + الاحتياج في رأس مال العامل خارج الاستغلال.

أ- احتياج في رأس مال العامل للاستغلال للفترة 2012-2015: يظهر في الجدول ادناه:

الجدول رقم(19): يوضح احتياج في رأس مال العامل للاستغلال للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

2015	2014	2013	2012	البيان
2716466006	2294789316	19044420340	1808466254	استخدامات الاستغلال.
2542622987	2137377526	5475378301	167961419	موارد الاستغلال.
173843019	157411790	13569042039	(1498767938)	احتياج في رأس مال العامل للاستغلال

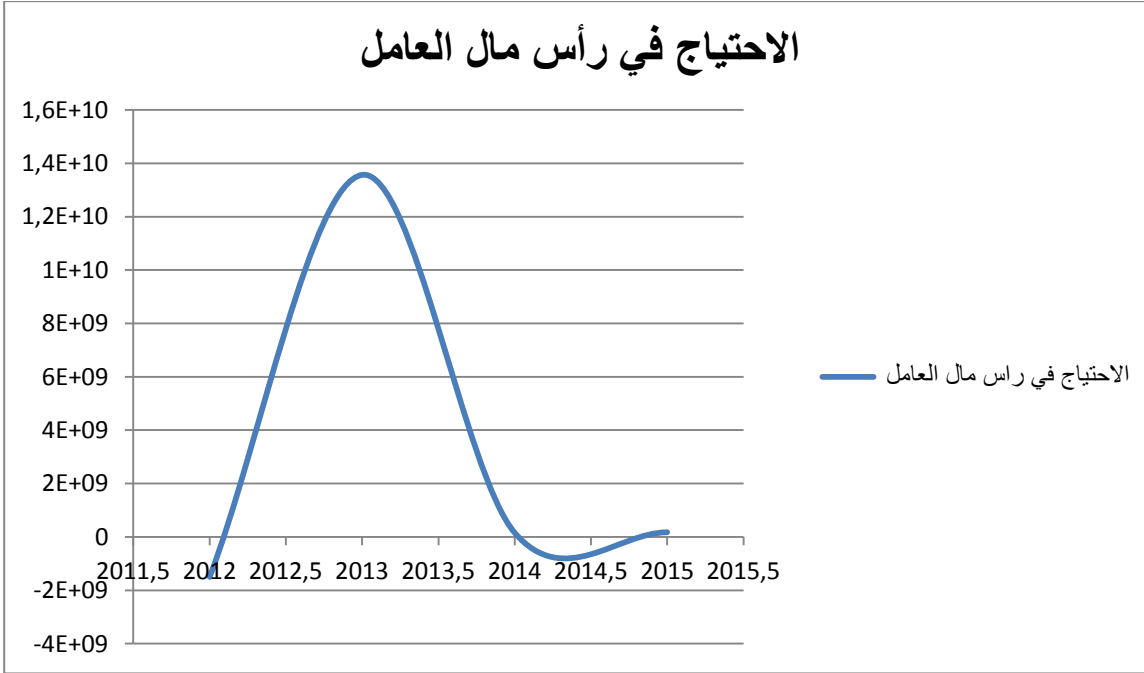
المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن الاحتياج في رأس مال العامل سجل بقيمة سالبة في سنة 2012

أي أن موارد الاستغلال استطاعت تغطية كل استخدامات الاستغلال، على عكس السنوات 2013، 2014

و2015 التي سجلت قيم موجبة أي أن موارد الاستغلال غير قادرة على تغطية كامل استخدامات الاستغلال، مما يؤكد أن احتياجات المؤسسة المتعلقة بدورة الاستغلال أكبر من مواردها ما يعني زيادة حجم نشاط المؤسسة. و سيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(18): يوضح احتياج في رأس مال العامل للاستغلال للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

ب- احتياج في رأس مال العامل خارج الاستغلال للفترة 2012-2015: يظهر في الجدول الموالي:

الجدول رقم(20): يوضح احتياج في رأس مال العامل خارج الاستغلال للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

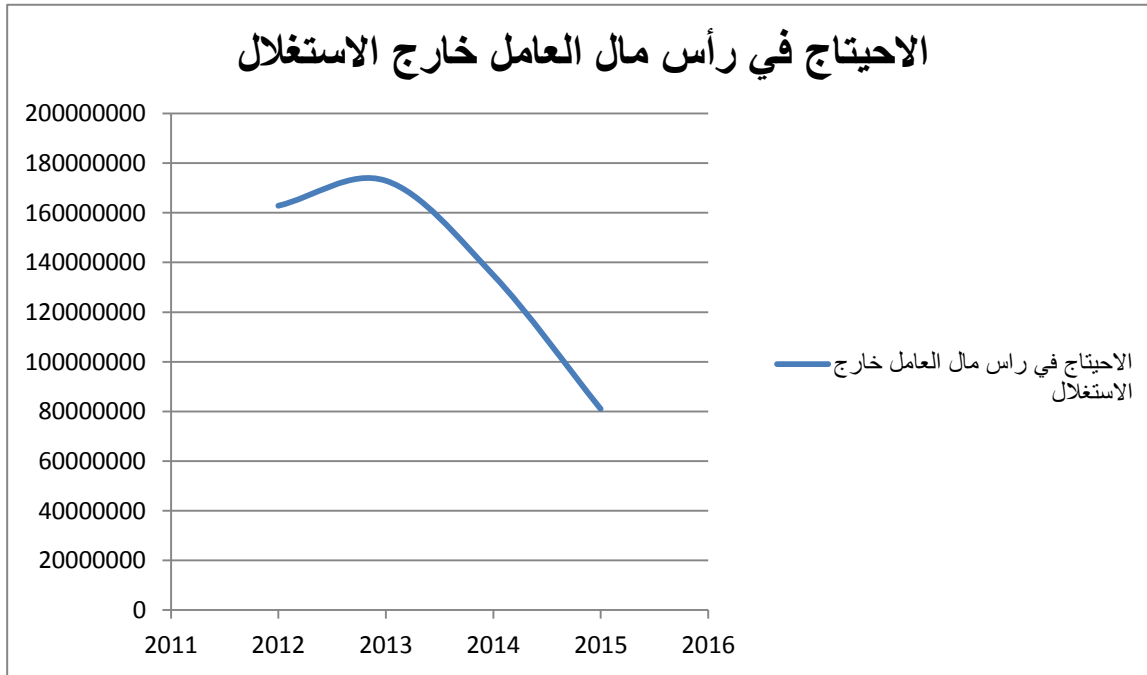
2015	2014	2013	2012	البيان
80974412	134907092	172860498	162783364	استخدامات خارج الاستغلال.
-	-	-	-	موارد خارج الاستغلال.
80974412	134907092	172860498	162783364	احتياج في رأس مال العامل خارج الاستغلال.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن المؤسسة لا تعتمد على الموارد خارج الاستغلال أي الموردون الآخرون وهذا ما جعل الاحتياج في رأس مال العامل موجب أي أن هناك احتياجات خارج الاستغلال غير ممولة بموارد خارج الاستغلال.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(19): يوضح احتياج في رأس مال العامل خارج الاستغلال للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

ت- احتياج في رأس مال العامل للفترة 2012-2015: يظهر في الجدول ادناه:

الجدول رقم(21): يوضح احتياج في رأس مال العامل للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

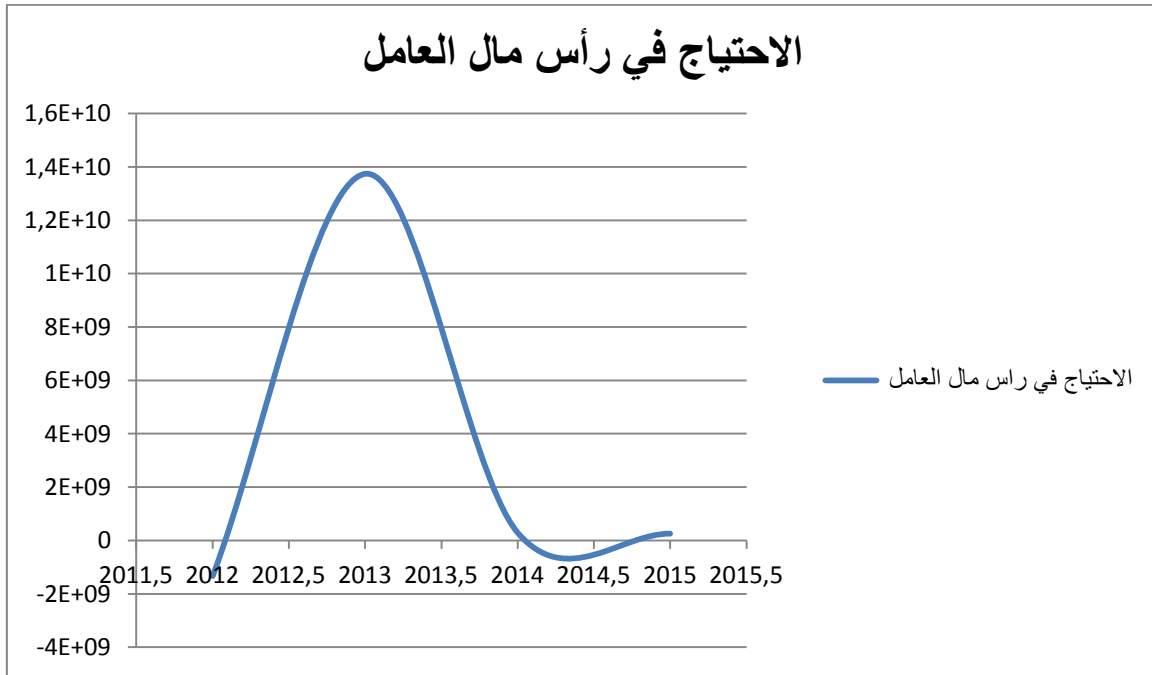
2015	2014	2013	2012	البيان
173843019	157411790	13569042039	(1498767938)	احتياج في رأس مال العامل للاستغلال.
80974412	134907092	172860498	162783364	الاحتياج في رأس مال العامل خارج الاستغلال.
254817431	292318880	13741902537	(1335984574)	احتياج في رأس مال العامل.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول أن الاحتياج في رأس مال العامل سجل بقيمة موجبة في سنة 2012 أي أن الموارد قادرة على تغطية جميع الاستخدامات قصيرة الأجل، أما فيما يخص باقي سنوات الدراسة فلقد سجلت نتائج موجبة أي أن هناك استخدامات لم تستطع الموارد تغطيتها بالكامل. وتجدد الإشارة إلى أن التغيرات في نفقات الاستغلال ناتجة عن توظيف 59 موظف لدعم الاستثمارات الجديدة بالإضافة إلى الزيادة الحاصلة في الأجور.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(20): يوضح الاحتياج في رأس مال العامل للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

3.1 حساب الخزينة الصافية للفترة 2012-2015.

يتم حساب الخزينة الصافية وفق العلاقة الآتية:

$$\text{الخزينة الصافية} = \text{خزينة الاصول} - \text{خزينة الخصوم}$$

الجدول رقم(22): يوضح الخزينة الصافية للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

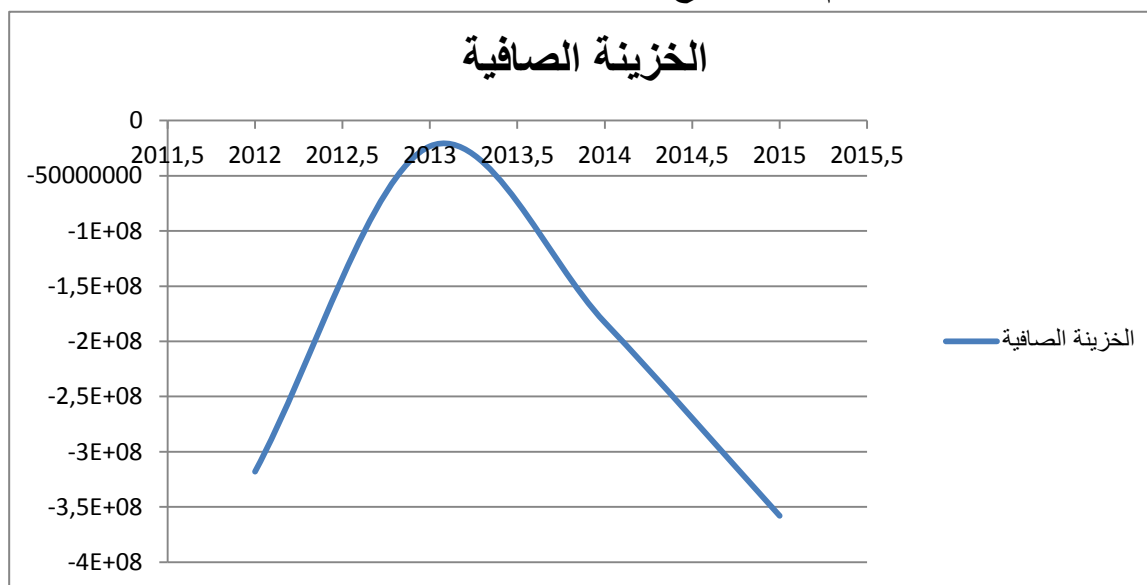
2015	2014	2013	2012	البيان
240206347	226128876	174363692	1828861752	خزينة الاصول.
598225643	409031693	197829568	500891650	خزينة الخصوم.
(358019296)	(182902817)	(23465876)	(318029898)	خزينة صافية.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه أن وضعية الخزينة الصافية للمؤسسة تظهر بقيمة سالبة في الفترة المدروسة، ما يعكس احتياج المؤسسة للسيولة أثناء فترة الدراسة، وهذا راجع إلى الارتفاع المستمر في الاحتياجات من رأس مال العامل مع اظطراده، حيث سجلت انخفاض بأكثر من 168 مليون دينار بين سنتي 2013 و2014 بسبب تجاوز تدفقات الاستثمار وتدفقات التمويل مبلغ 557.000.000 دج.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(21): يوضح الخزينة الصافية للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

2. التقييم باستخدام نسب الهيكلية.

يتم تقييم المؤسسة المالية محل الدراسة من خلال النسب المالية الآتية:

1.2. نسب التمويل:

الجدول رقم(23): يوضح نسب التمويل للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

النسبة.	البيان.	2012	2013	2014	2015
التمويل الدائم.	$\frac{\text{الاموال الدائمة}}{\text{الاصول الثابتة}}$	%98	%102	%102	%98
التمويل الخارجي للأصول.	$\frac{\text{بمجموع الديون}}{\text{بمجموع الاصول}}$	%54.59	%64.38	%66.85	%68.03
التمويل الداخلي للأصول.	$\frac{\text{المالي رأس + الاحتياطات + الارباح المحتجزة}}{\text{بمجموع الاصول}}$	%15.95	%16.52	%15.69	%14.61
تمويل الأصول الثابتة.	$\frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{الاصول للتداولة}}$	%101.22	%96.96	%95.88	%103.39

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

✓ **نسبة التمويل الدائم:** نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه أن نسبة التمويل الدائم أقل من 100 % في سنة 2012، وهذا يدل على عدم وجود هامش أمان وتوازن مالي للمؤسسة، أما في سنتي 2013 و2014 فلقد تجاوزت النسبة 100 %، حيث استعادت المؤسسة قدرتها على تغطية كامل أصولها غير الجارية وجزء من أصولها الجارية عن طريق الأموال الدائمة، غير أن النسبة عرفت تراجع بنسبة 4 % في سنة 2015 وفقدت جزء من هامش الأمان.

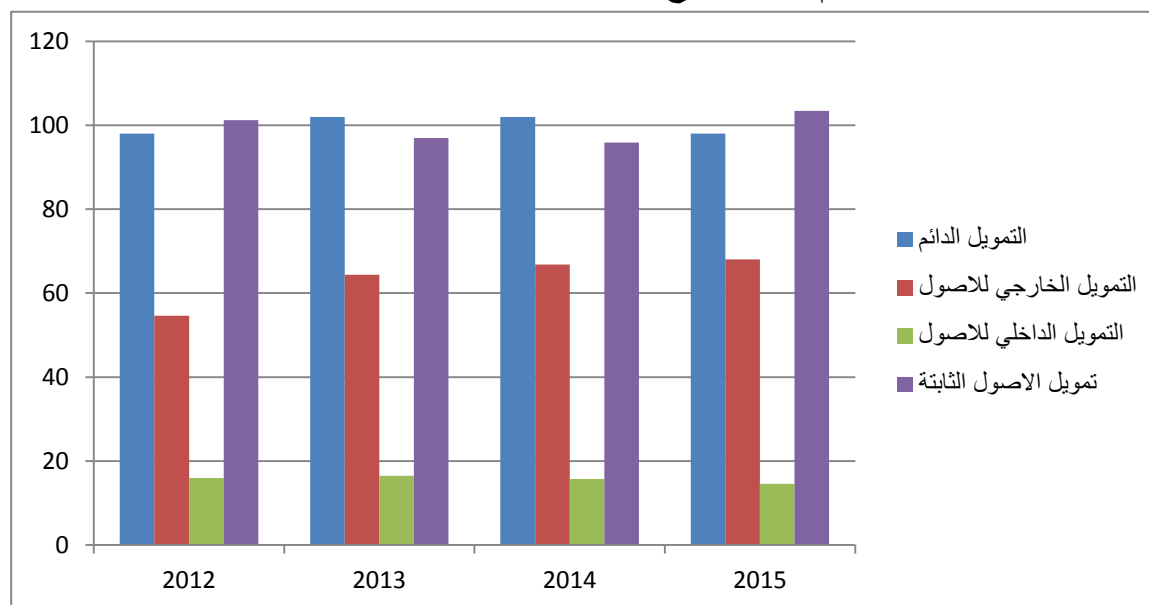
✓ **نسبة التمويل الخارجي للأصول:** نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه أن نسبة التمويل الخارجي للأصول في ارتفاع مستمر وهذا يعني زيادة اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي وبالتالي زيادة عبئ الفوائد، كما نلاحظ أن هذه النسبة في جميع سنوات الدراسة تتجاوز 50 % هو مؤشرا سلبيا لأنه يفقد المؤسسة استقلاليتها المالية.

✓ **نسبة التمويل الداخلي للأصول:** نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه أن نسبة التمويل الداخلي للأصول متقاربة ومضطربة في الوقت نفسه في فترة الدراسة، حيث ارتفعت في سنة 2013 بنسبة 0.57 % ثم عاودت الانخفاض في سنتي 2014 و2015 بنسبة 0.83 % و1.91 % على التوالي، وعلى الرغم من الاطراد المشهود غير أنها سجلت نسب موجبة وهذا مؤشر ايجابي بالنسبة للمؤسسة.

✓ **نسبة تمويل الاصول الثابتة:** نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه أن نسبة تمويل الأصول غير الجارية تجاوزت 100% في سنة 2012 وهذا يعني أن جزء من الأصول غير الجارية قد تم تمويله بديون قصيرة الأجل، أما في ما يخص سنتي 2013 و2014 فإن النسبة المحققة لم تتجاوز 100 % أي تحقيق توازن مالي في هذه الفترة، وعاد في سنة 2015 ليتجاوز النسبة المحددة بـ 3.39 % وهذا مؤشرا سلبيا.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(22): يوضح نسب التمويل للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

2.2. نسبة المديونية:

الجدول رقم(24): يوضح نسب المديونية للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

النسبة.	البيان.	2012	2013	2014	2015
نسب المديونية الكاملة.	$\frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{الاموال الخاصة}}$	%158.2	%201.14	%243.27	%274.33
مديونية قصيرة الاجل.	$\frac{\text{الخصوم للتداول}}{\text{الاموال الخاصة}}$	%137.5	%126.57	%128.53	%151.86
مديونية طويلة الاجل.	$\frac{\text{الديون طويلة الاجل}}{\text{الاموال الخاصة}}$	%52.27	%85.85	%135.38	%151.39
تغطية ديون طويلة الاجل.	$\frac{\text{صافي الاصول الثابتة}}{\text{الديون طويلة الاجل}}$	%294.5	%211.81	%169.78	%169.35
الاستقلالية المالية	$\frac{\text{الاموال الخاصة}}{\text{بمجموع الديون}}$	%63	%50	%41	%36
قابلية السداد	$\frac{\text{الديون طويلة و المتوسطة الأجل}}{\text{طاقة التمويل الذاتي}}$	%21	%72	%82	%81

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

✓ **نسبة المديونية الكاملة:** نلاحظ من خلال الجدول، أن نسب المديونية الكاملة تجاوزت نسبة 100% في جميع سنوات الدراسة وهي في تزايد مستمر، حيث وصلت في سنة 2015 إلى 274 %، وهذا مؤشر سلبي إذ أنه يفقد المؤسسة استقلاليتها المالية في حالة ما اذا تجاوزت حد معين وهذا ما تم إثباته من خلال رأس مال العامل الأجنبي.

✓ **نسبة المديونية قصيرة الأجل:** نلاحظ من خلال الجدول، أن نسب المديونية قصيرة الأجل تجاوزت حد 100 % في جميع السنوات المدروسة وبشكل كترزايد وهذا ما يد على أن الدائنون يتحملون مخاطر أكبر من التي تتحملها المؤسسة، وسيكون هذا سببا لزيادة تكلفة الاستدانة ومنه تكلفة الأموال الخاصة والاجمالية بالنسبة للمؤسسة.

✓ **نسب المديونية طويلة الأجل:** نلاحظ من خلال الجدول، أن نسب المديونية طويلة الأجل أكبر من 50 % في جميع فترة الدراسة حتى وصلت إلى أعلى مستوياتها بنسبة 151.39 % سنة 2015، وهذا مؤشر سلبي لأنه يدل على أن المديونية طويلة الأجل أكبر من الأموال الخاصة بما يعني تأثر الاستقلالية المالية للمؤسسة روية.

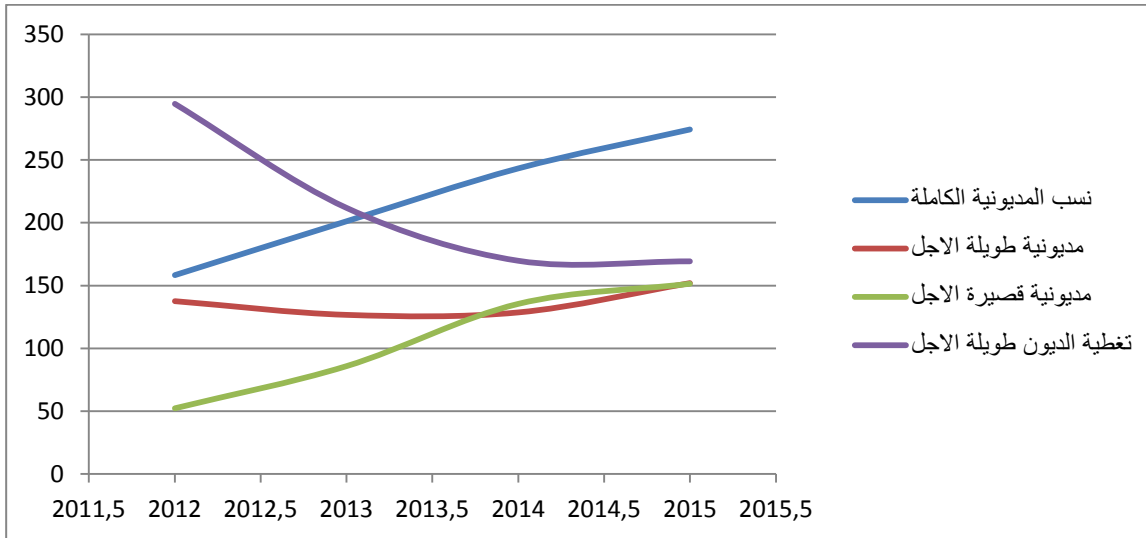
✓ **نسب تغطية المديونية طويلة الأجل:** نلاحظ من خلال الجدول، أن نسبة تغطية الديون طويلة الأجل في جميع السنوات 2012-2015 تجاوزت 100 % وهذا مؤشر ايجابي لأنه يعبر على أن المؤسسة استطاعت تمويل أصولها غير الجارية بالديون طويلة الأجل مما يدل على وجود توازن مالي نسبي في مؤسسة روية للعصائر.

✓ **نسبة الاستقلالية المالية:** نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن نسبة الاستقلالية المالية أقل من الواحد في سنة 2012 و2013 وهذا يدل على أن المؤسسة مشبعة بالديون أما في سنتي 2014 و2015 فإن النسبة انخفضت إلى 0.41 و0.36 على التوالي وهذا ما يفقدها استقلاليتها المالية لأن مواردها مشكلة بأكثر من 50 % من الديون.

✓ **نسبة قابلية السداد:** نلاحظ من خلال الجدول، أنه طيلة الفترة المدروسة كانت نسبة القابلية للسداد أقل من 2.5 وهو مؤشر إيجابي بالنسبة لمؤسسة روية، حيث كلما كانت هذه النسبة أقل من 2.5 كلما دل ذلك أن الديون طويلة الأجل ونشاط المؤسسة يولد موارد كافية للتسديد السريع أي أن المؤسسة تتمتع بنسبة معتبرة على التسديد، الشيء الذي يزيل تخوفات المقرضين من وقوع المؤسسة في خطر عدم القدرة على السداد.

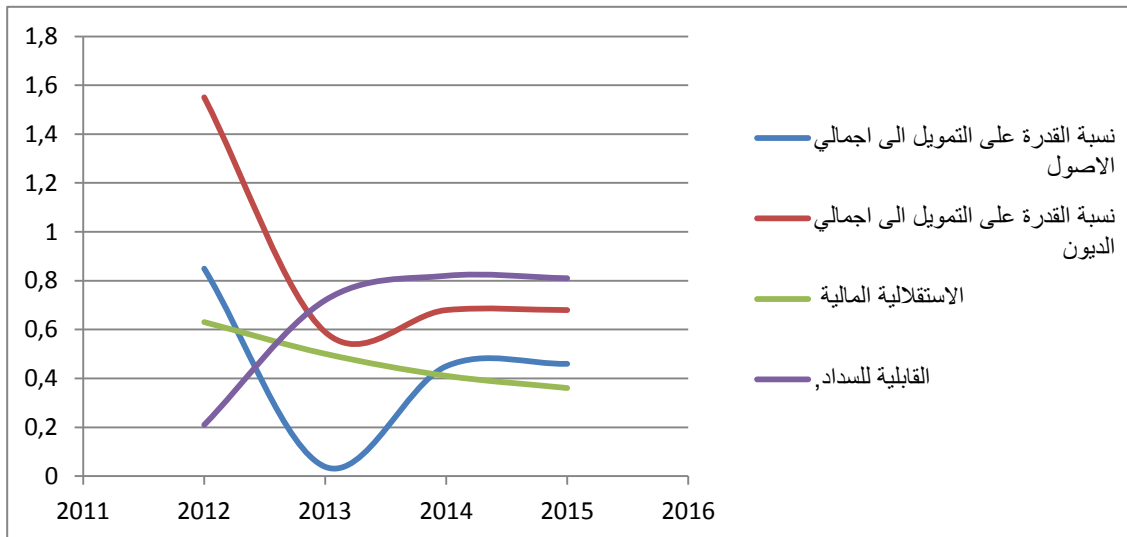
وسيتيم توضيح ذلك من خلال الشكلين المواليين:

الشكل رقم(23): يوضح نسب المديونية للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

الشكل رقم(24): يوضح الاستقلالية المالية و قدرة المؤسسة على السداد للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

حاولنا من خلال هذا المطلب التطرق إلى تقييم الوضعية المالية لمؤسسة روية باستخدام مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكلية، حيث لاحظنا أن المؤسسة تعتمد على الاستدانة كمصدر أساسي لها في الهيكل المالي ورغم تزايد هذا المصدر من سنة لأخرى غير أن المؤسسة لم تفقد كامل استقلاليتها المالية بل واستطاعت تسديد ديونها وبشكل مستمر مما سيؤثر بشكل مباشر على سمعتها تجاه مقرضيها ودائنيها.

المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي للمؤسسة.

يعتبر الرفع من أهم محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، فإيجاد أثر الرافعة المالية يساعد الإدارة المالية للمؤسسة الاقتصادية على ترشيد اتخاذ القرارات التمويلية، وفي إطار دراسة العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسة روية للعصائر للفترة 2012-2015، قمنا بمحاولة حساب كل من الرفع المالي، التشغيلي والمشارك وكل من العائد والمخاطرة.

1. الرفع:

ينقسم إلى عدة أقسام:

1.1 الرفع المالي:

يحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{الرفع المالي} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{العائد التشغيلي}}$$

الجدول رقم(25): يوضح الرفع المالي للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

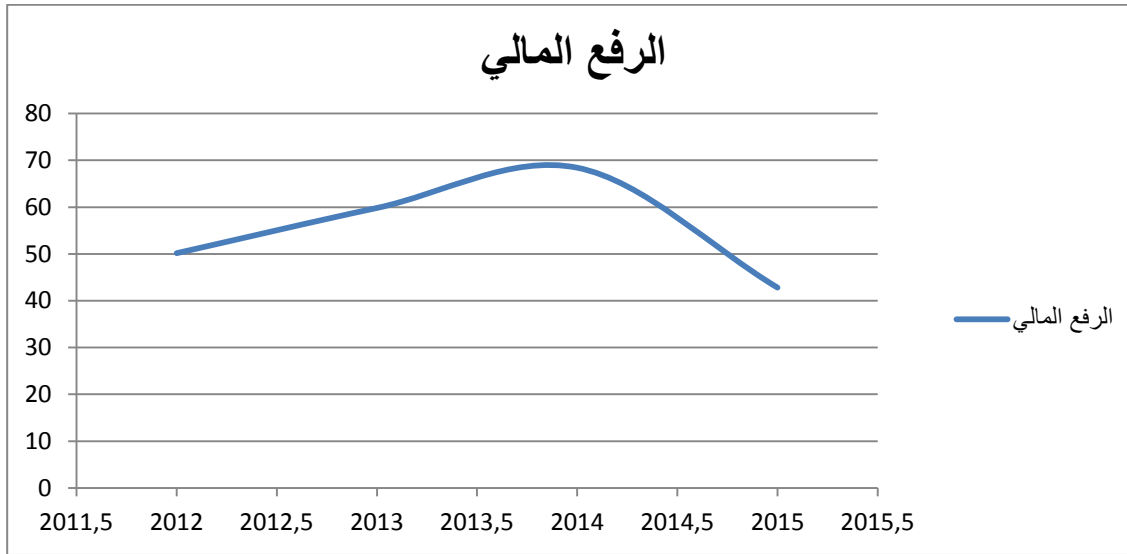
2015	2014	2013	2012	البيان
188985195	310853613	228869539	168602699	صافي الدخل.
439791029	454397817	382619322	336137127	العائد التشغيلي.
%42.79	%68.41	%59.81	%50.15	النسبة.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن مؤسسة روية للعصائر تحظى برفع مالي ايجابي نتيجة اللجوء إلى الاستدانة وهذا ما سيشجع المساهمين لحث الادارة لزيادة استخدام هذا المصدر لتعظيم عوائدهم الصافية، غير أن الرفع المالي الذي حققته المؤسسة شهد انخفاضا ملحوظا في سنة 2015 وهذا راجع لانخفاض النتيجة المحققة من قبل المؤسسة.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الشكل رقم(25): يوضح الرفع المالي للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

2.1. الرفع التشغيلي:

يحسب وفق المعادلة الآتية:

$$\text{الرفع التشغيلي} = \frac{\text{الربح قبل ضريبة}}{\text{المبيعات}}$$

الجدول رقم(26): يوضح الرفع التشغيلي للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

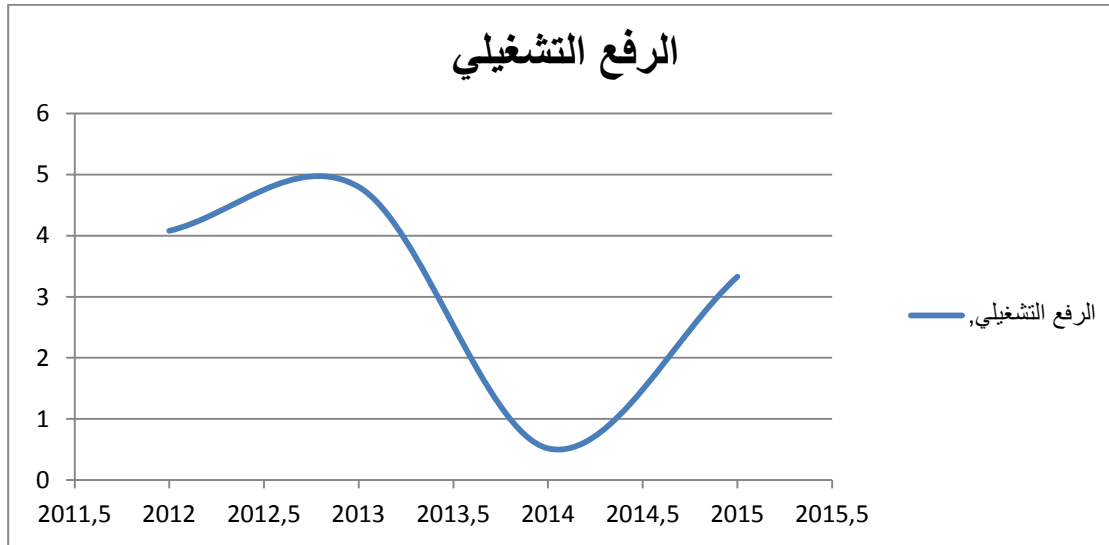
2015	2014	2013	2012	البيان
252020521	36894321	290514438	238152093	الربح قبل ضريبة.
7557130291	7046191095	6046803162	5836321243	المبيعات.
%3.33	%0.52	%4.80	%4.08	النسبة.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن الرفع التشغيلي الذي تحظى به المؤسسة سجل قيم موجبة غير أنها مضطربة حيث ارتفعت في سنة 2013 بنسبة 0.72 % مقارنة بسنة 2012، أما فيما يخص سنة 2014 فلقد شهدت انخفاضا حادا وصل إلى 0.52 % وهذا بسبب الانخفاض المسجل في الربح قبل الضريبة الذي قدر به 87.3 % وهذا ناتج عن السياسة الاستثمارية المتبعة، ثم عاد وارتفع في سنة 2015 إلى 3.33 %. وعلى العموم سجلت الرفع التشغيلي نسب صغيرة بسبب ارتفاع نسب تغير المبيعات مقارنة بنسب تغير الربح قبل الضريبة.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(26): يوضح الرفع التشغيلي للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

3.1. الرفع المشترك:

يحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{الرفع المشترك} = \text{الرفع المالي} \times \text{الرفع التشغيلي.}$$

الجدول رقم(27): يوضح الرفع المشترك للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

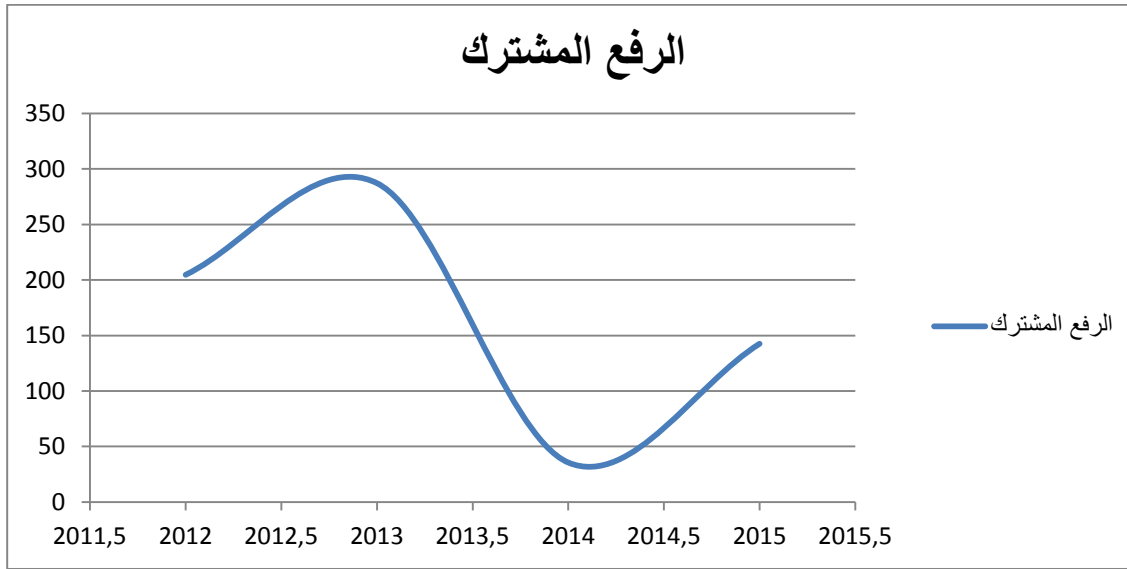
2015	2014	2013	2012	البيان
42.79	68.41	59.81	50.15	الرفع المالي.
3.33	0.52	4.80	4.08	الرفع التشغيلي.
142.49	35.57	287.09	204.61	النسبة.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن المؤسسة تحظى برفع مشترك معتبر، حيث عرف في سنة 2013 ارتفاعا قدر بـ 83.52 %، أما في سنة 2014 فشهد انخفاضا حادا وصل إلى 35.57 % وهذا ناتج على الانخفاض المسجل في الرفع التشغيلي أي بسبب الاستراتيجية التوسعية المتبعة من قبل المؤسسة، ثم بدأ بالانتعاش في سنة 2015 ووصل إلى 142.49 % وهذا سيؤدي إلى تغيير ايجابي في سعر السهم.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(27): يوضح الرفع المشترك للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

2. العائد:

يتم حساب العائد بمختلف أنواعه على النحو التالي:

1.2. العائد على حقوق الملكية:

يحسب وفق العلاقة التالية:

$$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{العائد على حقوق الملكية}$$

الجدول رقم(28): يوضح العائد على حقوق الملكية للفترة 2012-2015

الوحدة: دج.

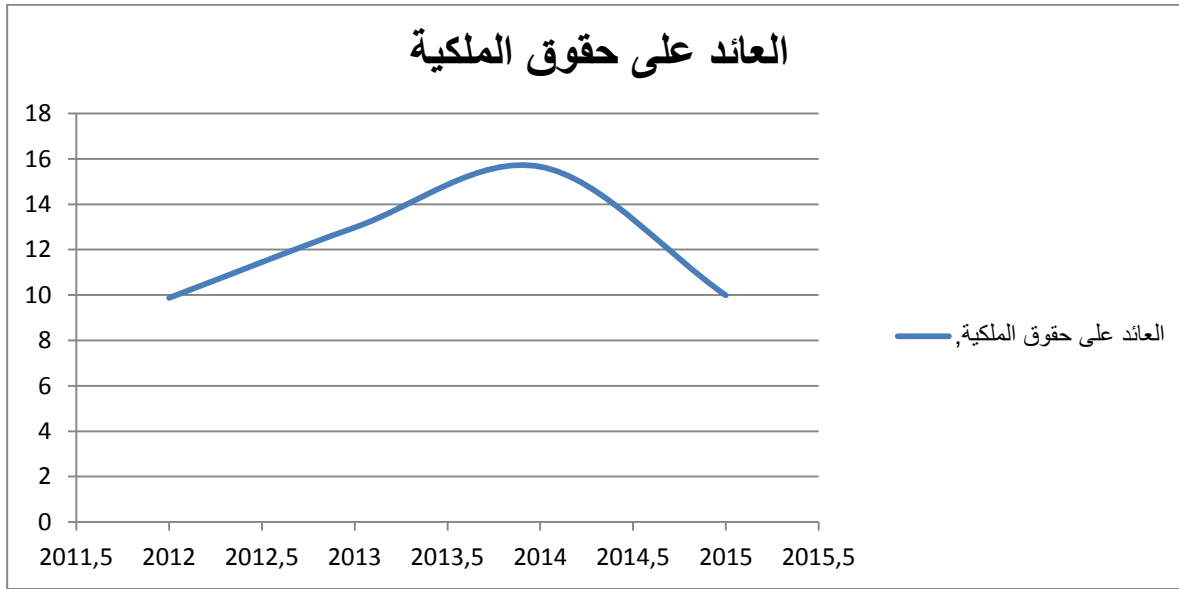
2015	2014	2013	2012	البيان
188985195	310853613	228869539	168602699	صافي الربح بعد الضريبة.
2076810570	1984755935	1763123072	1705613911	حقوق الملكية.
9.99	15.66	12.98	9.88	النسبة.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول، أن العائد على حقوق الملكية المحقق من قبل المؤسسة سجل بقيم موجبة غير أنها مضطرة، إذ شهد في سنة 2014 ارتفاعا قدر بنسبة 58.5% مقارنة بسنة 2012، أما في سنة 2015 فلقد انخفضت إلى 9.99، رغم هذا التذبذب غير أن هذه الأرقام تبين مدى كفاءة المسيرين في استخدام أموال حملة الأسهم وتوليد الأرباح المرغوب فيها.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(28): يوضح العائد على حقوق الملكية للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

2.2. العائد على رأس المال:

يحسب وفق العلاقة الآتية:

$$\text{العائد على رأس المال} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{صافي الاصول}}$$

الجدول رقم(29): يوضح العائد على رأس المال للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

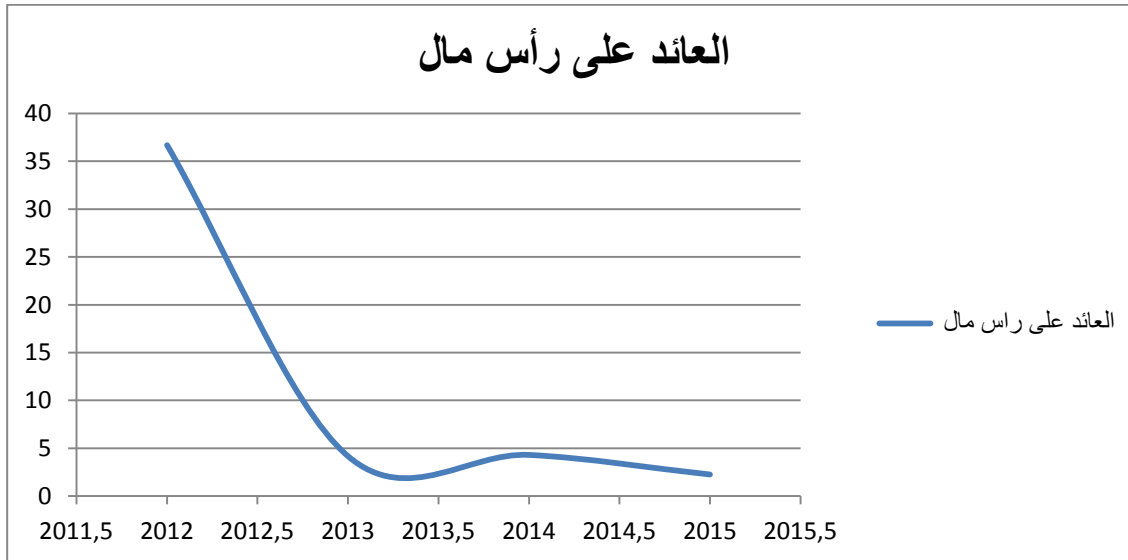
البيان	2012	2013	2014	2015
صافي الربح بعد الضريبة	168602699	228869539	310853613	188985195
صافي الاصول.	4594799545	5482582945	7209674495	8340204757
النسبة .	36.69	4.17	4.31	2.26

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول، أن المؤسسة في سنة 2012 حققت عائد على رأس مال معتبر حيث قدر بـ 36.69 دج، وسجلت في سنة 2013 انخفاض حاد قدر بـ 88.63 % و بقي مستقرا نسبيا في سنة 2014. أما في سنة 2015 فقددر العائد على رأس المال بـ 2.26 دج والسبب هنا هو أن نسبة نمو صافي الاصول أكبر من نسبة نمو النتيجة الصافية بالإضافة إلى الاسباب المذكورة سابقا، ورغم انخفاض القيم المسجلة غير أنها توحى بمدى كفاءة الادارة في استغلال الموجودات لتوليد الأرباح المرغوبة.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(29): يوضح العائد على رأس المال للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

3.2. العائد على الاسهم:

يحسب وفق العلاقة التالية:

$$\frac{\text{التوزيعات}}{\text{عدد الاسهم}} = \text{العائد على الاسهم}$$

الجدول رقم(30): يوضح العائد على الاسهم للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

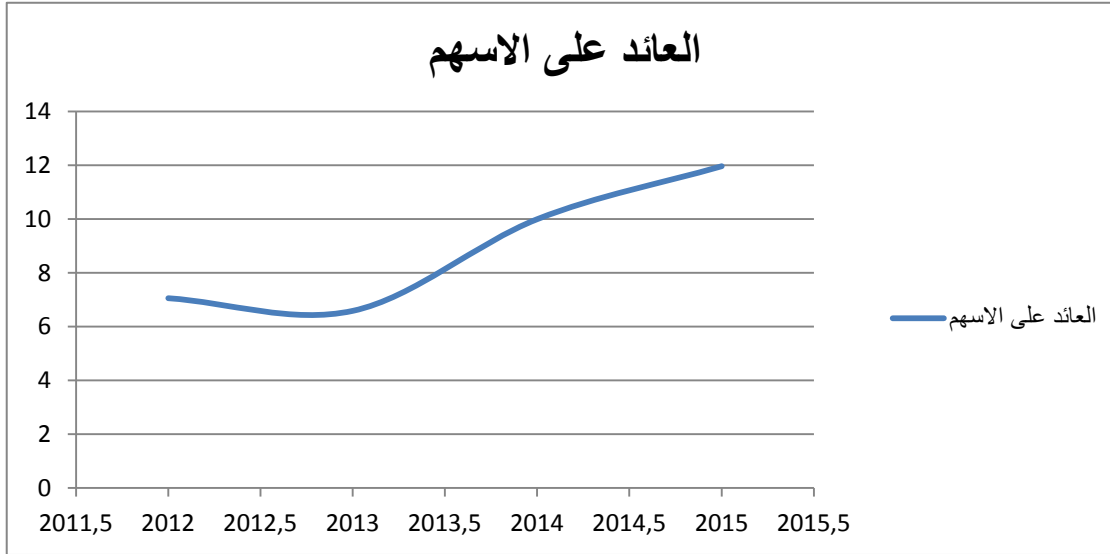
2015	2014	2013	2012	البيان
101620960	84919500	55932187	60000000	التوزيعات
8491950	8491950	8491950	8491950	عدد الاسهم.
11.97	10	6.59	7.06	النسبة.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن العائد على الأسهم عرف قيما موجبة غير أنها مضطربة حيث انخفضت في سنة 2013 بنسبة 6.65 % ثم عاودت الانتعاش في سنة 2014 و2015 حيث سجلت 10 دج و11.97 دج على التوالي للسهم الواحد.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(30): يوضح العائد على الاسهم للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

3. المخاطرة:

تقاس المخاطرة وفق المؤشرات والمقاييس الآتية:

1.3 حساب معدل العائد المتوقع:

معدل العائد المتوقع = $\frac{\text{العائد المتوقع في كل فترة}}{N}$.

معدل العائد المتوقع = $\frac{(11.97+10+6.59)}{3}$.

معدل العائد المتوقع = 9.52 دج للسهم.

2.3 حساب الانحراف المعياري:

$$\text{الانحراف المعياري} = \sqrt{\frac{\sum(\text{العائد المتوقع} - \text{العائد})^2}{N}}$$

$$\text{الانحراف المعياري} = \sqrt{\frac{(6.59-9.52)^2 + (10-9.52)^2 + (11.97-9.52)^2}{3}}$$

$$\text{الانحراف المعياري} = \sqrt{\frac{8.58+0.23+6}{3}}$$

$$\text{الانحراف المعياري} = 2.22$$

3.3 حساب معامل الاختلاف:

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{الوسط الحسابي}} \times 100$$

$$= \frac{2.22}{9.52} \times 100$$

$$\text{معامل الاختلاف} = 23.32\%$$

وهذا يعني أن عدم تحقق العائد المتوقع، أو الانحراف المعياري للعائد المتوقع هو 2.22 بمعامل اختلاف يقدر بـ 23.32% وهذا ما يفسر عدم وجود مخاطرة على الاستثمار وسيستقطب أكبر عدد من المستثمرين.

حاولنا من خلال هذا المطلب معرفة أثر الرفع المالي والتشغيلي والرفع المشترك الذي تحظى به مؤسسة روية للعصائر والعائد المحقق من قبل المسيرين وتبين أن بجوزتها إدارة على مستوى عالي من الكفاءة، على الرغم من انخفاض العائد على الاسهم وهذا بسبب طبيعة المجتمع الذي لا يتمتع بالثقافة الاستثمارية.

حاولنا في هذا المبحث عرض مجموعة من القوائم المالية وأهمها الميزانية المالية، الميزانية الوظيفية، جدول حسابات النتائج التي تمكننا من دراسة الوضعية المالية لمؤسسة روية للعصائر وباستخدام مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكلية بالإضافة إلى دراسة محددات الهيكل المالي والمتمثلة في الرفع والعائد والمخاطرة وتبين أن المؤسسة تتخذ أموال الاستدانة كمصدر أساسي لها في التمويل ورغم الزيادة الملحوظة في هذا المصدر غير أنها لا تزال محافظة على استقلاليتها المالية وهذا ما أثبت جدارة وكفاءة الهيكل التنظيمي والإداري للمؤسسة.

المبحث الثالث: دراسة الهيكل المالي و علاقته بتكلفة التمويل.

قمنا في المبحث الأول بتقديم عام لمؤسسة روية وفي المبحث الثاني دراسة الوضعية المالية للمؤسسة أما في هذا المبحث سنحاول التخصص في دراسة الهيكل المالي ومصادر التمويل المعتمدة من قبل المؤسسة وتكلفة كل مصدر وأثره على الهيكل المالي باعتباره من أهم المواضيع التي تشغل فكر الإدارة والإدارة المالية بالأخص.

المطلب الأول: تكلفة التمويل.

تعتبر تكلفة التمويل من بين أهم العناصر المحددة للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، إذ يمكن من خلالها تحقيق عوائد خيالية كما يمكن أن تؤدي بالمؤسسة إلى الافلاس ومن خلال هذا المطلب سيتم معرفة تكلفة تمويل كل عنصر من عناصر الهيكل المالي المكونة لمؤسسة روية للعصائر.

1. تكلفة الأسهم العادية:

تحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة التمويل بالسهم العادي} = \frac{\text{الربح المتوقع توزيعه لكل سهم}}{\text{سعر بيع السهم - مصاريف وعمولة الاصدار}} + \text{معدل نمو الأرباح السنوية.}$$

جدول رقم(31): يوضح تكلفة التمويل للفترات 2013-2015.

الوحدة: دج.

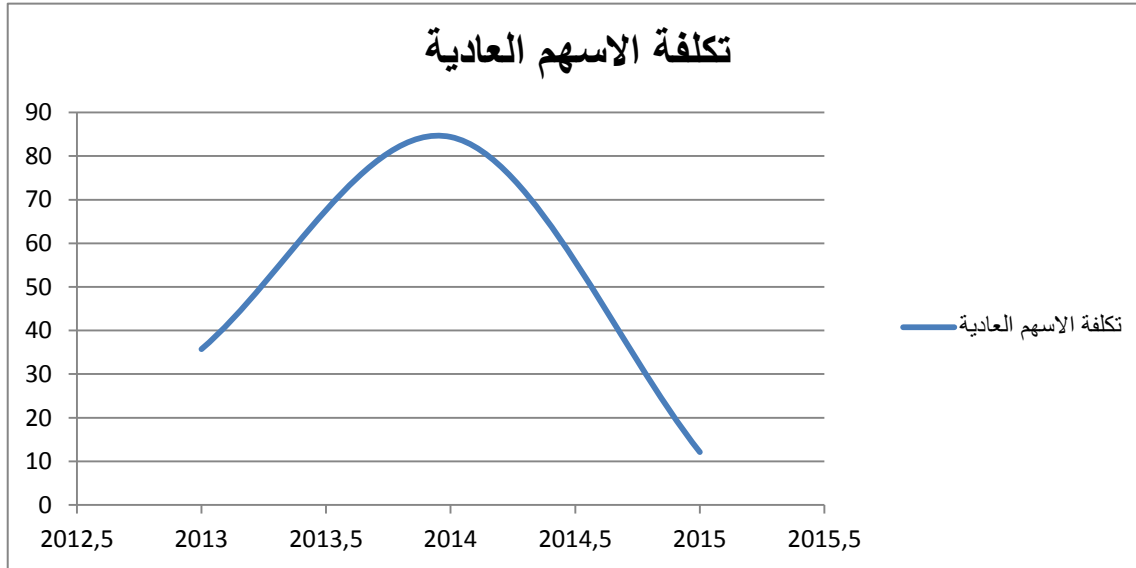
2015	2014	2013	البيان
11.97	10	6.59	الربح المتوقع توزيعه.
393.75	393.75	393.75	سعر بيع السهم - مصاريف و عمولة اصدار.
0.03	0.025	0.016	معدل فائدة.
12.09	84.37	35.74	معدل نمو الارباح.
12.12	84.39	35.73	تكلفة الاسهم العادية.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن تكلفة الأسهم العادية سجلت بقيمة 35.73 دج في سنة 2013 غير أنها سجلت ارتفاعا كبيرا في سنة 2014 قدر بـ 84.39 دج، أما في سنة 2015 فقد شهدت انخفاضاً حاداً قدر بنسبة 85.76%، وهذا بسبب الانخفاض الملحوظ في معدل نمو الارباح والذي سجل ارتفاعاً بقيمة 84.37 دج في سنة 2014 وانخفاض مفاجئ قدر بـ 12.09 دج في 2015 وهذا بسبب السياسة الاستثمارية المتبعة من قبل المؤسسة.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(31): يوضح تطور تكلفة الاسهم العادية للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

2. تكلفة الأرباح المحتجزة:

تحسب وفق العلاقة الآتية:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم (1- معدل الضريبة على الدخل)}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$$

الجدول رقم(32): يوضح تكلفة الأرباح المحتجزة للفترة 2013-2015.

الوحدة: دج.

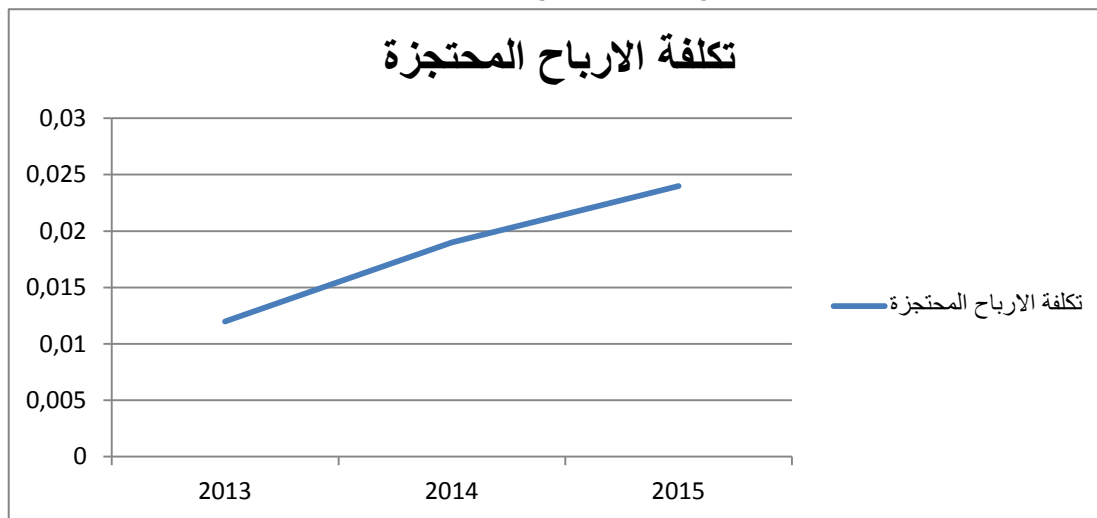
2015	2014	2013	البيان
8.97	7.5	5.01	التوزيعات المتوقعة للسهم (1- معدل الضريبة).
375	400	405	القيمة السوقية للسهم.
0.024	0.019	0.012	تكلفة الأرباح المحتجزة.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن تكلفة الأرباح المحتجزة سجلت بقيم جد منخفضة وهذا عائد إلى انخفاض قيمة الأسهم في السوق والتي تحدد بقانون العرض والطلب، وثقافة المجتمع التي تتواجد فيه المؤسسة تفتقر إلى سياسة الاستثمار ما تسبب في انخفاض سعر السهم في السوق، غير أن تكلفة الأرباح المحتجزة عرفت ارتفاعا ضئيلا ووصلت إلى 0.024 دج للسهم في سنة 2015.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(32): يوضح تكلفة الأرباح المحتجزة للفترة 2013-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

3. حساب تكلفة الاقتراض الاجمالية:

تحسب وفق العلاقة الآتية:

$$\text{معدل الفائدة الفعلية} = \frac{\text{مبلغ الفائدة المدفوع}}{\text{مبلغ القرض الممنوح}} \times (1 - \text{معدل الضريبة}) \times 100.$$

الجدول رقم(33): يوضح تكلفة الاقتراض الاجمالية للفترة 2013-2015.

الوحدة: دج.

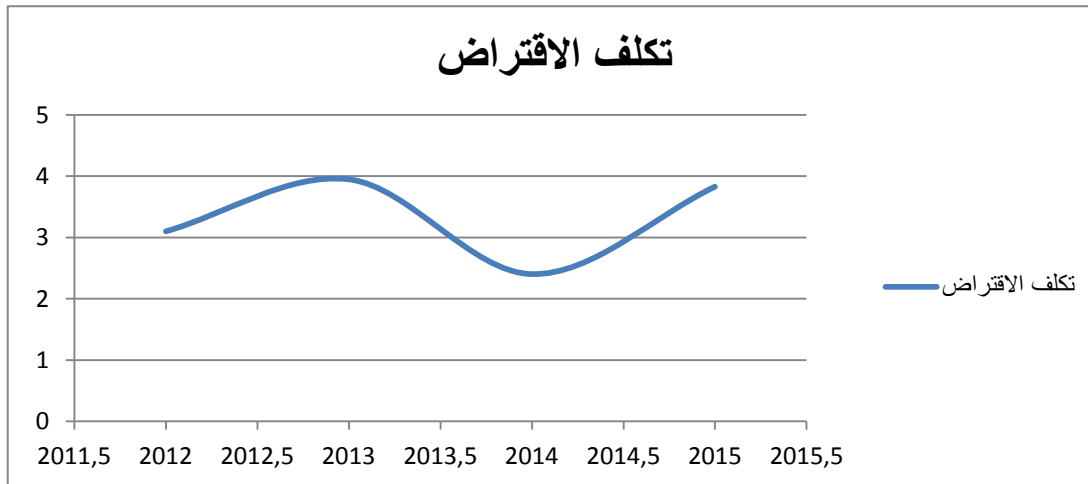
2015	2014	2013	2012	البيان
221380402	113049816	114208627	113076392	مبلغ الفائدة.
4306724070	3564227000	2195764314	2386617481	مبلغ القرض الممنوح.
0.051	0.032	0.052	0.047	= معدل الفائدة
0.75	0.75	0.76	0.66	(1- معدل الضريبة).
3.83	2.4	3.95	3.1	تكلفة الاقتراض الاجمالية.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن تكلفة الاقتراض الاجمالية منخفضة في السنوات 2012-2015 وهذا بسبب زيادة مبلغ القرض مع ثبات مبلغ الفائدة، حيث ارتفعت إلى 3.95 دج في سنة 2013 وشهدت انخفاضا حادا في سنة 2014 ووصل إلى 2.4 دج ثم عاودت الارتفاع إلى أن وصل إلى 3.83 دج للوحدة في سنة 2015، غير أنها تتميز بانخفاض وثبات نسبي وهذا مؤشرا ايجابيا إذ كلما انخفضت تكلفة الاستدانة كلما زادت ثقة المتعاملين الاقتصاديين في المؤسسة.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(33): يوضح تطور تكلفة الاقتراض للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

4. حساب التكلفة الوسطية المرجحة: يمكن توضيحها في الجدول الآتي:

جدول رقم(34): يوضح التكلفة الوسطية المرجحة للفترة 2013-2015.

الوحدة: دج.

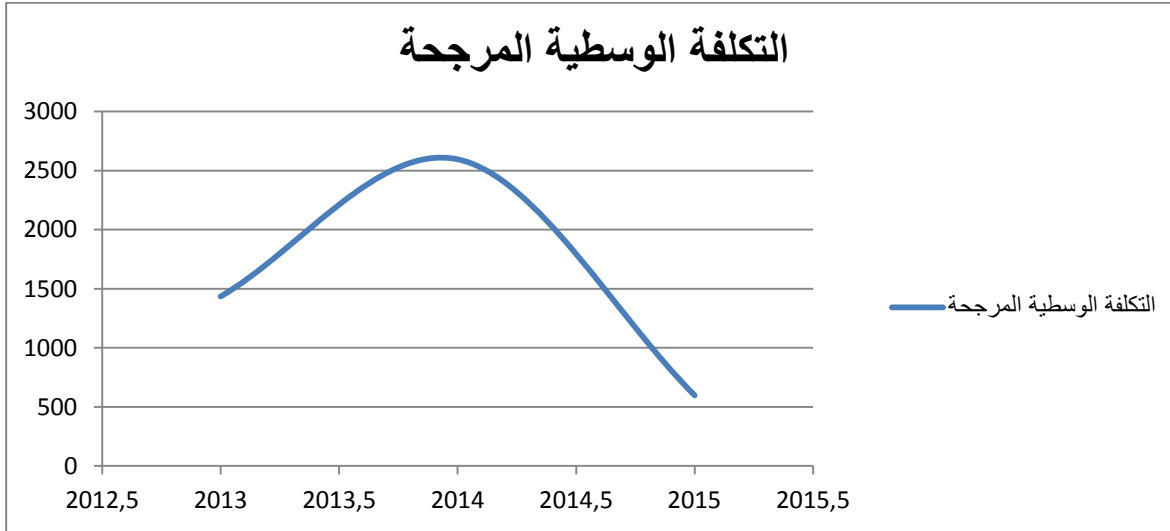
2015			2014			2013			البيان
ت و م	الوزن ن	التكلفة	ت و م	الوزن ن	التكلفة	ت و م	وزن ن	التكلفة	
0.031	1.29	0.024	0.023	1.23	0.019	0.013	1.05	0.012	الأرباح المحتجزة.
319.60	26.37	12.12	2427.90	28.77	84.39	1173.73	32.85	35.73	الأسهم العادية.
277.06	72.34	3.83	168	70	2.4	261.06	66.09	3.95	القروض.
596.69	-	-	2596.08	-	-	1434.80	-	-	ت و م.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه، أن التكلفة الوسطية المرجحة سجلت بقيمة 1434.80 دج في سنة 2013 بسبب تكلفة الوسطية للأسهم العادية التي قدرت بـ 1173.73 دج وتليها القروض بتكلفة 261.06 دج ثم الأرباح المحتجزة التي سجلت أدنى تكلفة بقيمة 0.013 دج للأسهم، أما في سنة 2014 فلقد شهدت ارتفاعا ملحوظا قدر بنسبة 80.92% ويعود السبب إلى ارتفاع تكلفة الأسهم العادية بالدرجة الأولى ثم الأرباح المحتجزة أما تكلفة الاقتراض فشهدت انخفاض حيث قدرت بمبلغ 168 دج وهذا بسبب زيادة مبلغ الاقتراض مع ثبات معدل الفائدة، أما فيما يخص سنة 2015 فشهدت التكلفة الوسطية المرجحة انخفاضا جد حاد حيث قدر بنسبة 77% وهذا بسبب الانخفاض في كل من التكلفة الوسطية المرجحة للأسهم والأرباح المحتجزة حيث قدرت بـ 319.6 دج و 0.031 دج للأسهم عاى التوالي مع ارتفاع تكلفة القروض حيث قدرت بـ 277.06 دج.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(34): يوضح التكلفة الوسطية المرجحة للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

حاولنا من خلال هذا المطلب حساب تكلفة تمويل كل مصدر من مصادر التمويل المكونة للهيكل المالي وتبين لنا أن تكلفة الأسهم العادية تعتبر أكبر تكلفة ثم تليها تكلفة الاقتراض والتي سجلت تكاليف منخفضة جدا مقارنة بتكاليف الأسهم العادية، ثم تليها تكلفة الأرباح المحتجزة التي تعتبر أقل تكلفة في الهيكل المالي لمؤسسة روية.

المطلب الثاني: دراسة الهيكل المالي لمؤسسة روية.

يعتبر الهيكل المالي من بين العوامل المؤثرة على نجاح الإدارة المالية خاصة والمؤسسة الاقتصادية عامة، إذ سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى الهيكل المالي الخاص بمؤسسة روية وأبرز أهم مكوناته ومدى نجاعته.

1. حساب مكونات الهيكل المالي لمؤسسة روية: تظهر في الجدول الآتي:

الجدول رقم(35): يوضح الهيكل المالي للمؤسسة للفترة 2012-2015.

الوحدة: دج.

البيان	2012	%	2013	%	2014	%	2015	%
اموال خاصة.	1705613911	40.47	1763123072	33.31	1984755935	29.17	2076810570	26.8
اموال الاستدانة.	2508435399	59.53	3529854991	66.69	4819527864	70.83	5673782382	73.2
مجموع الموارد.	4214049310	100	5292978063	100	6804283799	100	7750592952	100

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول المبين أعلاه يتضح لنا أن الهيكل التمويلي المتبع من قبل المؤسسة يعتمد على أموال الاستدانة أكثر من اعتماده على أموال الملكية حيث تتجه نسبة الاستدانة إلى الارتفاع سنة بعد الأخرى على عكس الأموال الخاصة التي تتجه نحو الانخفاض، وهو في الحقيقة سلاح ذو حدين، من جهة كلما زادت معدل الاستدانة زادت معه استفادة المؤسسة من أثر الرفع، ومن جهة أخرى إذا تجاوز معدل الاستدانة نسبة معينة سيزيد من تكلفة كل من الاستدانة والأموال الخاصة ما ينتج عنه مخاطر الافلاس كما يجد من الاستقلالية المالية للمؤسسة في حالة وصولها إلى نقطة معينة.

وسيتم توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(35): يوضح الهيكل المالي للمؤسسة للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

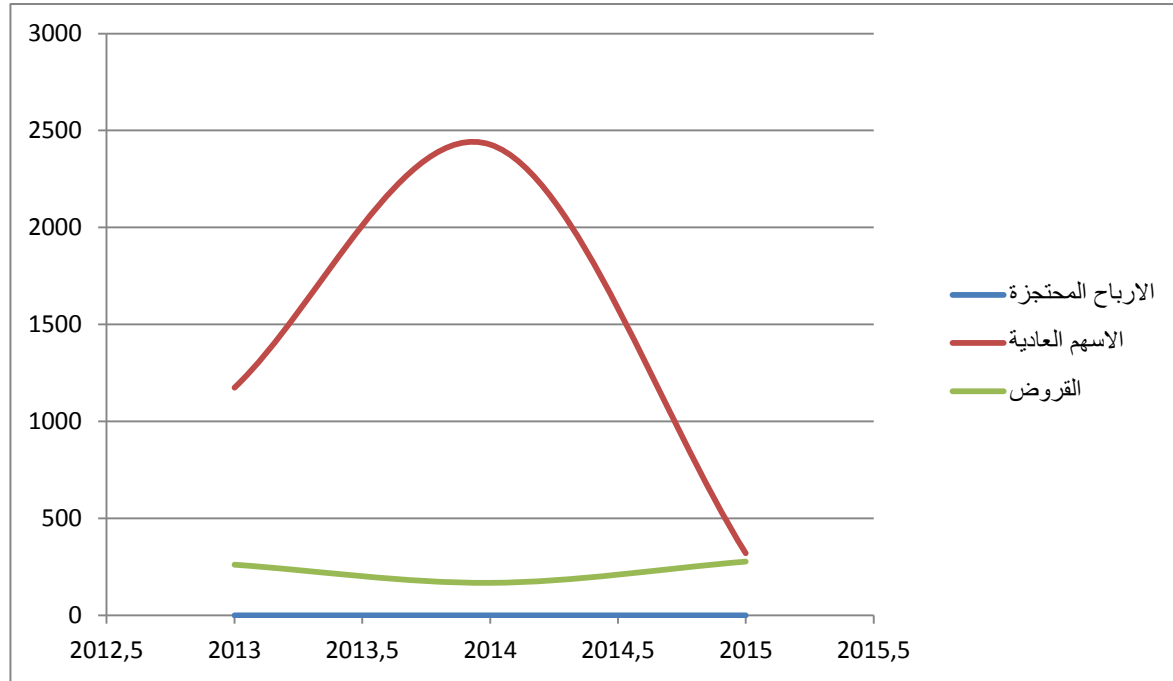
حاولنا من خلال هذا المطلب التطرق إلى الهيكل المالي الخاص بمؤسسة روية للعصائر والذي يتميز بضخامة أموال الاستدانة على عكس أموال الملكية التي تتخذ حيزاً ضيقاً في الهيكل المالي للمؤسسة، وهذا بسبب التكلفة المنخفضة التي تحظى بها الاستدانة بالإضافة للوفرات الضريبية التي ستكون امتيازاً بالنسبة للمؤسسة.

المطلب الثالث: علاقة تكلفة التمويل بالهيكل المالي للمؤسسة.

قمنا في المطلب الأول والثاني بحساب تكلفة تمويل كل عنصر من عناصر الهيكل المالي، ودراسة الهيكل المالي للمؤسسة ونسبة كل من أموال الملكية والاستدانة في الهيكل، وسنحاول من خلال هذا المطلب إيجاد العلاقة بين تكلفة التمويل وتأثيرها على الهيكل المالي للمؤسسة.

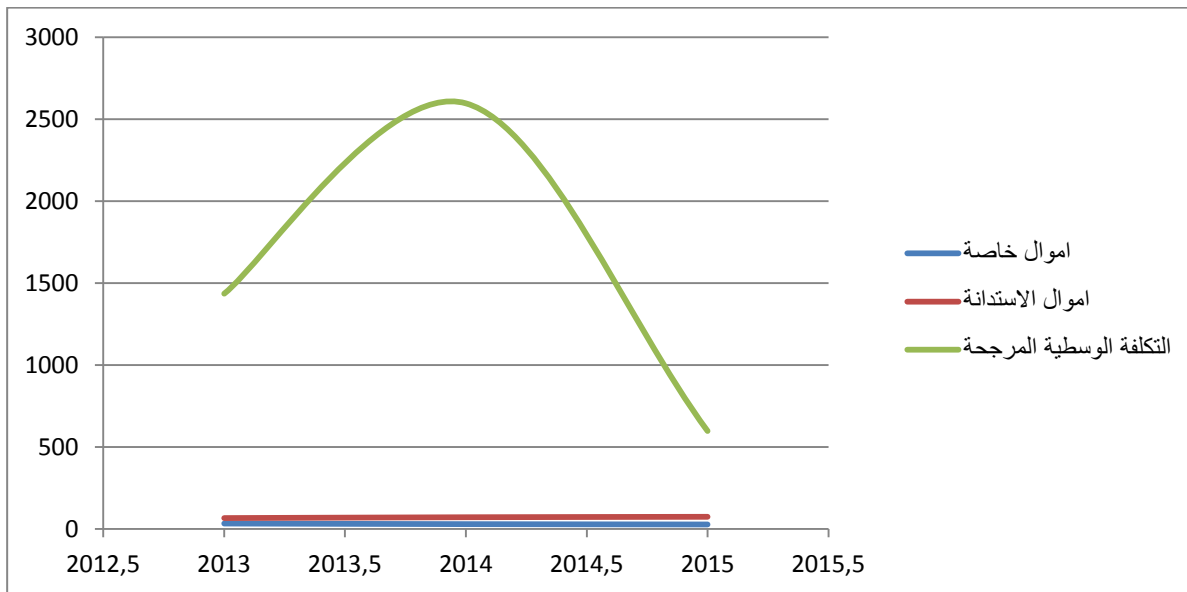
يمكن استخلاص العلاقة بين تكلفة التمويل والهيكل المالي للمؤسسة بالاعتماد على جدول رقم (34) والجدول رقم (35) ومطابقة الشكلين التاليين:

الشكل رقم(36): يوضح تكلفة مصادر تمويل المؤسسة للفترة 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

الشكل رقم(37): يوضح العلاقة بين تكلفة التمويل والهيكل المالي 2012-2015.



المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الشكل المبين أعلاه، أن التكلفة الوسطية المرجحة قدرت في سنة 2013 بـ 1434.80 دج وهذا ناتج عن الارتفاع في تكلفة الأسهم العادية وهذا ما شجع الإدارة على التوجه من التمويل بالأموال الخاصة نحو التمويل عن طريق الاستدانة التي تعتبر تكلفتها منخفضة جدا مقارنة بتكلفة الأسهم العادية، وهذا ما أثبت في سنة 2014 الذي شهد ارتفاعا كبيرا في تكلفة الأسهم العادية مما اجبر المؤسسة في الاستمرار واعتماد أموال الاستدانة كمصدر أساسي للتمويل لانخفاض تكلفته، أما في سنة 2015 فشهدت التكلفة الوسطية المرجحة انخفاض حاد بسبب الانخفاض الحاصل في الأسهم العادية، غير ان المؤسسة لا تزال تعتمد على الاقتراض كمصدر أساسي لتمويل استثماراتها وإستراتيجيتها التوسعية، حيث تسعى إلى الريادة في افريقيا والمغرب العربي خاصة.

لاحظنا من خلال الأشكال السابقة أن مؤسسة روية للعصائر في المرحلة الأولى أي أن الزيادة في الرافعة المالية (اعتماد الاستدانة كمصدر أساسي) يؤدي إلى زيادة العائد ومن ثم قيمة السهم العادي في السوق، ففي هذه الفترة نجد أن تكلفة التمويل بالاستدانة ثابتة نوعا ما، وهذا بسبب نظرة الدائنين إلى حدود التمويل والتي تعتبر ضمن الحدود السليمة التي لا تعرضهم إلى المخاطرة، أي أن تكلفة التمويل تنخفض بزيادة الرافعة المالية.

حاولنا من خلال هذا المطلب إيجاد العلاقة الرابطة بين تكلفة التمويل والهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، إذ أن كلما اتجهت المؤسسة إلى التمويل بالاستدانة كلما انخفضت تكلفة التمويل والأعباء الضريبية، وزاد من القيمة السوقية للمؤسسة باعتباره من أبرز الأهداف التي تسعى إليها المؤسسة الاقتصادية.

حاولنا في هذا المبحث التطرق إلى حساب تكلفة تمويل المصادر المكونة للهيكل المالي مع دراسة مكوناته ومحاولة إيجاد العلاقة الرابطة بين كل من تكلفة التمويل والهيكل المالي للمؤسسة روية والتي تتمحور في علاقة عكسية بين الرفع المالي (الاستدانة) وتكلفة التمويل أي كلما ركزت المؤسسة على التمويل بالاستدانة كلما انخفضت تكلفة التمويل، وعلاقة طردية بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة، حيث لاحظنا أنه على الرغم من اعتماد المؤسسة على أموال الاستدانة كمصدر أساسي لها في التمويل إلى أنها تمتلك قدرة على السداد واستقلالية مالية لا بأس بها وهذا ما يثبت جدارة الإدارة وكفاءتها وسيزيد من استقطاب أكبر عدد من المستثمرين.

خلاصة الفصل:

نخلص من خلال دراستنا الميدانية المتمثلة في أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي للمؤسسة والتي اسقطت على مؤسسة روية، أن المؤسسة تعتمد في تمويل سياستها الاستثمارية المستمرة وإستراتيجيتها التوسعية في المغرب العربي وإفريقيا على أموال الاستدانة كمصدر أساسي ويليه أموال الملكية في الدرجة الثانية، وعلى الرغم تزايد اعتمادها على الاستدانة غير أن المؤسسة تمتلك قدرة على السداد عالية واستقلالية مالية لا بأس بها، وهذا ما سيستقطب أكبر عدد من المستثمرين وسيشجعهم على الاستثمار في أسهم المؤسسة، ورغم النجاح الذي حققته المؤسسة منذ انشائها وخاصة بعد إدراجها في البورصة سنة 2013 غير أن القيمة السوقية لأسهمها تعتبر منخفضة جدا إذ أنها وصلت حاليا إلى 325 دج، وهذا بسبب إنعدام ثقافة الاستثمار في البورصة في المجتمع الذي تتواجد فيه المؤسسة.

وفي الأخير نوجز القول في أن مؤسسة روية تملك توازن مالي على المدى القصير وتحظى باستقلالية مالية وقدرة على تسديد ديونها في مواعيد استحقاقها، رغم كثافة الديون وهذا ما أثبت جدارة وكفاءة إدارة المؤسسة.

الخاتمة العامة:

يتضح لنا جليا من خلال هذه الدراسة أن تركيبة المثلى للهيكال المالي تعتبر أحد الأسس والمتطلبات الضرورية لنجاح أي سياسة تمويلية في المؤسسات الاقتصادية.

تعد العملية التمويلية من المواضيع التي تحتل حيزا كبيرا في الإدارة المالية والتي تسعى من خلالها المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيق أهدافها المتمثلة في تعظيم العائد بأقل تكاليف ومخاطرة ممكنة، فعدم تجانس مصادر التمويل سواء من حيث الخصائص أو التكاليف أو طرق الحصول عليها يتيح للمؤسسة فرصة المفاضلة بين مختلف البدائل التمويلية الداخلية والخارجية بهدف تشكيل هيكل مالي متوازن قادر على تحقيق أهدافها المسطرة وتجسيد استراتيجيتها على المدى البعيد بما يتماشى مع ظروفها الاقتصادية.

لذا حاولنا من خلال هذه الدراسة معرفة أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، ولتجسيدها تم اسقاط الجانب النظري على مؤسسة مدرجة في بورصة الجزائر، ألا وهي المعمل الجزائري الجديد للمصبرات NCA-ROUIBA، للتعرف بنوع من الدقة على المصادر التمويلية المعتمدة من قبل المؤسسة وتأثيرها على الهيكل المالي ومدى نجاحها في تحقيق السياسات والأهداف المسطر من قبل المؤسسين، ليتم في الأخير التوصل إلى مجموعة من النتائج العامة والخاصة وتقديم بعض الاقتراحات والتوجهات التي يمكن للمؤسسة أن تستفيد منها.

نتائج:

توصلنا من خلال دراستنا للجانب النظري والتطبيقي إلى جملة من النتائج نستعرضها في النقاط التالية:

- ✓ يمكن تصنيف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة حسب معيار الملكية، إلى أموال الملكية وأموال الاستدانة، حيث تتضمن أموال الملكية الأسهم العادية، الممتازة والأرباح المحتجزة. غير أن السندات، القروض والإيجار تعتبر أموال استدانة، إلا أن مؤسسة روية لا تعتمد الأسهم الممتازة، السندات والإيجار كمصدر للتمويل على الرغم من المزايا التي تميزها عن غيرها من المصادر؛
- ✓ تتدخل مجموعة من العوامل في تحديد واختيار المزيج التمويلي المناسب لمؤسسة روية، ومن بينها الرفع، العائد والمخاطرة؛
- ✓ تعتبر مؤسسة روية من المؤسسات الرائدة في مجال الصناعة الغذائية، إذ احتلت مكانة خاصة في السوق المحلي لقطاع المشروبات؛
- ✓ في سنة 2013 تم ادراج مؤسسة روية في بورصة القيم المنقولة، وهذا يعتبر مؤشر نجاح بالنسبة للمؤسسة وقناة دائمة للحصول على الاموال؛

الخاتمة العامة

- ✓ تطمح المؤسسة لتطوير قدراتها وترقية سياسة الجودة الشاملة وذلك استجابة للنمو السريع في السوق والمعايير الدولية؛
- ✓ تتبع المؤسسة سياسة استثمارية مستمرة لزيادة اداءها الانتاجي تماشياً مع التكنولوجيا الحديثة ومتطلبات السوق الكمية والنوعية، إذ شهد الاستثمار زيادة بأكثر من 1.7 مليار دينار وكانت موجهة نحو المعدات الصناعية؛
- ✓ تحظى المؤسسة بتوازن مالي على المدى القصير، على عكس المدى المتوسط والطويل الذي يشهد اضطراب مستمر؛
- ✓ على الرغم من إدراج المؤسسة في البورصة إلى أنها لا تعتمد السوق المالي كمصدر تمويلي بسبب قلة الوعي بالتعامل في هذه الأسواق؛
- ✓ تعتمد مؤسسة رويبة على التمويل بالاستدانة لكن بالرغم من الايجابيات على الهيكل المالي وعلى التوازن المالي إلا أنه يؤثر سلباً خاصة فيما يتعلق بالاستقلالية المالية والتي ستؤثر على ثقة المتعاملين الاقتصاديين؛
- ✓ على الرغم من عدم توازن الهيكل المالي على المدى الطويل إلا أن مؤسسة رويبة تحقق أرباح مهولة وتطمح لأن تكون العلامة الرائدة في المغرب العربي ومن بين أحسن عشر شركات في افريقيا والبحر الأبيض المتوسط الناشطة في قطاع الصناعة الغذائية؛
- ✓ استفادت المؤسسة من الرفع وحققت معدلات عوائد معتبرة بأقل مخاطرة وهذا يدل على أن المؤسسة لديها هيكل مالي مناسب يتماشى مع الظروف المحيطة بها.

اختبار الفرضيات:

استخلصنا في هذا البحث صحة الفرضيات التالية:

- تمثل الفرضية الأولى في أن مؤسسة رويبة تعتمد على عدة مصادر لتمويل هيكلها المالي، ممثلة في التمويل بالملكية والتمويل بالاستدانة. حيث تتكون أموال الملكية من الأرباح المحتجزة والأسهم العادية، في حين يعتمد التمويل بالاستدانة على القروض طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.
- أما فيما يتعلق بالفرضية الثانية التي مفادها أن الأساليب التمويلية المعتمدة من قبل مؤسسة رويبة يترتب عليها تكاليف تؤثر على هيكلها المالي، حيث تتغير تكلفة كل مصدر تمويلي عن الآخر سواء كانت التمويل بالملكية أو التمويل بالاستدانة، وبالرغم من انخفاض تكلفة التمويل بالملكية مقارنة بتكلفة الاستدانة، الى انه من خلال الدراسة التطبيقية تم التوصل إلى أن تكلفة التمويل بالملكية أكبر من تكلفة التمويل بالاستدانة، هذا ما شجع مؤسسة رويبة للتوجه نحو التمويل بالاستدانة، حيث حققت أداء إيجابي توازن مالي على المدى القصير لأنها تحظى

الخاتمة العامة

بنسب هيكله ورافعة مالية ايجابية، غير أن استقلاليتها المالية تتراجع سنة بعد الأخرى، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

التوصيات:

من خلال النتائج التي توصنا إليها يمكن الخروج بالتوصيات التالية:

- ✓ على الإدارة المالية الخاصة بمؤسسة روية الامام بجميع المصادر المالية المتاحة أمامها والمفاضلة بينها حسب ما يتناسب وسياستها الاستثمارية والتوسعية؛
- ✓ يجب على الادارة المالية الخاصة بمؤسسة روية أخذ تكلفة التمويل والعائد والمخاطرة بعين الاعتبار في تركيبة الهيكل المالي الخاص بالمؤسسة ، لما لها من تأثير في تحديد قيمتها في السوق؛
- ✓ على المؤسسة روية تنويع مصادرها المالية وتقليل اعتمادها على الاستدانة، رغم أنها تستفيد من الرفع المالي في الوقت الراهن إلا أنها تفقد استقلاليتها المالية وسلطة اتخاذ القرار شيئاً فشيئاً؛
- ✓ على المؤسسة التوجه نحو مصادر تمويلية أكثر حداثة ومردودية وعلى رأسها الاستئجار الذي يمنحها فرصة تحديد معداتها بما يتماشى مع التكنولوجيا ومتطلبات السوق الكمية والتنوعية دون اللجوء لتجميد الأموال؛
- ✓ الاعتماد على البورصة بزيادة طرح أسهمها للاكتتاب العام سواء على المستوى الاقليمي أو الدولي، مما يؤثر على هيكلها المالي وزيادة استثماراتها وتوسعاتها؛
- ✓ يجب على مؤسسة روية تنويع في تعاملاتها وعدم التعامل مع مقرر أو بنك معين، حتى لا يكون هناك تحديد للاستقلالية المالية وقوة تفاوضية للمتعلمين؛
- ✓ بما أن المؤسسة تعتمد على الاقتراض كمصدر أساسي يمكنها تبني إدارة المخاطر لتتبع العمليات المالية دورياً مما يسهل عليها تجنب المخاطر التي يمكن أن تواجهها، سواء كانت مخاطر ائتمانية، سيولة أو عدم التسديد؛
- ✓ يمكن أن تتوجه المؤسسة إلى الاقتراض قصير الأجل أكثر لأن طبيعة نشاطها تتميز بسرعة دوران، أي أن دورة استغلالها قصيرة ولا تحتاج للاقتراض طويل؛
- ✓ اصلاح المنظومة المالية وخلق مؤسسات مالية جديدة لتمويل المؤسسات الاقتصادية؛
- ✓ نشر ثقافة الاستثمار في البورصة وتخفيف من البيروقراطية وشروط الادراج في البورصة وفتح المجال امام المؤسسات لتنشيط الدورة الاقتصادية؛
- ✓ إنشاء مؤسسات مختصة في اصلاح خلل الهياكل المالية والإدارة المالية للمؤسسات الاقتصادية.

أفاق البحث:

إن البحث في مجال تمويل المؤسسة الاقتصادية لا يزال واسعاً، إذ يمكن التعمق في كل مصدر من مصادر التمويل، كما يوجد بعض النقاط التي يمكن أخذها كمواضيع لبحوث أخرى والتي نذكر منها:

- ✓ أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة الاقتصادية.
- ✓ تحديد الهيكل المالي وفعاليته في زيادة إنتاجية ومردودية المؤسسة الاقتصادية.
- ✓ فعالية التشخيص المالي في تنفيذ استراتيجية المؤسسة الاقتصادية.

أولاً: المراجع باللغة العربية:

1. الكتب:

- 1- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الإقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008.
- 2- العزازي محمد، بن لعور بوعلام، التسيير المحاسبي والمالي، الديوان الوطني للمطبوعات المدرسية، الجزائر، 2014.
- 3- جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، الأردن، 2013.
- 4- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2008.
- 5- دريد كامل آل شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2009.
- 6- زياد سليم رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، عمان، 1996.
- 7- سالم طلال راهي الحسناوي، التأجير التمويلي وتطبيقات مختارة، دار المنهجية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2016.
- 8- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتحليل المالي، مكتبة مطبعة الأشعة الفنية، مصر، 1997.
- 9- سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار، التمويل، التحليل المالي: مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، بدون سنة.
- 10- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2002.
- 11- طاهر حردان، أساسيات الإستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009.
- 12- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي الاسكندرية، مصر، 2006.
- 13- عبد الحميد عبد المطلب، البنوك الشاملة، الدرا الجامعية للنشر، مصر، 2000.
- 14- عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007.
- 15- عدنان تايه النعيمي، ارشاد فؤاد التميمي، الادارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2009.
- 16- عدنان تايه النعيمي، أسامة عزمي سلام وآخرون، الإدارة المالية "النظرية والتطبيق"، دار المسير للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ، الأردن، 2007.

- 17- عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسير، الأردن، 2007.
- 18- على عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008.
- 19- عليان الشريف، رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 20- لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية-بن عكنون-، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2004.
- 21 - محمد الصالح الحناوي، نihal فريد مصطفى وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001،
- 22- محمد صالح الحناوي، رسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 1996.
- 23- محمد على إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2013.
- 24- محمد على ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2010.
- 25- محمد مطر، الإتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني" الأساليب والادوات والاستخدامات العملية"، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، الاردن، 2006.
- 26- معراج الهواري، حاج سعيد عمر، التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس، دار كنوز المعرفة، الطبعة الأولى، الأردن، 2013.
- 27- مفلح عقل، مقدمة في الادارة المالية، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2009.
- 28- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية" مدخل تحليل معاصر"، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، الطبعة الرابعة، مصر، 2000.
- 29- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998.
- 30- منير شاكر محمد، عبد الناصر نور وآخرون، التحليل المالي"مدخل صناعة القرارات"، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2008.
- 31- مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، وإثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
- 32- نعيم نمر داوود، التحليل المالي "دراسة نظرية تطبيقية"، الطبعة الأولى، دار البداية، الأردن، 2012.

- 33- نور الدين خبابة، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، لبنان، 1997.
- 34- يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي "الإدارة المالية"، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2011.

2. الرسائل:

- 1- بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار "دراسة تطبيقية على شركة المساهمة العامة العاملة بفلسطين"، مذكرة ماجستير غير منشورة، إدارة الأعمال، كلية التجارة بالجامعة الاسلامية- غزة-، فلسطين، 2005.
- 2- بن مراد زينب، مساهمة مؤشرات القيمة المضافة في تقييم الاداء المالي لمؤسسة القطاع الخاص باجزائر (دراسة حالة مؤسسة NCA - ROUIBA) خلال الفترة 2010-2013، مذكرة ماستر اكايمي، كلية العلوم الاقتصادية التسيير والعلوم التجارية، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة-، الجزائر، 2014.
- 3- بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة: "دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز"، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة-، الجزائر، 2014.
- 4- بوقابة زينب، التدقيق الخرجي وتأثيره على فعالية الأداء في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة "المعمل الجزائري الجديد للمصبرات NCA - ROUIBA"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011.
- 5- شعبان محمد، نحو إختيار هيكل مالي أمثل للمؤسسة الإقتصادية" دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2010.
- 6- عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة التوزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم "دراسة حالة"، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012.

3. المطبوعات البيداغوجية:

¹ - سعيدة بورديمة، التسيير المالي، مطبوعة دروس، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 - قالمة، الجزائر، 2015.

4. الملتقيات:

1- عبد الله غالم، عمار بن نورا، تأثير السلوك المالي العائد والمخاطرة في المؤسسة الاقتصادية، الملتقى الوطني حول الادارة المالية: رفع أساسي لتحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (واقع وأفاق)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر، 25-26/11/2014.

2- محسن عواطف، حياة بقراري، مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني حول: الإدارة المالية رفع أساسي لتحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر واقع وأفاق، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر، 25-26/11/2014.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

1 Asma trabelsi, **les déterminants de la structure de capital et les particularités de financement dans les PME : une étude sur données françaises**, thèse pour l'obtention du titre de docteur en sciences de gestion, université de paris, ix dauphine edogest, paris, 2006.

2 - Safia Berka, **Les Relation Banques/Entreprises Publiques :Portées et Limites « Cas De La Banque Nationale D'Algérie et l'entreprise Leader Meuble Taboukert »**,Mémoire De Magister, Faculté Des Sciences Economiques et Sciences De Gestion, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou , Algérie, 2012.

3 - Soumia dali youcef, **Le Financement Par Le Leasing : Un Nouveau Moyen D'aide Au Développement De La PME en Algérie.** « Son Application a La BNP Paribas Eldjazair et La BADR Banque, Mémoire De Magister, Université D'oran, Algérie, 2011.

5. مواقع الانترنت:

1 - <https://docs.google.com/a/univ> Cours D'analyse financière Approfondie, Master finance, Université D'Orléans

2 - bohotti.blogspot.com/2015/5/blog-post-250.html.

3 - الموقع: dspace.univ-bouira.dz:8080/jspui/bitstream/123456789/2855/5/fصل4.pdf

4 - <http://www.rouiba.com.dz> .

ملخص:

إن اختلاف وتباين مصادر التمويل وعدم تجانسها يمنح للمؤسسة الاقتصادية فرصة المفاضلة بينها بهدف بلوغ هيكل مالي أنسب، حيث تعتبر كل من تكلفة التمويل والرفع المالي من أهم محدداته. واستهدفت هذه الدراسة معرفة أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، ولتحقيق أهداف الدراسة فقد سخرنا الجانب التطبيقي لدراسة حالة مؤسسة كونها مؤسسة مدرجة في بورصة الجزائر ورائدة في مجال الصناعة الغذائية. وخلصت الدراسة إلى أن مؤسسة روية قد حققت وجود هيكل مالي مناسب، من خلال أكبر عائد وبأقل تكلفة، كما أفادت أن تكلفة التمويل والرفع المالي يؤثران على التوازن المالي واستقلالية المؤسسة الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: المؤسسة الاقتصادية، تكلفة التمويل، الهيكل المالي، الرفع، العائد، التكلفة.

Résumé

La diversité des sources de financement et leur hétérogénéité donne à l'entreprise économique une opportunité de choisir préférentiellement une source en vue d'atteindre la structure financière la plus appropriée, où le coût de financement et le levier financier sont considérés comme les plus importants de ses déterminants.

Cette étude visait à connaître l'effet du coût de financement sur la structure financière de l'entreprise économique. Et afin de réaliser les objectifs de l'étude, nous avons consacré le côté pratique pour étudier le cas au sein de la Nouvelle Conserverie Algérienne CNA-Rouiba en tant qu'une entreprise incluse à la Bourse d'Alger et comme un leader dans le domaine de l'industrie alimentaire.

L'étude a conclu que l'entreprise de Rouiba a réalisé l'existence d'une structure financière appropriée, à travers d'un grand rendement et à moindre coût ; elle a également indiqué que le coût de financement et le levier financier affectent l'équilibre financière et l'indépendance de l'entreprise économique.

Les mots clés : l'entreprise économique, le coût de financement, la structure financière, l'effet de levier financier, le rendement, le coût

Abstract :

The diversity of financing sources and their heterogeneity, gives the economic enterprise an opportunity to choose among those sources the most advantageous one in order to reach the most appropriate financial structure, where the financing cost and the leverage are considered as the most important of its determinants.

This study aimed to determine the effect of the financing cost on the financial structure of the economic enterprise. And for a purpose of achieving the objectives of the study, we have devoted the practical side to study the case in the New Algerian Conservancy CNA-Rouiba as a listed company in the Algerian Stock Exchange and as a leader in the Food industry.

The study concluded that the company of Rouiba has attained the existence of an appropriate financial structure, through a high return with the lowest costs; it also indicated that the financing cost and the leverage affect the financial balance and the independence of the economic enterprise.

Key words: economic enterprise, financing cost, financial structure leverage, return, cost.