



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الوادي بالوادي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: اقتصاد وتسيير المؤسسات

المزيج التمويلي للمؤسسة

دراسة حالة بملبنة سوف لي. كوينين الوادي

من إعداد:

➤ حاج سعد محمد.

➤ حساني عبد الستار

➤ الليي صلاح الدين

تحت اشراف:

➤ الدكتور: الاسود عبدالحليم

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	➤ الدكتور: الأسود محمد
مشرفا ومقررا	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	➤ الدكتور: الاسود عبد الحليم
مناقشا	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	➤ الدكتور: حسين علي

الموسم الجامعي: 2025/2024



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الوادي بالوادي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: اقتصاد وتسيير المؤسسات

المزيج التمويلي للمؤسسة

دراسة حالة بملبنة سوف لي. كوينين بالوادي

من إعداد:

➤ حاج سعد محمد.

➤ حساني عبد الستار

➤ الليي صلاح الدين

تحت اشراف:

➤ الدكتور: الاسود عبد الحليم

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	➤ الدكتور: الأسود محمد
مشرفا ومقررا	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	➤ الدكتور: الاسود عبد الحليم
مناقشا	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	➤ الدكتور: حسين علي

الموسم الجامعي: 2025/2024

شكر وعرفان

نشكر أولاً وأخيراً الله تعالى الذي أسبغ علينا نعمه ظاهرة وباطنة، وأمدنا بالصبر لتذلل الصعوبات أمامنا وأعاننا كل العون على إنجاز هذه المذكرة.

ثم نشكر أستاذنا الكريم الدكتور عبد الحليم الأسود الذي قبل الإشراف على مذكرتنا وساعدنا خطوة بخطوة لبلوغ نهاية البحث.

وأشكر كل من ساهم وبذل جهداً ولو بالقليل في إنجاز هذه المذكرة، كما نشكر الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول المناقشة.

ملخص الدراسة بالعربية:

تهدف هذه المذكرة إلى دراسة المزيج التمويلي للمؤسسة الاقتصادية من خلال تحليل مصادر التمويل المستعملة في مؤسسة ملبنة "سوف لي" بولاية الوادي، خلال الفترة الممتدة بين 2021 و2024. وقد تم التركيز على مكونات الهيكل المالي للمؤسسة، ونسب التمويل الذاتي، والاعتماد على الديون، من أجل تقييم مدى توازن المزيج التمويلي واستقراره. شملت الدراسة جانبًا نظريًا تم فيه التطرق إلى مفاهيم المؤسسة الاقتصادية، مصادر التمويل، وأنواع الهياكل التمويلية، بالإضافة إلى المؤشرات المالية المرتبطة بتكلفة الأموال والرفع المالي. أما في الجانب التطبيقي، فتم استخدام الميزانية المحاسبية للمؤسسة وتحليل تطور الأصول والخصوم، مما أتاح تقييم المزيج التمويلي. وقد أظهرت النتائج أن المؤسسة تعتمد بشكل كبير على التمويل الخارجي، لا سيما الديون قصيرة الأجل، مع ضعف في نسبة التمويل الذاتي، وهو ما قد ينعكس سلبًا على مرونتها المالية واستقلالها في اتخاذ القرارات الاستثمارية

الكلمات المفتاحية :

. المزيج التمويلي

. التمويل الذاتي،

. مؤسسة اقتصادية، ملبنة سوف لي

Thesis Abstract

This thesis aims to study the financial mix of an economic institution through an applied case of **SOUF LAIT** located in El Oued, covering the period from 2021 to 2024. The research focuses on analyzing the financial structure of the company, examining the sources of financing used, particularly the balance between internal and external funding.

The theoretical part of the study presents key concepts related to economic institutions, types of financing, capital structure models, and financial indicators such as cost of capital and financial leverage.

The practical part analyzes the company's accounting balance sheets, with a focus on the evolution of assets and liabilities during the study period. The results indicate a strong reliance on external financing, especially short-term debt, while the level of self-financing remains weak.

This financial structure may limit the company's flexibility and independence in investment decisions and increase its financial risk.

Keywords:

- Financial mix
- capital structure
- self-financing
- economic institution
- SOUF LAIT Dairy.

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
	شكر وعران
	الفهرس
1	مقدمة
8	الفصل الأول المؤسسة الاقتصادية
10	المبحث الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية
10	المطلب الأول: تعريف المؤسسة الاقتصادية
11	المطلب الثاني: أهداف ووظائف المؤسسة الاقتصادية
14	المطلب الثالث: تصنيفات المؤسسة الاقتصادية
21	المبحث الثاني: ماهية المزيج التمويلي
21	المطلب الأول: مفهوم المزيج التمويلي
23	المطلب الثاني: السياسات التمويلية
24	المطلب الثالث : العوامل المؤثرة على المزيج التمويلي
29	المبحث الثالث: مكونات المزيج التمويلي
29	المطلب الأول: التمويل بالملكية.
34	المطلب الثاني: التمويل بالالتزامات المالية
42	المطلب الثالث: التقنيات المستحدثة في تمويل المؤسسات الاقتصادية
53	الفصل الثاني: المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية
55	المبحث الأول: الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية
55	المطلب الأول: ماهية الهيكل التمويلي الأمثل
56	المطلب الثاني: مناهج اختيار الهيكل التمويلي الأمثل
57	المطلب الثالث: محددات الاختيار بين مصادر الهيكل التمويلي الأمثل

	(العوامل المحددة)
61	المبحث الثاني: النظريات المفسرة للمزيج التمويلي
61	المطلب الأول: النظرية الكلاسيكية (التقليدية)
63	المطلب الثاني: نظرية مديكلياني وميلر
66	المطلب الثالث: نظرية التوازن
67	المطلب الرابع: النظرية المتعددة الأشكال
71	المبحث الثالث: تكلفة الأموال والرفع المالي
71	المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال والعوامل المؤثرة عليها
73	المطلب الثاني: تقدير تكلفة الأموال
81	المطلب الثالث: الرفع المالي
86	الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة سوف لي
88	المبحث الأول: التقديم العام للمؤسسة
88	المطلب الأول: التعريف بالمؤسسة
88	المطلب الثاني: مهام وأهداف المؤسسة
89	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي
94	المبحث الثاني: تحليل المزيج التمويلي
94	المطلب الأول: تحليل الهيكل المالي للمؤسسة
100	المطلب الثاني: تحليل نسب الهيكل المالي للمؤسسة
105	المطلب الثالث: أثر الرافعة المالية للمؤسسة
114	الخاتمة
	قائمة المراجع
	قائمة الملاحق

فهرس الجداول:

الصفحة	الموضوع
25	الجدول رقم (01) : منهج التغطية في التمويل.
64	الجدول(02) الافتراضات والانتقاضات الموجهة النظرية مديكلياتي وميلر
95	الجدول رقم (1-3)الميزانية المحاسبية المؤسسة جانب الأصول سوف لي بين الفترة(2021-2024)
97	الجدول رقم (2-3)الميزانية المحاسبية المؤسسة جانب الخصوم سوف لي بين الفترة(2021-2024)
98	الجدول رقم(3-3)الميزانية المالية المختصرة المؤسسة جانب الأصول سوف لي بين الفترة(2021-2024)
99	الجدول رقم(3-4)الميزانية المالية المختصرة المؤسسة جانب الخصوم سوف لي بين الفترة(2021-2024)
100	الجدول رقم(3-5) الهيكل المالي المؤسسة بين الفترة (2021-2024)
102	الجدول رقم(3-6) التمويل الذاتي المؤسسة بين الفترة (2021-2024)
103	الجدول رقم (3-7) لتركيبية الأموال الخاصة وتطورها خلال الفترة المدروسة. بين الفترة(2021-2024)
104	جدول رقم(3-8)تطور الديون قصيرة الأجل المؤسسة حضنة حليب بين (2021-2024)
105	جدول رقم (3-9) تطور الديون متوسطة وطويلة الأجل المؤسسة بين (2021-2024)
106	الجدول رقم(3-10)نسب الهيكل المالي المؤسسة سوف لي بين (2021-2024)
110	جدول رقم(3-11)تطور المردودية الإقتصادية المؤسسة بين (2021-2024)
111	جدول رقم (3-12) أثر الرافعة المالية المؤسسة سوف لي بين (2021-2024)
113	جدول رقم(3-13) تطور القيمة المضافة المؤسسة سوف لي بين (2021-2024)

مقدمة

مقدمة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية العمود الفقري الذي يقوم عليه الاقتصاد الوطني لأية دولة، حيث أن تطور هذه الأخيرة مرتبط بقدرة مؤسساتها على تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة، غير أن مزاوله المؤسسة الي نشاط اقتصادي تتولد عنه احتياجات تمويلية تلجأ إلى تغطيتها بالبحث عن أساليب التمويل الملائمة سواء من مصادر داخلية أو خارجية، لذلك فإن التمويل هو العصب المحرك لنشاط المؤسسة.

إن الصعوبة التي تواجه المدير المالي في إطار تأدية مهامه، لا تكمن في البحث عن أساليب التمويل في حد ذاتها بقدر ما تكمن في طريقة المزج بين مختلف أساليب التمويل المتاحة التي تتميز بالتنوع والتعدد وفي بعض الأحيان بالتعقيد، أي كيفية إيجاد التوليفة المثلى للأموال الخاصة والديون. و لن يتحقق ذلك إلا بعد تحليل علمي دقيق لبدائل التمويل المتاحة ودراسة تأثيراتها المحتملة على المؤسسة، بالإضافة إلى دراسة أهم محددات القرار التمويلي. تتفاوت أساليب التمويل من حيث التدفقات النقدية الإضافية المترتبة عن استخدامها في ما بينها لا يصاحب التمويل بالأموال الخاصة أي تدفقات نقدية داخلية نجد أن التمويل بالقروض يتولد عنه وفورات ضريبية يمكن اعتبارها في حكم التدفقات النقدية الداخلية، هذا التفاوت يعكس لنا أثر قرار التمويل على قرار الاستثمار و هذا الأخير يتأثر بالتدفقات النقدية الإضافية التي تصاحب طريقة التمويل المستخدمة.

1. إشكالية البحث

اعتبارا لما تقدم تتجلى معالم إشكالية هذا البحث والتي يمكن صياغتها في السؤال الرئيسي التالي:

ما هو أثر المزيج التمويلي الامثل للمؤسسة الاقتصادية ؟ وكيف يؤثر هذا على آدائها المالي ؟

لمحاولة الإجابة على هذه الإشكالية نطرح بعض الأسئلة الفرعية التي تشكل مضمون فصول هذا البحث التي اعتمدها لتغطية الجوانب النظرية والتطبيقية للموضوع:

- ما هو المزيج التمويلي المتاح أمام المؤسسة الاقتصادية ؟
- . ما هي هيكل ومحددات اختيار أساليب المزيج التمويلي في المؤسسة الاقتصادية ؟
- على أي أساس يتم اختيار أساليب التمويل في ملبنة سوف لي لإنتاج الحليب ومشتقاته

بكوينين - الوادي

2. فرضيات البحث

حتى يمكننا الإجابة على الأسئلة الفرعية تمت صياغة الفرضيات التالية:

- 1 - تتنوع أساليب التمويل في المؤسسة الاقتصادية بين مصدرين أساسين هما: أموال الملكية وأموال الاستدانة؛
- 2 - تعبر محددات اختيار أساليب التمويل في المؤسسة الاقتصادية عن مجموع العوامل التي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على قرار التمويل، منها ما هو كمي ومنها ما هو نوعي؛
- 3 - تعتمد المؤسسة ملبنة سوف لي لإنتاج الحليب ومشتقاته في المفاضلة بين البدائل التمويلية المتاحة على محددات ومعايير علمية موضوعية ودقيقة.

3. أسباب اختيار موضوع البحث:

يمكن إدراج العديد من الأسباب والدوافع الموضوعية التي أدت إلى اختيار البحث في هذا الموضوع، نذكر منها:

تعد مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية من بين المواضيع الحساسة وذات الأهمية البالغة في مجال الإدارة المالية؛

- الرغبة الشخصية في دراسة هذا الموضوع باعتباره يندرج ضمن مجال التخصص؛
- الرغبة في إبراز أهمية التمويل الأمثل .

4. أهمية البحث

يستمد هذا البحث أهميته من أهمية الموارد المالية على نشاط واستمرارية المؤسسة الاقتصادية من جهة و تعدد وتنوع المصادر التمويلية من جهة أخرى، حيث تعد مسألة اتخاذ قرار التمويل داخل المؤسسة من أهم المواضيع وأكثرها حساسية. فقرار التمويل يتعلق بالإستراتيجية المالية للمؤسسة التي تهدف إلى البحث عن المزيج الأمثل لمختلف عناصر التمويل، حيث أن أي خطأ في اختيار التوليفة المناسبة من شأنه أن يعرض المؤسسة إلى مشكلات ومتاعب قد تعصف بمستقبلها، وهو ما يقتضي ضرورة معرفة الأسس و المحددات التي على أساسها يتم اختيار المزيج التمويلي الملائم.

5. أهداف البحث

نهدف من خلال هذا البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- الوقوف على مختلف المفاهيم المتعلقة بقرار التمويل وبيان أهميته ومكانته في المؤسسة الاقتصادية؛

- معرفة مختلف أساليب التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية و كيفية الاختيار بينها؛

- التعرف على المعايير الواجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية؛

- محاولة الاطلاع على سلامة القرار التمويلي داخل المؤسسة ملبنة سوف لي لإنتاج الحليب ومشتقاته من خلال الدراسة التطبيقية؛

- التوصل إلى درجة تأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية.

6. منهج البحث والأدوات المستخدمة

بغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده والإجابة على الإشكالية المطروحة، اتبعنا المنهج الوصفي من أجل عرض المفاهيم الخاصة بالتمويل وكذا أساليب التمويل المتاحة أمام المؤسسة وكيفية المفاضلة بينها باستخدام مجموعة من المعايير أو المحددات. كما انتهجنا المنهج التحليلي لتحليل النتائج المتوصل إليها من خلال حساب محددات أساليب التمويل بناءً على المعلومات المقدمة من طرف المؤسسة محل الدراسة، فضلاً عن منهج دراسة حالة الذي حاولنا من خلاله إسقاط الخلفية النظرية للموضوع على المؤسسة ملبنة سوف لي لإنتاج الحليب ومشتقاته.

أما الأدوات المستخدمة في هذه الدراسة فتتمثل في مختلف المصادر و المراجع التي تشمل الكتب و الأبحاث والرسائل والمجالات العلمية ذات الصلة بالموضوع.

7. حدود الدراسة

بهدف الوصول إلى نتائج أكثر دقة وموضوعية تم وضع حدود للدراسة نلخصها فيما يلي:

الحدود الموضوعية : محاولة هذه الدراسة توضيح محددات اختيار أساليب التمويل في المؤسسة ملبنة سوف لي لإنتاج الحليب ومشتقاته.

الحدود المكانية : تم تطبيق الدراسة الميدانية لهذا البحث على مؤسسة خاصة والمتمثلة في المؤسسة ملبنة سوف لي لإنتاج الحليب ومشتقاته بكوينين - الوادي -؛.

الحدود الزمانية : تمتد الدراسة الميدانية ما بين (2021-2024) وهي عبارة عن دراسة تقديرية.

8. الدراسات السابقة

تعتبر دراستنا حلقة مكملة للدراسات السابقة و التي من أهمها نذكر:

- دراسة الباحث شعبان محمد تحت عنوان "نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية:" و هي عبارة عن رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة بجامعة بومرداس سنة 2010. أجريت هذه الدراسة على مجمع صيدال، حيث ركز الباحث على دراسة سبل تقييم و

تقويم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية. ومن أهم ما توصل إليه الباحث في هذه الدراسة هو تحديد العوامل الأساسية التي تحدد تركيبة أموال المؤسسة وإدخال أساليب التحليل العلمي عند اختيار بدائل التمويل المتاحة والموازنة العوائد والمخاطر الناتجة عنه لترشيد قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية، لما لهذه الأخيرة من تأثير على قيمة للمؤسسة؛

• دراسة الباحثة زغود تبر تحت عنوان "محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية": وهي عبارة رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة بجامعة قاصدي مرباح بورقلة سنة 2009، أجريت هذه الدراسة بمجموعة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر. ركزت الباحثة على استخلاص العوامل المحددة لسياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية ومحاولة بناء نموذج تجريبي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الجزائرية بالقطاعين العام والخاص. وأهم ما توصلت إليه الدراسة هو أن المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تلجأ إلى الاستدانة قصد تمويل احتياجاتها المالية وذلك بسبب عدم كفاية مواردها الذاتية، كما كشفت النتائج عن وجود تباين واضح في العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بكل من القطاعين العام والخاص؛

• دراسة الباحثة زواوي فضيلة تحت عنوان "تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر": وهي عبارة عن رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة بجامعة بومرداس سنة 2009 أجريت هذه الدراسة بمؤسسة سونلغاز. وقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- يعتبر التمويل الذاتي والتمويل في السوق المالي واللجوء إلى القروض المصرفية من أهم الطرق التقليدية التي تلجأ إليها المؤسسات الاقتصادية لتوفير الموارد المالية لتغطية احتياجاتها التمويلية؛

- إن النشاط التمويلي بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية الداعم الأساسي لبقائها و استمراريتها وحتى تتحقق هذه الأخيرة لابد من دراسة العوامل المحددة لنوع التمويل المناسب الذي بواسطته تعظم المؤسسة أرباحها وتقلل المخاطر إلى أدنى حد لها.

9. صعوبات الدراسة

• صعوبة الحصول على المعلومات الكافية لإجراء الدراسة التطبيقية في المؤسسات الاقتصادية الوطنية؛

• عدم وفرة دراسات سابقة تخدم نفس الموضوع؛

• قلة المراجع والمصادر حول الموضوع.

10. تقسيمات البحث

بهدف إنجاز هذه الدراسة والتوصل إلى النتائج المرجوة وفقا لمنهجية علمية تم تقسيمها إلى ثلاثة فصول مسبوقة بمقدمة عامة ومنتوية بخاتمة عامة. خصصنا الفصل الأول منها لتسليط الضوء على مفهوم المؤسسة الاقتصادية وماهية المزيج التمويلي وخصائصه ومكوناته ومراحله، بالإضافة إلى مصادر التمويل وأنواعها المختلفة. أما الفصل الثاني فقد تطرقنا فيه إلى الهيكل التمويلي الامثل للمؤسسة الاقتصادية ومناهج ومحددات اختياره. بالإضافة الى النظريات المفسرة له . في حين ركزنا في الفصل الثالث التطبيقي على دراسة ومعرفة المعايير والمحددات التي تعتمد عليها المؤسسة ملبنة سوف لي لإنتاج الحليب ومشتقاته بكوينين - الوادي لاختيار المصادر المناسبة لتمويل مشاريعها.

الفصل الأول

المؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الأساسية والمحور الأساسي الذي يدور حوله أي اقتصاد حيث تعمل من خلال وظائفها المختلفة إلى بلوغ وتحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية متعددة وتعتبر أحد أنواع المؤسسات الاقتصادية، التي شهدت في الآونة الأخيرة اهتماما بالغا من العديد من الدول متقدمة منها أو نامية وهذا لما تتميز به هذا النوع من المؤسسات من خصائص ومميزات.

حيث أثبتت قدرتها في معالجة المشكلات الاقتصادية الرئيسية التي تواجه الاقتصاديات المختلفة وبدرجة أكبر من المؤسسات الكبيرة ومن هذا تعتبر صنف من أصناف المؤسسات الاقتصادية :

المبحث الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية

المطلب الأول: تعريف المؤسسة الاقتصادية

أن عملية إعطاء ووضع تعريف موحد وواضح للمؤسسة الاقتصادية يعتبر أمر بالغ الصعوبة، وتباينت آراء الاقتصاديين حول مفهوم المؤسسة الاقتصادية، وهناك جملة من الأسباب التي أدت إلى عدم الوقوف على تعريف موحد للمؤسسة الاقتصادية أهمها.¹

- التطور المستمر الذي شهدته المؤسسة الاقتصادية في طرق تنظيمها، منذ ظهورها، وخاصة في هذا القرن.

- تشعب واتساع نشاط المؤسسة الاقتصادية، سواء الخدماتية منها أو الصناعية، وقد ظهرت عدة مؤسسات بعدة أنواع من النشاطات في نفس الوقت، وفي أماكن مختلفة .

- اختلاف الاتجاهات الاقتصادية والايديولوجية، حيث أدى ذلك إلى اختلاف نظرة الاقتصاديين في النظام الاشتراكي إلى المؤسسة من نظرة الرأسماليين، وعليه إعطاء التعاريف مختلفة للمؤسسة.

وفيما يلي تتدرج بعض التعاريف الشاملة الخاصة بها:

❖ تعرف على أنها اندماج عدة عوامل يهدف إنتاج أو تبادل سلع وخدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين، وهذا في إطار قانوني ومالي اجتماعي معين، ضمن شروط تختلف تبعا المكان وجود المؤسسة وحجم ونوع النشاط الذي تقوم به، ويتم هذا الاندماج لعوامل الإنتاج بواسطة تدفقات نقدية حقيقية وأخرى معنوية وكل منها يرتبط ارتباطا وثيقا بالأفراد، وتتمثل الأولى في الوسائل والمواد المستعملة في نشاط المؤسسة، أما الثانية فتتمثل في الطرق والكيفيات والمعلومات المستعملة في تسيير ومراقبة الأولى.²

¹ ناصر دادي عدون، اقتصاد مؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، الطبعة الثانية، 1998، من 08.

² المرجع نفسه، ص10.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

❖ وتعرف كذلك على أنها الشكل الاقتصادي والفني وقانوني واجتماعي لتنظيم العمل المشترك للعاملين فيها والتشغيل أدوات الإنتاج وفق أسلوب محدد لقيم العمل الاجتماعي بهدف إنتاج سلع أو وسائل الإنتاج أو تقديم خدمات متنوعة.¹

كما تعرف - أنها مجموعة من الطاقات البشرية والموارد المادية (طبيعية كانت أو مادية أو غيرها) والتي تشغل فيما بينها وفق تركيب معين وتوليفة محددة قصد إنجاز أو أداء المهام المنوطة بها من طرف المجتمع.²

المطلب الثاني: أهداف ووظائف المؤسسة الاقتصادية

أولاً: أهداف المؤسسة الاقتصادية

إن أصحاب المؤسسات الاقتصادية سواء كانت عمومية منها أو خاصة، يسعون وراء إنشائهم للمؤسسة، إلى تحقيق جملة من الأهداف والله مختلف كانت مدعمة بالاختلاف أصحاب وطبيعة وميدان نشاط المؤسسات، ويمكن تلخيص هذه الأهداف في النقاط التالية:

1- الأهداف الاقتصادية

1-1 تحقيق الربح:³

يعتبر تحقيق الربح المبرر الأساسي لوجود المؤسسة لأنه يسمح لها بتعزيز طاقتها التمويلية الذاتية التي تستعملها في توسيع قدراتها الإنتاجية وتطويرها.

1-2 عقلنة الانتاج:⁴

أي الاستعمال الرشيد لعوامل الإنتاج ورفع إنتاجياتها من خلال التخطيط المحكم والدقيق للإنتاج.

1-3 تغطية المتطلبات التي يحتاجها المجتمع:

وهذا من خلال تحقيق كامل عناصر الإنتاج لتلبية الحاجات المتزايدة.

¹ صمويل عبود، اقتصاد مؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 1982، ص 35.

² احمد طرطار، تقنيات المحاسبة العامة في المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، 1999، ص 15.

³ ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص ص: 17، 18.

⁴ المرجع نفسه، ص 18.

2- الأهداف الاجتماعية:

- من بين الأهداف الاجتماعية التي تسعى المؤسسة الاقتصادية على تحقيقه ما يلي:
- ضمان مستوى مقبول من الأجور.
 - تحسين مستوى معيشة العمال.
 - توفير تأمينات ومرافق للعمال.
 - تأهيل العمال.¹

3- الأهداف التكنولوجية:

من بين الأهداف التكنولوجية التي تؤديها المؤسسة:²

- البحث والتنمية: حيث مع تطور المؤسسات عملت على توفير إدارة أو مصلحة خاصة بعملية تطوير الوسائل والطرق الإنتاجية علميا، وترصد لهذه العملية مبالغ قد تزداد أهمية لتصل إلى نسبة عالية من الأرباح، ويمثل هذا البحث نسبة عالية من الدخل الوطني في الدول المتقدمة، وخاصة في السنوات الأخيرة.

ثانيا: وظائف المؤسسة الاقتصادية

للمؤسسة عدة وظائف تمكنها من أداء دورها الاقتصادي والاجتماعي:

1- الوظيفة المالية:

- تعتبر الوظيفة المالية من أهم الوظائف في المؤسسة، فالمؤسسة لا تقوم بنشاطها من إنتاج وتسويق دون توافر الأموال اللازمة لتمويل أوجه النشاط المختلفة وأوجه الإنفاق.
- وتعرف الوظيفة المالية على أنها مجموعة من المهام والعمليات التي تسعى في مجموعها إلى البحث عن الأموال في مصادرها الممكنة بالنسبة للمؤسسة، بعد تحديد الحاجات التي تريدها من الأموال من خلال برامجها وخططها الاستثمارية.³

¹ إبراهيم بختي، دور الإنترنت وتطبيقاتها في مجال التسويق، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002-2003، ص: 05.

² ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 21.

³ ناصر داني عدون، مرجع سابق، ص 263.

2- وظيفة التمويل:

التمويل المجموعة من مهام والعمليات، يعني العمل على توفير مختلف عناصر المخزون المحصل عليا من خارج المؤسسة، بكميات وتكاليف ونوعيات مناسبة طبقا لبرامج وخطط المؤسسة.¹

ومن هذا التعريف يتضح لنا أن وظيفة التمويل تنقسم إلى مهمتين فرعيتين مهمة الشراء ومهمة التخزين.

2 - 1 - مهمة الشراء: ² هي مجموعة من الأنشطة التي تختص بتوفير مستلزمات النشاط من خارج المؤسسة بالكمية والجودة والأسعار المناسبة، وفي التوقيت ومن المصدر المناسبين.

2 - 2 - مهمة التخزين: ³ هي مجموعة من الإجراءات والأعمال التي تقوم بها المؤسسة على أساس أنظمة محكمة، ووفق صيغ معينة وعبر أجهزة مختصة، لتأمين الإمداد المستمر بالمستلزمات السلعية لعمليات التشغيل في الزمن المحدد وبالكميات والنوعية المطلوبتين.

3- وظيفة الانتاج:

يعتبر الإنتاج الوظيفة الأساسية للمؤسسات الإنتاجية فهو المبرر لوجودها والحافز على استمرارها وبقاءها كون الإنتاج يرتبط بإشباع الحاجات الإنسانية وبالتالي فإنه يستمر ما دامت الحاجة الإنسانية قائمة. ويمكن تعريفها بأنها عملية إنتاج المنفعة أو المنافع التي يقيم العمل من أجل خلقها وبيعها كوسيلة لتحقيق الربح.⁴

4- وظيفة التسويق:

التسويق ويعرف التسويق على أنه مجموع العمليات والمجهودات التي تبذلها المؤسسة من أجل معرفة أكثر المتطلبات السوق، وما يجب إنجازه في مجال مواصفات المنتج الشكلية والتقنية حتى تستجيب أكثر لهذه المتطلبات من جهة، وكل ما يبذل من جهود في عملية ترويج

¹ ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 294.

² على الشرفاوي المشتريات وإدارة المخازن الدار الجامعية ، بيروت، 1995، ص: 20.

³ أحمد طرطار، الترشيد الاقتصادي للطاقت الإنتاجية في المؤسسة ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص: 75

⁴ سعاد نائف برتوطي، إدارة الأعمال الصغيرة، دار وائل النشر، عمان، الأردن، 2005، ص: 226 .

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

وتوفير المنتج للمستهلك في الوقت المناسب وبالطريقة الملائمة حتى تباع أكبر كمية ممكنة منه وبأسعار ملائمة تحقق أكثر أرباحا لها.¹

5- وظيفة الموارد البشرية:

تحتل وظيفة الموارد البشرية مكانة هامة في المؤسسة، وتعرف وظيفة الموارد البشرية وتطويرها وتحليلها والحفاظ عليها بما يمكن من تحقيق الأهداف بأعلى مستويات الكفاءة والفعالية.²

المطلب الثالث: تصنيفات المؤسسة الاقتصادية

أولاً- تصنيف المؤسسات الاقتصادية تبعا لمعيار الحجم

يتم تقسيم المؤسسات الاقتصادية ووضع الحدود الفاصلة بينها استنادا لحجم المؤسسة حيث تأخذ كلمة المؤسسة الاقتصادية وفق هذا المعيار الأشكال التالية:
مؤسسات مصغرة - مؤسسات صغيرة - مؤسسات متوسطة - مؤسسات كبيرة.

1- المعايير الكمية لتصنيف المؤسسات الاقتصادية:

حيث يتم تصنيف المؤسسات الاقتصادية السلامة إلى مؤشرات كمية ذات طابع إحصائي ومن بين أهم المعايير الشائعة الاستخدام هي:
- معيار عدد العمال (حجم العمالة).
- المعيار المالي أو النقدي والذي يضم معيار رأس المال المستثمر ومعيار حجم المبيعات.
1-1 معيار عدد العمال أو حجم العمالة : يعتبر هذا المعيار الأكثر شيوعا واعتمادا على الإطلاق في العديد من الدول، حيث يتم تصنيف المؤسسات الاقتصادية ووضع الحدود الفاصلة بين مختلف أحجمها استنادا على حجم اليد العاملة في المؤسسة.

ويتم الأخذ بهذا المعيار في العديد من الدول نظرا للخصائص الذي يتميز بها وهي:³

¹ ناصر نادي عدون ، مرجع سابق ، ص 327

² جمال الدين محمد المرسى الإدارة الاستراتيجية المحجية الموارد البشرية الدار الجامعية، الإسكندرية 2003، ص 36

³ برايس نورة، المشروعات الصادرة والمتوسطة والخالية تمويلها، دراسة ميدانية حالة مؤسسة FERTIAL عناية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، التخصص مالية المؤسسة، جامعة عنابة، 2005-2006، ص106.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

- الثبات النسبي حيث لا يتأثر هذا المعيار بالمتغيرات في قيمة النقود نتيجة عامل التضخم.
- كذلك توافر البيانات إلى حد كبير وسهولة الحصول عليها من المؤسسات.
- لكن هذا المعيار من جهة أخرى له سلبياته وقد وجهت له عدة انتقادات أهمها.
- أن العمالة المؤقتة تؤدي إلى تغير حجم المؤسسة من وقت لآخر.
- كذلك نوعية التكنولوجيا والمعدات المستخدمة ومدى تطورها يؤثر على حجم العملة. كذلك يعاب على هذا المعيار أن استخدام الله ومدى تطورها بوالي الدراما الوضع الحقيقي لحجم العمال.

فعلى سبيل المثال هناك صناعات كثيرة لتطلب إستثمارات مالية كبيرة ولكنها توظف عدد صغير من العمالة وبالتالي يمكن اعتبارها صغيرة.

1-2 المعيار المالي أو نقدي: وفيه عدة معايير وهي :

1-2-1 معيار رأس المال المستثمر: يتم تصنيف كل نوع من المؤسسات ووضع الحدود الفاصلة فيما بينها على أن لا يتجاوز رأس المال المستثمر في كل نوع حد أقصى معين يختلف باختلاف الدول التي توجد بها تلك المؤسسات وذلك تبعاً لدرجة النمو الاقتصادي التي بلغتها الدولة وتبعاً لمدى الوفرة أو الندرة النسبية في عناصر الإنتاج المختلفة.¹

ولا يتم الاعتماد على هذا المعيار كثيراً وهذا راجع إلى أنه يتطلب إجراء تعديلات مستمرة تبعاً للمعدلات التضخم، كذلك اختلاف دلالاته من دولة إلى أخرى وفي الدولة الواحدة من قطاع إلى آخر ومن فترة إلى أخرى.

1-2-2 المعيار الثنائي أو المزدوج (العمالة ورأس المال) : نظراً لأن العمالة ليست هي العنصر الوحيد في العملية الإنتاجية حيث هناك العديد من العناصر الأخرى مثل رأس المال المستثمر فهناك بعض الدول تستخدم خليطاً من المعيارين معيار حجم العمالة ومعيار رأس المال في تصنيف المؤسسات الاقتصادية.

¹ المرجع السابق ، ص16.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

ويعتمد هذا المعيار في تحديد حجم المؤسسات المختلفة على الجمع ما بين المعيارين السابقين أي معيار العمالة ورأس المال معا في معيار واحد، وذلك عن طريق وضع حد أقصى للعمالة بجانب مبلغ معين لرأس المال المستثمرة.¹

1-2-3 معيار حجم المبيعات أو حجم الإنتاج أو رقم الأعمال: هناك بعض الدول تستخدم هذا المعيار لتحديد حجم المؤسسة، حيث كلما كبرت نسبة مبيعات المؤسسة كبر حجمها، حيث تستخدم حجم الإنتاج إذا كانت المؤسسة تحصل على إيراداتها من مصدر واحد، وتستخدم رقم الأعمال إذا كانت تحصل على إيراداتها من مصادر مختلفة.²

2- المعايير النوعية لتصنيف المؤسسات الاقتصادية: نتيجة لبعض العيوب التي تتصف بها المعايير الكمية في تصنيف المؤسسات الاقتصادية هناك من يعتمد على المعايير النوعية في وضع الحدود الفاصلة بين المؤسسات وهذه المعايير تركز على الخصائص الرئيسية التي تتميز بها المؤسسة.

وأهم هم هذه المعايير المستعملة هي: الاستقلالية - الحصة السوقية - طبيعة الصناعة.

1-2 الاستقلالية: والمقصود بها استقلالية الإدارة والعمل، وعدم تدخل هيئات خارجية في عمل المؤسسة، وصاحب أو أصحاب المؤسسة يتحملون المسؤولية الكاملة فيما يخص التزامات المؤسسة تجاه الغير، حيث نجد في المؤسسات الكبيرة أن الوظائف الخاصة بالإنتاج والإدارة توزع وتتجزأ على عدة أشخاص، أما في المؤسسات المصغر والصغيرة والمتوسطة غالبا ما يؤدي صاحب المؤسسة تلك الوظائف وحده وينفرد في اتخاذ القرارات.³

2-2 الحصة السوقية: يعتبر السوق المال النهائي لإنتاج المؤسسة وعليه فإن حصة المؤسسة من السوق قد تعطي صورة من قوتها ومدى تحكمها فيه، حيث تعتبر المؤسسة التي تمتلك

¹ المرجع السابق، ص 19.

² سعاد تالف برونوطي، مرجع سابق، ص: 137.

³ رايح خوني، حساني رقية اطلاق تمويل وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية، جامعة سطيف، 25 - 28 ماي 2003.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

حصة كبيرة في السوق تعد كبيرة وأما تلك التي تنشط في حدود معينة تعتبر صغيرة أو متوسطة ذلك أنه من خصائص هذه الأخيرة صغر حجم إنتاجها وضالة حجم رأس مالها ومحدودية نشاطها ويكون انتاجها موجه لأسواق المحلية والتي تتميز بضعفها ولا تستطيع أن تفرض أي نوع من الاحتكار في السوق عكس المؤسسات الكبرى التي يمكن تعرض حالة من الاحتكار الضخامة رأس مالها وكبر حجم إنتاجها وحصتها السوقية.¹

3- طبيعة الصناعة:2

يتم كذلك تصنيف المؤسسات اعتمادا على الطبيعة الفنية للصناعة أي مدى استخدام الآلات في العملية الإنتاجية فبعض الصناعات تحتاج في صناعتها إلى وحدات كبيرة نسبيا من العمل ووحدات صغيرة نسبيا من رأس المال كما هو الحال في الصناعات الاستهلاكية الخفيفة، في حين تحتاج بعض الصناعات الأخرى إلى وحدات قليلة نسبيا من العمل ووحدات كبيرة نسبيا من رأس المال، الأمر الذي ينطبق على الصناعات الثقيلة.

ثانيا: تصنيف المؤسسات الاقتصادية تبعا للمعيار القانوني

1- المؤسسات العمومية:3

وهي المؤسسات التي يعود رأس مالها للقطاع العام، فهي تعتبر مؤسسات الدولة بالإنشاء أو التأميم، و يكون التسيير فيها بواسطة شخص أو أشخاص تختارهم الجهة الوصية،

2- مؤسسات مختلطة:4

وهي تلك المؤسسات التي تترك الدولة أو إحدى هيئتها مع الأفراد أو المؤسسات الأخرى في ملكيتها، مع العلم أن تنظيم هذا النوع من المؤسسات يخضع كذلك لعدة ضوابط تحددها تشريعات وأحكام خاصة.

¹ رابح خوني، المرجع السابق ص ،

² يوسف قريشي سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة ميدانية، الأطروحة دكتوراه دولة غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص علوم التسيير، جامعة الجزائر 2004-2005 م، ص19.

³ ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص ص 59،60.

⁴ أحمد طرطار، تقنيات المحاسبة العامة في المؤسسة ، مرجع سابق، ص: 17.

3- المؤسسات الخاصة:¹

وهي تلك المؤسسات التي تؤول ملكيتها إلى شخص واحد أو مجموعة من الأشخاص، كالمؤسسات الفردية ومؤسسات الشركات على أن كل نوع من هذه المؤسسات يحكمه نمط قانوني معين يحدد طرق وإجراءات تسييرها، ويتم تقسيم المؤسسات الخاصة إلى:

3-1- المؤسسات الفردية: تنشأ هذه المؤسسات عن جمع شخص يعتبر رب العمل أو صاحب رأس المال لعوامل الإنتاج الأخرى. حيث تختلط فيها شخصيتها القانونية بشخصية صاحب رأس المال الذي يقوم بإنشاء هذه المؤسسة «

ويأخذ هذا النوع من المؤسسات أنواع تتباين من مؤسسات إنتاجية إلى وحدات تجارية أو خدماتية ... إلخ. وغالبا ما يكون عدد العاملين فيها منخفضاً.²

3-2 مؤسسات الشركات: يعرف المشرع الجزائري الشركة على أنها عقد بمقتضاه يلتزم شخصان طبيعيين أو اعتباريان أو أكثر على المساهمة في نشاط مشترك بتقديم حصة من عمل أو مال أو نقد نتقدم بهدف اقتسام الربح الذي قد ينتج أو تحقق اقتصاد أو بلوغ هدف اقتصادي ذي منفعة مشتركة كما يتحملون الخسائر التي قد تتجر عن ذلك.³

وتنقسم الشركات على ثلاث أقسام رئيسية هي:

1- شركات الأشخاص. 2- الشركات ذات المسؤولية المحدودة. 3- شركات الأموال.

1- شركات الأشخاص:

وتعتبر امتداد للمؤسسات الفردية وهي عبارة عن ارتباط بين شخصين أو أكثر على أن

لا يتجاوز عدد الشركاء 20 شخصا ويتم اقتسام الربح والخسارة.⁴

2- شركة ذات المسؤولية المحدودة

¹ أحمد طرطار، المرجع السابق، ص: 17.

² ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 54.

³ المادة 416 من القانون المدني، القانون رقم 88-14 المؤرخ في 03 مايو 1988.

⁴ عبد الغفور عبد السلام وآخرون، إدارة المشروعات الصغيرة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص: 24.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

هي شركة تؤسس من شخص واحد أو عدة أشخاص لا يتحملون الخسائر إلا في حدود ما قدموا من حصص.¹

وقد حدد لا يقل عن 100000 دج المشرع الجزائري رأسمال الشركة بأن ج وينقسم إلى حصص ذات قيمة اسمية متساوية تقدر 1000 دج على الأقل.²

- كما لا يجب أن يتجاوز عدد الشركاء عشرين شريكا.³

3- شركات الأموال:

كذلك تسمى شركات المساهمة وهي تتكون من مجموعة من الأشخاص يساهمون بحصص في رأس ما الشركة، وتكون قيمة الأسهم متساوية وقابلة للتداول، وصاحب الأسهم لا يتحمل الخسارة إن وقعت إلا قيمة الأسهم التي يشارك بها، كذلك يتقاضى عائدات على أسهمه على شكل أرباح موزعة.⁴

ثالثا: تصنيف المؤسسات الاقتصادية قطاعيا

توزع المؤسسات الاقتصادية استنادا لهذا المعيار إلى ثلاث قطاعات رئيسية: قطاع الفلاحة - قطاع الصناعة - قطاع الخدمات، ويضم كل قطاع ما يلي:⁵

1- مؤسسات القطاع الأول الفلاحة:

وتجمع المؤسسات المتخصصة في كل من الزراعة بمختلف أنواعها ومنتجاتها، وتربية المواشي بالإضافة إلى أنشطة الصيد البحري، وغيره من النشاطات مرتبطة بالأرض والموارد الطبيعية القريبة إلى الاستهلاك.

2- مؤسسات القطاع الثاني الصناعة:

وتجمع مختلف المؤسسات التي تعمل في تحويل المواد الطبيعية إلى منتجات، وتشمل بعض الصناعات المرتبطة بتحويل المواد الزراعية إلى منتجات غذائية وصناعية مختلفة، وكذلك صناعات تحويل وتكرير للمواد الطبيعية من معادن وطاقات وغيرها، وهي ما تسمى

¹ الفقرة الأولى من المادة 564 من القانون التجاري الجزائري.

² المادة 566 من القانون التجاري الجزائري، تبعا لـ المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993.

³ المادة 590 من القانون التجاري الجزائري.

⁴ ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 57.

⁵ ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 70-71.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

بالصناعات الاستخراجية ومؤسسات الصناعية الاستهلاكية بشكل عام، ومؤسسات صناعة التجهيزات وسائل الإنتاج المختلفة، وتلاحظ أن توزيع هذه المؤسسات يمكن أن تجمع في فرعين رئيسيين الصناعات الخفيفة وفي أغلبها استهلاكية وغير دافعة للاقتصاد بشكل واضح، الصناعات الثقيلة أو المصنعة هي مختلف الأنشطة الصناعية التي تعمل منتجاتها على دفع الاقتصاد أماميا، حيث تعتبر كمستعمل الموارد ومنتجات قطاعات مثل الاستخراجية والطاقة، ومنتج لوسائل إنتاج تستعمل في مختلف القطاعات الاقتصادية وهي بذلك دافعة إلى الأمام.

3- مؤسسات القطاع الثالث:

هذه المؤسسات تشمل مختلف الأنشطة التي لا توجد في المجموعتين السابقتين وهي ذات أنشطة جد مختلفة وواسعة انطلاقا من المؤسسات الحرفية النقل البنوك المؤسسات المالية التجارة، الصحة وغيرها.

المبحث الثاني: ماهية المزيج التمويلي

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

المطلب الأول: مفهوم المزيج التمويلي

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

1 تعريف المزيج التمويلي

توجد عدة تعاريف مختلفة للمزيج التمويلي نذكر منها:

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

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

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

ويمثل المزيج التمويلي "جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو إقتراض وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل"¹.

يجب أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، المصطلح الأول " المزيج التمويلي والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة ، أما المصطلح الثاني هيكل رأس المال والذي يقصد به التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال للمؤسسة يعتبر جزءا من مزيجها التمويلي" ومن خلال ما سبق يمكن تقديم تعريف حول المزيج التمويلي على أنه المزيج الذي يتم به تمويل الأصول من خلال الجمع بين الأموال الخاصة والإقتراض ويقاس بنسبة كل عنصر في التمويل.

2- خصائص المزيج التمويلي

يتصف المزيج التمويلي بمجموعة من المواصفات تتمثل أساسا في²

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

¹ مد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية والتحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدارالجامعية الإسكندرية، مصر، 2005، ص 302
² سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار ، التمويل التحليل المالي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر ، 1997، ص 216.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

- إن عملية إستئجار الأصول تعفي المؤسسة من دفع تكلفة إكتساب الأصول منذ بداية الاستثمار في حالة الشراء النقدي لهذه الأصول؛ ضربيا ؛
- يمكن هذا النوع من التمويل من إنتفاع المؤسسة المستأجرة بالمزايا الضريبية، إذ تطرح أقساط التأجير
- يمكن التمويل التأجيري للمؤسسة المستأجرة من الحصول على خدمات الصيانة المقدمة من طرف المؤجر بشروط أفضل من الخدمات التي يمكن الحصول عليها في حالة تملكها للأصل. ولتمويل التأجيري عيوب نذكر أهمها :¹
- إن تكلفة التمويل التأجيري مرتفعة بالنسبة للقروض الأخرى؛
- بعد إنتهاء مدة الاستئجار فإن المؤسسة المستأجرة تتحمل خسارة القيمة المتبقية من قيمة الأصل؛ سهولة الحصول عليه قد تؤدي إلى مردودية ضعيفة

المطلب الثاني: السياسات التمويلية

- تختلف السياسة التي تتبعها كل مؤسسة في تمويل مشاريعها، حيث تتسم إدارتها بالجرأة عن الأخرى، وتهيمن على مقاليد الأمور فيها عن إدارة محافظة في عملية إختيار مصدر التمويل الملائم والمفاضلة بين مصادر التمويل المملوكة ومصادر التمويل المفترضة.
- 1 - سياسة التمويل المحافظة:** وهي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ فإنها تقوم بالاعتماد على مصادر تمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة، وذلك تفاديا لإحتمال انخفاض قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها، وهذه السياسة تخفض من مخاطر العر المالي الذي يرافقه انخفاض في مستوى العائد وفقا لحالة التلازم بين المخاطرة والعائد المتوقع.²

- 2 سياسة التمويل الجريئة:** وهي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تتميز إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها قد تذهب في اعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى حد

¹ عبيدي سعد نوح، مرجع سبق ذكره، ص.65

² منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة المكتب العربي الحديث الإسكندرية، مصر، 1999، ص 225.

استخدامها في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملاً في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر.¹

3 - سياسة التمويل المثلى : ويقصد بها تلك السياسة التي تقوم على الإلتزام الحرفي بمبدأ التغطية الذي يقضي بضرورة موازنة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله وعليه تقوم إدارة المؤسسة بموجب إتباع سياسة التمويل المثلى بتمويل الأصول الدائمة من مصادر طويلة الأجل والأصول المؤقتة من مصادر قصيرة الأجل.

المطلب الثالث : العوامل المؤثرة على المزيج التمويلي

ومن خلال ما سبق فثمة عوامل أساسية تباشر تأثيرها على القرارات الخاصة بتشكيل الكل المالي لأي المزيج مؤسسة اقتصادية، والذي من خلاله تتمكن الإدارة من تعظيم مستوى ربحيتها " ، وبالتالي تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد.

أولاً - الملائمة : ويرتكز عامل الملائمة على ضرورة وأهمية الوصول إلى التوازن الأمثل بين كلا من جانبي الأصول والخصوم ، حيث أن لذلك التوازن اثر مباشر على تحقيق هدفي السيولة والربحية للمؤسسة،² وذلك على اعتبار أن كلا من استخدامات الأموال ومصادرها تنقسم داخليا من حيث التوقيت الزمني إلى طويلة الأجل وقصيرة الأجل تتمثل في الأصول المتداولة ، ومن جهة أخرى فان مصادر الأموال تنقسم إلى مصادر طويلة الأجل والتي تتمثل في مكونات هيكل رأس المال طويلة الأجل والمتمثلة في الأموال المملوكة والأسهم الممتازة والقروض طويلة الأجل ، وان المصادر قصيرة الأجل تتمثل في القروض قصيرة الأجل والموردون ، وهناك اتفاق على أن الاستخدامات قصيرة الأجل والتي تتمثل في الأصول المتداولة ليست بكاملها استخدامات قصيرة الأجل ولكن هناك جزء منها يمكن أن يطلق عليه رأس المال الكامل الدائم والذي يعني ذلك القدر من الأموال اللازم لإنتاج السلع والخدمات الضرورية لإشباع الطلب في أدنى نقطة له،³ ويتميز رأس المال العامل الدائم ،

¹ منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، نفس المرجع السابق، ص226.

² جمال الدين المرسي ، احمد عبد اله اللحج ، الإدارة المالية ، الدار الجامعية ، إسكندرية ، 2006 ، ص 250.

³ منير إبراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، مرجع سبق ذكره، ص6.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

بأن قيمة تضل بصفة دائمة في المؤسسة ، وبالتالي لا يمكن لله وردين أو الدائنين من استرداد الأموال المستثمرة فيه إلا عند تصفية المؤسسة ، أي أن رأس المال العامل الدائم يمثل الحد الأدنى للأصول المتداولة التي تحتفظ به المؤسسة بشكل مستمر ، وعلى هذا الأساس يتحقق التناسق بين التدفق النقدي الداخل والتدفق النقدي الخارج ، وهذا ما يمكن أن يطلق عليه منهج التغطية في التمويل والذي يمكن أن نوضحه بالشكل التالي :

التدفق النقدي الداخل هو مجموع الأموال أو الإيرادات الناتجة عن نشاط المؤسسة و التدفق النقدي الخارج : مجموع الأموال أو النفقات الناتجة عن نشاط المؤسسة.

جدول رقم (1) : منهج التغطية في التمويل.

الأصول	الخصوم
استخدامات الأموال	مصادر الأموال
استخدامات دائمة	مصادر مؤقتة

المصدر : جمال الدين المرسي ، احمد عبد الله اللوح ، الإدارة المالية ، الدار

الجامعية ، الإسكندرية ، 2006 ، ص252

ووفقا لمبدأ الملائمة فان الاستخدامات الدائمة والمتمثلة في الأصول الثابتة والحد الأدنى من الأصول المتداولة، يجب أن تمول من مصادر تمويل طويلة الأجل، وإن الاستخدامات المؤقتة والمتمثلة في المتداولة المؤقتة أو المتغيرة يجب أن يتم تمويلها من مصادر قصيرة الأجل.

ثانيا - تكلفة مصادر التمويل وسهولة الحصول عليها :

إن التكلفة عامل مؤثر في اختيار التمويل المناسب ، لأنه كلما كانت الفوائد على القروض أقل شد ذلك جمع المؤسسة على الاقتراض ، كما انه كلما كانت الوضعية المالية السائدة مضطربة أو هناك صعوبة نسبية في الحصول على هذه الأموال ، زادت صعوبة الاعتماد على القروض طويلة الأجل واء من البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى ¹.

¹ سمير محمد عبد العزيز ، التمويل وإصلاح ظل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص 11.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

ثالثا - المخاطرة : نعني بالمخاطرة المقياس النسبي لمدى تقلب العائد الذي سيتم الحصول عليها مستقبلا ، أي احتمال أو توقع حدوث نتائج سلبية خلال دورة الاستغلال ، وعليه فإن إدارة المؤسسة يجب أن تستلزم بتحليل وقياس هذه المخاطرة عن طريق وضع تقنيات للتنبؤ والتي من خلالها يتم التخلص أو حث تف مادي المزيد منها ، كما أن المخاطرة تعد عاملا مهما في تحديد مصدره ، حجم ومدة تمويل ، حيث إنها تؤثر على الدورة الاستغلالية للمؤسسة كما تؤثر على مشاريعها الحالية أو المستقبلية ، وأي تهاون في هذا الجانب يؤدي إلى الإفلاس ، وهذا خاصة عندما تفوق أعباء الديون قدرة المؤسسة على التسديد ويعود السبب في ذلك

إما إلى المبالغة في الاعتماد على الاقتراض أو عدم انتظام حجم الإنتاج في المؤسسة ، والذي يؤثر على قدرتها في خدمة الديون¹

ويمكن أن تتضح درجة المخاطرة من خلال وضع السيولة النقدية في المؤسسة الاقتصادية عن د اتخاذ القرار التمويلي ، فإن كان الوضع حرجا قد تضطر المؤسسة لتجاوز عامل التكلفة والبحث عن مصدر تمويل طويل الأجل حتى تتجنب عوامل الضغط على السيولة مستقبلا ، وهكذا يصبح تاريخ الاستحقاق عاملا متحكما في مثل هذه الظروف².

رابعا - المرونة : ويمثل هذا العامل إمكانية تعديل مقدار التمويل بالزيادة أو النقص ان تبعا للتغيرات الرئيسية في مقدار الحاجة إلى الأموال ، فعند الاقتراض مثلا لتمويل الأصول المتداولة ف ان الإدارة المالية تبحث عن مصدر تمويل قصير الأجل إلى جانب ذلك فهي تستخدم المصدر الذي يعطيها إمكانية زيادة مقدار التمويل عند الحاجة أو الحرية في تسديد جزء أكبر من المبلغ في حالة توفر السيولة غير مستخدمة لديها وذلك تبعا للتقلبات والظروف الموسمية

لكن يمكن أن تفقد المؤسسة مرونتها في الحالات التالية :

¹ سمير عبد العزيز عثمان ، دراسة الجدوى بين النظري والتطبيق ، مطبعة الإشعاع الفنية ، الإسكندرية ، 1993 ، ص 303.
² محمد مطر ، التحليل المالي ، الأساليب والأدوات ، الشركة الجديدة للطباعة والتجليد ، الأردن ، 1997 ص 276.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

* عند زيادة الالتزامات المترتبة عليها، ففي هذه الحالة لا تستطيع المؤسسة القيام بعملية الاقتراض رغم وفرة الأموال الاقتراض في السوق وبفائدة اقل؛

* عدم القدرة على توفير ضمانات لقروض إضافية بنفس الضمانات التي منحت للقروض السابقة وهذا ما يقلل من قدرة المؤسسة على الاقتراض ؛

* قد تؤدي بعض الشروط المنصوص عليها في العقود الماضية مع الدائنين إلى تقييد قدرة المؤسسة الحالية في الحصول على أموال إضافية؛

خامسا - الدخل : ويعتبر الدخل مجموع التدفقات النقدية الصافية للمؤسسة الاقتصادية نتيجة لاستخدامها للموجودات . ويعتبر تحقيق أكبر قدر ممكن من الدخل واحد من الأهداف الرئيسية للتخطيط المالي في اختيار نوع الأموال التي تستخدم في الهيكل المالي ، ولذا نلاحظ أن المدير المالي يعمل على رفع معدل العائد على الاستثمار عن طريق استخدام أموال الغير، حيث يطلق على هذه العملية اصطلاحا المتاجرة بالملكية أو الرفع المالي .

فإذا كانت تكلفة الاقتراض أقل من العائد على الموجودات، ففي هذه الحالة تكون نسبة الربحية للمالكين أفضل مما لو كان التمويل عن طريق مساهمات جديدة ، وتكون نتائج الرفع المالي عكسية ، أي تتخفف نسبة ربحية المالكين على حقوق الملكية في حالة ما إذا كانت تكلفة الاقتراض أعلى من العائد المحقق على الموجودات ، أما في حالة التساوي بين العائد الناجم عن الموجودات وكلفة الاقتراض فإنه لا يكون هناك فرق في نسبة ربحية المالكين سواء اعتمدت إدارة المؤسسة في تمويلها على الاقتراض أو من خلال مساهمات جديدة.

سادسا: التوقيت : ويشير هذا العامل إلى أهمية حصول المؤسسة على مصادر الأموال اللازمة لها في توقيت يناسبها من حيث التكلفة وشروط الاقتراض ، حيث يعتبر سعر الفائدة والذي يمثل تكلفة الحصول على الأموال و الذي سيحدد بتلاقي قوى العرض والطلب على النقود ، وهنا يشير عامل التوقيت إلى ضرورة الحصول على الأموال اللازمة في أوقات انخفاض سعر الفائدة في السوق وتوفير نوعيات الأموال المطلوبة في الأسواق المالية والنقدية

1.

¹ جمال الدين المرسي ، احمد عبد اللطيف ، مرجع سبق ذكره، ص256.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

حيث الهدف الأساسي الذي تسعى الإدارة المالية جاهدة في تحقيقه من عملية الاقتراض هو تقلي ل تكلفة الأموال المقترضة ، والتوقيت يعتبر أحد العوامل الأساسية في تحقيق هذا الهدف ، وي ربط ارتباطا وثيقا بعنصر المرونة وأحد الآثار المهمة له ، ويمكن هذا العامل المؤسسة من الحصول على وفورات لها أهمية من خلال التوقيت السليم لعمليات التمويل والاقتراض لذا وجب على الإدارة المالية الأخذ بهذا العامل عند اتخاذ القرار المالي المتعلق بالتمويل ولكن حاجة المؤسسة للأموال قد تلغي قدرتها على التوقيت وتضطر الى دخول إلى سوق الاقتراض بالرغم من عدم مناسبة التوقيت¹

¹ أيمن الشنطي ، عامر شقر ، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي ، دار البداية ، الأردن ، 2007، ص95.

المبحث الثالث: مكونات الميزج التمويلي

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

المطلب الأول - : التمويل بالملكية.

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

1 : أموال الملكية داخلية المصدر : تعتبر الأموال الملكية داخلية المصدر أهم مصدر تمويلي للمؤسسة لأنه يحافظ على الاستقلالية المالية ويتيح لها القدرة على الحصول على الموارد المالية في الوقت المناسب، ويحافظ على سمعة المؤسسة عند الجوءها إلى الاقتراض¹

1 . 1 : التمويل الذاتي : يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل، فهو يعكس قدرة المؤسسة على تمويل إحتياجاتها من أموالها الذاتية.

أ- تعريف التمويل الذاتي: يقصد بالتمويل الذاتي "الأموال" المتولدة من العمليات الجارية للشركة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، فالتمويل الداخلي لا يتوقف فقط على الربح المحتجز وإنما أيضا على الأموال المحتجزة لأسباب أخرى قبل الوصول إلى الربح القابل للتوزيع، والتي تشكل في مجموعها الفائض النقدي المحتجز لإعادة إستثماره".²

كما يعرف التمويل الذاتي بـ "الفائض النقدي الصافي المتاح للمؤسسة بعد توزيع

الأرباح".³

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية والتحليل المالي لمشروعات الأعمال الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2005، ص302.

² عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، 1993، ص407.

³ مبارك لسوس التسيير المالي: تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، للنشر والتوزيع، 2004، ص 44.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

أو هو " تلك الموارد الجديدة والمتكونة بواسطة النشاط الأساسي للمؤسسة والمحتفظ بها كمصدر تمويل دائم لعمليات مستقبلية"¹

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

ب : طريقة حساب التمويل الذاتي : ويحسب التمويل الذاتي بإحدى العلاقتين:²

إجمالي التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + الاهتلاكات + مؤونات الأعباء والخسائر

صافي التمويل الذاتي = النتيجة الغير موزعة + الاهتلاكات + مؤونات الأعباء والخسائر

يتكون التمويل الذاتي من العناصر التالية:

الاهتلاك: الاهتلاك هو مصروف (تكلفة) لا يستخدم أموالا ،حاضرة، وإن كان يترتب عليه خصم جزء من الإيرادات واحتجازه لفترة إلى أن يحين وقت إحلال الأصول التي خصم لحسابها أقساط الإهتلاك.³

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

الأرباح المحتجزة: تمثل الأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها في السنة الجارية أو السنوات السابقة ولم يدفع في شكل توزيعات،والذي يظهر في الميزانية العمومية في المؤسسة ضمن عناصر الأموال الخاصة.⁴

المؤونات : يتم تكوين المؤونات لمعالجة تكلفة وقعت فعلا أو متوقعة الوقوع، ونقص فعلي متحقق في المستقبل في قيمة أصل من الأصول أو زيادة مؤكدة الوقوع في الالتزام من

¹ 3 Cohen, élie, Gestion financiere de l'entreprise et développement financier, edicef, paris, 1991, p187.

² مبارك لسلوس، مرجع سبق ذكره، ص44.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل الجزء الثاني، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1998، ص83.

⁴ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 1997، ص55.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

الالتزامات، إلا أنه لا يأتي تحديد قيمة النقص أو الزيادة على وجه التحديد واليقين كإهلاك الأصول الثابتة، وتعتبر عبء تحميلي على الأرباح لمقابلة تكاليف على الإيرادات وقعت فعلا أو مؤكد الوقوع.¹

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

ج-تقييم التمويل الذاتي

المؤسسة بلجؤها إلى التمويل من مصادرها الذاتية تكون قد حققت عدة مزايا، نذكر منها²:

زيادة الربح المحتجز في المؤسسة يعطيها قدرة كبيرة على زيادة حق الملكية فيمكنها من رفع مقدار الاستثمارات؛

• الاستقلالية إتجاه البنوك والمؤسسات المالية؛

• السرعة في إتخاذ قرار الاستثمار، فهي لا تحتاج إلى مفاوضات ولا عقود ولا شروط؛ لا يصاحبه زيادة في أسهم المؤسسة، وبالتالي تتفادى زيادة الأصوات في مجلس الإدارة.

ومن العيوب التي تنجر عن التمويل الذاتي نذكر ما يلي³:

• عدم رضا المساهمين بسبب تدني أفساط الأرباح الموزعة عليهم؛

• يؤدي التمويل الذاتي المرتفع إلى ضعف مردودية الاستثمارات الأقل إستعمالا؛

• يتسبب التمويل الذاتي في رفع الأسعار، مما يقلل من المكانة التنافسية للمؤسسة.

2- أموال الملكية خارجية المصدر : غالبا ما تكون المؤسسة في حاجة إلى الأموال من أجل

توسيع نشاطها أو إقامة إستثمارات جديدة، غير أن مصادرها الذاتية تكون غير كافية، وهو ما يدفعها للجوء إلى إصدار أسهم، وسنتطرق فيما يلي إلى نوعين من الأسهم.

¹ رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص99.

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

³ خميسي شريحة التسيير المالي للمؤسسة دروس ومسائل محلولة دار الهومة للنشر والتوزيع، الجزائر 2010، ص97.

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

أ- تعريف السهم العادي : السهم العادي عبارة عن ورقة مالية تمثل حصة في رأس مال شركة المساهمة يحمل قيمة إسمية تصدرها شركة المساهمة للحصول على الأموال".¹

كما يعرف على أنه وثيقة ذات قيمة إسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق للدفع في تاريخ محدد، أي أنها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات إستحقاقها²

ب تقييم التمويل عن طريق الأسهم العادية : من المزايا التي تتحصل عليها المؤسسة بإصدار الأسهم العادية ما يلي:³

• لا تشكل كلفة ثابتة على المؤسسة، لأنه لا يستحق عليها عائداً إلا إذا تحقق الربح وتقرر توزيعه كله أو جزءاً منه؛

• تعطي الأسهم العادية كمصدر تمويلي للمؤسسة مرونة أكثر من تلك التي تقدمها الأوراق المالية ثابتة الكلفة (السندات الأسهم الممتازة)؛

• مصدر تمويلي مناسب عندما تكون المؤسسة قد إستخدمت كامل طاقتها على الاقتراض، لا تتضمن تاريخ إستحقاق محدد، الأمر الذي لا يشكل عبئاً على التدفقات النقدية.

وبالرغم من المزايا التي يتسم بها التمويل بالأسهم العادية إلا أن له عيوب من أهمها:⁴

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

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

³ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص453.

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

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

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

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

2-2- الأسهم الممتازة

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

أ - تعريف الأسهم الممتازة : تعرف الأسهم الممتازة بأنها شكل من أشكال رأس المال المستثمر في الشركة ويقدم لمالكيه ميزتين هما عائد محدد، مركز ممتاز تجاه حملة الأسهم العادية¹ "إن التمويل بالأسهم الممتازة يجمع بين بعض صفات التمويل بالأسهم العادية والسندات، فالأسهم الممتازة تعتبر من الأموال الخاصة إلا أنها تستحق نسبة ثابتة من الأرباح وسميت بالأسهم الممتازة لأن لهذه الأسهم إمتياز الأولوية في الحصول على قيمتها عند التصفية قبل الأسهم العادية كما لها إمتياز في الحصول على أرباحها قبل الأسهم العادية²

ب تقييم التمويل عن طريق الأسهم الممتازة : من المزايا التي تحصل عليها المؤسسة بإصدار الأسهم الممتازة ما يلي:

• ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة ولا حق الإشتراك في التسيير؛ ليس للسهم الممتاز تاريخ تسديد، إلا إذا نص على ذلك في عقد الإصدار ، هذا ما يمنح للمؤسسة ميزة إستبدالها بسندات إذا إنخفضت معدلات الفائدة في السوق المالية؛ إن

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

² عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي : أسس مفاهيم تطبيقات الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص90.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

- زيادة حجم الأسهم ضمن الأموال الدائمة للمؤسسة يخفض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة، مما يدعم قدرة المؤسسة في قدرتها على الإقتراض¹؛
- المؤسسة غير ملزمة قانونيا بإجراء التوزيعات في كل سنة تحقق فيها أرباح، وأن التوزيعات محددة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم.²
 - ومن العيوب التي تنجر عن اللجوء إلى التمويل عن طريق الأسهم الممتازة ما يلي: تكون في العادة تكلفتها أعلى من تكلفة الإقتراض حيث أن حصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض ؛
 - يحق لحملة الأسهم الممتازة الاحتفاظ بحقوقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم تجرى فيها التوزيعات وذلك قبل حملة الأسهم العادية؛³
 - إمكانية تراكم عوائدها بموجب نص خاص تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية المترتبة على الشركة.⁴

المطلب الثاني : التمويل بالالتزامات المالية .

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

1- التمويل عن طريق السندات

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

أ - **تعريف السندات** : السند هو "صك تصدره المؤسسة، وهو يمثل بذلك عقد أو إتفاق بين المؤسسة (المقترض) والمستثمر (المقرض)، وبمقتضى هذا الإتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً للطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة⁵

¹ مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص ص 184-185.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 21.

³ مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 185

⁴ مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 460.

⁵ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 23.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

ب تقييم السندات كمصدر للتمويل : تتمتع السندات كمصدر تمويلي للمؤسسة بالكثير من المزايا تتمثل على الخصوص في: يعتبر التمويل بالسندات أقل تكلفة من مصادر التمويل الأخرى (الأسهم العادية والممتازة) وهذا ما يؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق وفر ضريبي¹؛ كما تعتبر أقل خطورة، فالمدخيل المنتظرة سنويا معروفة مسبقا ؛

القيمة الاقتصادية للسند عبارة عن مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الخاصة بمدخيل السند بالإضافة إلى القيمة الحالية للقيمة الاسمية للسند والتي يتم إسترجاعها في آخر المدة.² على الرغم من أن السندات تعتبر من الأدوات الرئيسية في عملية المتاجرة بالملكية وقد تكون سببا في زيادة الأرباح وتحقيق النمو للمؤسسة، إلا أنها من جهة أخرى قد تطرح العديد من المساوئ التي تحد من إستخدامها ، وأهم المساوئ التي تنجر عن اللجوء إلى التمويل بإصدار السندات نذكر منها:³

- الاسراف في إصدار السندات قد يؤدي إلى نقص الضمانات المقدمة، وهذا يؤدي الى إرتفاع سعر الفائدة المدفوع إلى أن يصل للحد الذي يصبح فيه خطرا على المؤسسة؛
- تكلفة التمويل بالسندات تكلفة ثابتة واجبة الدفع مهما كان الوضع المالي للمؤسسة مما يزيد من المخاطر المالية إذا تعرضت المؤسسة لضائقة مالية؛
- إذا تعرضت المؤسسة لضائقة مالية، فإن دفع المؤسسة لمستحقاتها إتجاه حملة السندات يقلل من إيراد حملة الأسهم مما يؤدي الى إنخفاض القيمة السوقية للسهم.

2- التمويل بالقروض البنكية

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

¹ كامل آل شبيب الإدارة المالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع عمان ، 2010، ص 191.

² الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 83

³ دريد مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 189.

من القروض وذلك حسب حاجة المؤسسة للتمويل حيث يمكن أن نقسمها إلى قروض طويلة، متوسطة، قصيرة الأجل.¹

2-1 القروض طويلة ومتوسطة الأجل : تعرف القروض طويلة ومتوسطة الأجل بأنها مبالغ نقدية تقوم المؤسسات باقتراضها من البنوك والمؤسسات المالية المختلفة الأخرى شركات التأمين صناديق التقاعد، وغيرها)، وذلك بغرض تمويل عملياتها الاستثمارية بالدرجة الأولى. **2-1-1 القروض طويلة الأجل :** يقدم بصفة عامة القروض طويلة الأجل لتمويل المشروعات الإستثمارية ذات النفع العام ويسدد القرض وفقا للعمر الإنتاجي للأصل.

أ- تعريف القروض طويلة الأجل

تعرف القروض طويلة الأجل "بأنها قروض تمنحها مؤسسات متخصصة وتتجاوز مدتها سبع سنوات، هدفها الرئيسي هو المساهمة في تغطية إحتياجات المشاريع الاستراتيجية الكبيرة وتمويل الأصول الثابتة التي تزيد مدة إهلاكها عن سبع سنوات، مثل تجهيزات البناء، هياكل المصانع".²

القروض طويلة الأجل هي عبارة عن عقد يتم بين المؤسسات المالية والمؤسسة الطالبة للقرض، ويتم تحديد بنود وشروط العقد على أساس التفاوض بين الطرفين".³ وتشمل بنود العقد النقاط التالية⁴ :

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

ب تقييم التمويل بالقروض طويلة الأجل

1

2 مبارك لسلوس، مرجع سبق ذكره، ص 190.

3 عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الطبعة الثانية، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2008، ص386.

4 عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق ، ص386.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

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

- إنخفاض تكلفة التمويل مقارنة بالتمويل بالأموال الخاصة؛
- تجنب المؤسسة تكاليف اللجوء إلى الاصدار العام للجمهور ؛
- عملية الحصول على القروض لا تستغرق وقتا طويلا مقارنة بالوقت الذي تتطلبه إجراءات عملية الاصدار العام للجمهور ؛
- سهولة التفاوض بين المؤسسة والجهة المقرضة؛
- تفادي مخاطر إحتمال عدم التجديد؛
- الميزة الضريبية.
- ومن المساوئ التي تترتب عن اللجوء إلى التمويل بالقروض طويلة الأجل ما يلي:2
- يترتب عن هذه القروض الالتزام بدفع الفوائد؛
- زيادة المخاطر الناتجة عن التوسع بالتمويل بالمدىونية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة الأسهم المتداولة؛
- خاصية المخاطر الناشئة عن طول الفترة تؤدي إلى تغير الظروف مما يزيد من التكلفة أو قد لا تستطيع المؤسسة مواجهة الأعباء المترتبة على هذا النوع من الالتزامات بسبب إنخفاض الدخل؛
- تفرض المعايير المالية والأعراف السائدة حدود قصوى للقروض بالمزيج التمويلي.

2-1-2- القروض متوسطة الأجل

تعتبر القروض متوسطة الأجل قروض وسيطة بين القروض قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل.

أ- تعريف القروض متوسطة الأجل

¹ مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص ص 190-191.
² عبد الغفار، حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية 2007، ص ص 513-514.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

تعرف القروض متوسطة الأجل أنها قروض موجهة لتمويل الأصول الثابتة والمتداولة، فاستخدامها لتمويل الأصول المتداولة يجعلها تتشابه مع القروض قصيرة الأجل من ناحية الهدف وتختلف وإياها في المدة الزمنية، وتمويلها للأصول الثابتة يجعلها تقترب من القروض طويلة الأجل، ولكن عادة ما يتوافق استخدامها مع استخدام القروض طويلة الأجل.¹ تتميز القروض متوسطة الأجل بنفس خصائص القروض طويلة الأجل إلا أنها ذات مدة زمنية أقصر، حيث تتراوح بين السنة الواحدة وسبع سنوات كحد أقصى، وعادة ما تستخدم لتمويل التجهيزات الانتاجية ووسائل النقل.

ب أنواع القروض متوسطة الأجل

يمكن أن يأخذ هذا النوع من التمويل إحدى الصورتين²:

القروض القابلة للتعبئة : هي القروض التي يمنحها البنك لمؤسسات الأعمال، ويكون بإمكانه إعادة خصم هذه القروض لدى مؤسسة مالية أخرى أو لدى البنك المركزي، ويسمح له ذلك بالحصول على السيولة في حالة الحاجة إليها دون إنتظار أجل إستحقاق القرض الذي منحه، ويسمح له ذلك بالتقليل من خطر تجميد الأموال وأزمة نقص السيولة.

القروض الغير قابلة للتعبئة : في هذا النوع من القروض لا يتوفر بنك على إمكانية إعادة خصم هذه القروض لدى مؤسسة مالية أخرى أو لدى البنك المركزي، وبالتالي يكون مجبرا على إنتظار سداد المقترض لهذا القرض، وهنا تظهر كل المخاطر المرتبطة بتجميد الأموال بشكل كبير وليس للبنك أي طريقة لتفاديها.

2-2- القروض قصيرة الأجل: يوجه التمويل بالقروض قصيرة الأجل غالبا لتمويل العمليات

التشغيلية التي تقوم بها المؤسسات.

أ- تعريف القروض قصيرة الأجل

¹ عاطف وليم أندراوس ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات الطبعة الثانية، مرجع سبق ذكره ،387.

² الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص ص 73-74.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

يقصد بالقروض قصيرة الأجل " تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة عادة لا تزيد عن سنة ، تلجأ إليها لتمويل الدورة التشغيلية أو الالتزامات المالية قصيرة الأجل أو الدورية¹

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

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

تعريف الائتمان التجاري : الائتمان التجاري هو عبارة " عن تمويل قصير الأجل، يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة قصد إعادة البيع أو إستخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة.²

ويمكن تعريف الائتمان التجاري من وجهة نظر الإدارة المالية بأنه تسهيلات قصيرة الأجل يحصل عليها المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها، وأحيانا يحصل عليها بدون كلفة إذا تم منح الائتمان بدون شروط دفع.³

تقييم الائتمان التجاري : يتمتع الائتمان التجاري بعدة مزايا أهمها :

- يعتبر مصدر سهل الحصول عليه، ذلك أن كثير من المؤسسات خاصة صغيرة الحجم يمكنها الحصول عليه لأن الموردين يكونون على إستعداد للتعامل وتقديم الائتمان التجاري
- وتحمل المخاطرة لغرض كسب عملاء جدد وإستمرار العملاء القدامى في التعامل⁴
- التوافر باستثناء المؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية، فالائتمان التجاري يتم بشكل تلقائي ولا يتطلب مفاوضات أو ترتيبات خاصة للحصول عليه، وهذه المزايا تزداد أهميتها في المؤسسات الصغيرة التي قد تواجه محددات وقيود عند الحصول على الأموال من المصادر الأخرى للتمويل؛

¹ منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص ص مال الدين كواش تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدامها المالي: دراس دراسة حالة ولاية جيجل، مذكرة ماجستير علوم التسيير، عالية. جامعة جيجل

75 2009/2010

² مفلح محمد عقل مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص419.

³ دريد كامل آل شبيب مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص221

⁴ لمياء بوتسطة، مرجع سابق ، ص 61.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

✓ المرونة في حالة زيادة المبيعات المرسلات فان ذلك بالنتيجة يؤدي الى زيادة مشترياتها من السلع و الخدمات، الامر الذي يؤدي الى استجابة الائتمان التجاري المكتسب بشكل تلقائي، والعكس من ذلك في حالة انخفاض حجم المبيعات¹.

ومن أهم عيوب التمويل الائتماني التجاري التأخر في تسديد مبلغ الائتمان قد يسبب الى سمعة المؤسسة في السوق أو اضطرارها الى الخروج من السوق نهائياً².

الائتمان المصرفي: الائتمان المصرفي قروض قصيرة الاجل تحصل عليها المؤسسة من المصارف و تأتي بعد الائتمان التجاري من حيث الاعتماد عليه .

تعريف الائتمان المصرفي:

الائتمان المصرفي مصدر من مصادر التمويل المهمة التي تلجأ اليها العديد من المؤسسات، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي و انما تخضع للتفاوض بين المؤسسة و المصرف³. ويمكن تعريفه على أنه تلك القروض القصيرة الاجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري، وذلك من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه كمصدر للتمويل قصير الاجل⁴.

تقييم الائتمان المصرفي: تتمثل مزايا استخدام الائتمان المصرفي فيمايلي⁵ :

• أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تقبل المؤسسات في الاستفادة من الخصم النقدي.

• اكثر مرونة من الائتمان التجاري اذ انه يأتي في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة.

• يتعبر مصدر لتمويل الاصول الدائمة للمؤسسة التي تعاني من صعوبات في تمويل تلك

الاصول من مصادر طويلة الاجل.

ومن أهم عيوبه مايلي:

1 عدنان تايهة النعيمي وآخرون، مرجع سابق ، ص 348.

2 عبيدي سعد نوح ، مرجع سابق ، ص 53.

3 عدنان تايهة النعيمي وآخرون، مرجع سابق ، ص 353.

4 عدنان دكتور منير ابراهيم هند، الادارة المالية ، مدخل تحليلي المعاصر ، ص 533

5 عبيدي سعد نوح ، مرجع سابق ، ص 56

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

• يتعبر صعب المنال بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والحديثة النشأة فيصبح المصدر الوحيد أمامها هو الائتمان التجاري.

• يعتبر أقل مرونة من الائتمان التجاري

3- التمويل التأجيري

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

أ - تعريف التمويل التأجيري

التمويل التأجيري عقد يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ مالية محددة بمواعيد متفق عليها لمالك الأصل بوضع آلات من الأصول لقاء إنتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة¹.

وهو عملية يقوم بموجبها بنك، أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونيا لذلك، أو معدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة المؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار ، مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار²

ب أشكال التمويل التأجيري

هناك العديد من أنواع التمويل التأجيري، وذلك حسب الزاوية التي يتم منها النظر إليه، ولكننا سوف نتعرض الى نوعين منه³

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

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

ج- تقييم التمويل التأجيري

¹ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص152.

² الطاهر، لطرش مرجع سبق ذكره، ص 76.

³ نفس المرجع، ص 79.

للتمويل التآجيري مزايا وعيوب ويمكن تلخيص أهم المزايا فيما يلي:¹

❖ يوفر التمويل التآجيري إمكانية الحصول على الأصول من الجهة المؤجرة دون أن تحتاج المؤسسة المستأجرة إلى تقديم ضمانات لتلك الجهة، كما يسمح بتحقيق المرونة في التشغيل؛

❖ إن التمويل التآجيري يساعد المؤسسة المستأجرة على تقادي مخاطر التقادم المتمثلة في:

* مخاطر التقادم الإستخدمي : وهو الناتج عن إستخدام الأصل.

* مخاطر التقادم الزمني : وهو الناتج عن مرور الوقت رغم عدم إستخدام الأصل.

* مخاطر التقادم الفني : وهو الناتج عن ظهور آلات جديدة تقوم بأداء الغرض بكفاءة عالية.

المطلب الثالث: التقنيات المستحدثة في تمويل المؤسسات الاقتصادية

أ- التمويل بتقنية عقد تحويل الفاتورة **factoring**:

من بين أهم المشاكل التي تعاني منها المؤسسات الاقتصادية هي مشكلة تسيير وتحصيل حقوق زبائنها وذلك نظرا لما يكلفها من مال ووقت ، ومن أجل التخلص من ذلك ظهرت عدة تقنيات مستحدثة تساعد هذه الأخيرة على التخلص من متابعة حقوقها وتحصيلها ومن أهم هذه التقنيات التي جاءت مساندة لإصلاحات الجهاز المصرفي بإدخال هذه التقنيات في مجال نشاطه نجد عقد تحويل الفاتورة أو الفاكوتورنج، والتي سنحاول التعرف على ماهيتها من خلال العناصر الآتية الذكر:

أولاً: مفهوم عند تحويل الفاتورة: ويمكننا إبراز مفهوم عقد تحويل الفاتورة من خلال ما يلي:

المفهوم الأول: عند تحويل الفاتورة هو تقنية تمويل حقوق قصير المدى محيى تقوم المؤسسة بالتخلي على كل حقوقها الفواتير إلى شركة عقد تحويل الفاتورة (factor) الذي يختلف عن البنك وهي غالبا فرع من بنك كبير تقوم هذه الأخيرة بتغطية الفواتير متابعة المدينين التحصيل وتأمين المتابعة القضائية في حالة عدم الدفع.²

¹ لمياء بوتسطة، مرجع سبق ذكره، ص ص 57-58.

² Merchichi said problématique de financement des entreprise publique et conséquences sur leur gestion financier, mémoire de magestere dans science de gestion université d'Alger Alger 2006/2007,p50

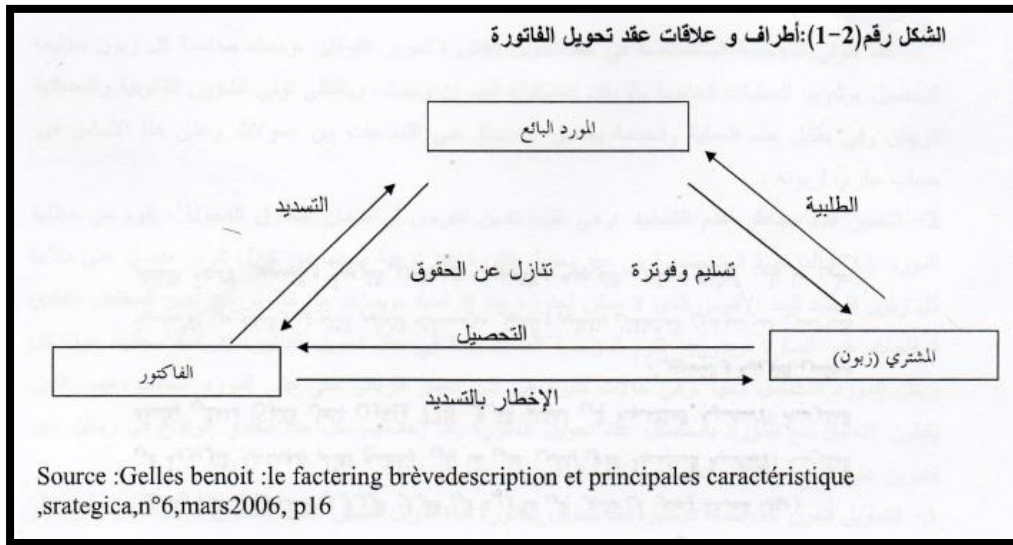
الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

المفهوم الثاني: عقد تحويل الفاتورة هو عند تحل بمقتضاه شركة متخصصة تسمى " عميل " محل زبونها المسمى منازل له عندما تسدد فوراً لهذا الأخير المبلغ التام الفاتورة لأجل محدد ناتج عن عقد وتتكفل بتبعية عدم التسديد وذلك مقابل أجر.¹

المفهوم الثالث: عند تحويل الفاتورة هو مجموعة حلول عامة لتسيير المدينين بحيث يتم تحويل الفواتير إلى مؤسسة متخصصة (factor) التي تقوم بالإدارة المراقبة تمويل وتغطية خطر عدم التسديد.²

ومن خلال كل هذه المفاهيم فإن عند تحويل الفاتورة هو عبارة عن تحويل الحقوق التجارية من أصحابها إلى مؤسسة فرض متخصصة في عند تحويل الفاتورة التي تتكفل بتحصيله وضمانه في حالة عدم التسديد على أن ويعتمد عند تحويل الفاتورة على ثلاث أطراف هم المورد الزبون الفاكور ضمن ثلاث عمليات ومراحل تقوم ابتداء من تحرير الفاتورة إلى غاية تحصيلها أو تغطيتها نهائياً.³

ويمكن إظهار العلاقة بين الأطراف الثلاثة في إطار عقد تحويل الفاتورة من خلال الشكل:



¹ معوش بوعلام عن طلحة صليحة ، دور عند تحويل الفاتورة في تمويل وتحصيل الديون مداخلة ضمن ملتقى شلف، مرجع سبق ذكره .

² سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات إدارة النقود البنوك في إطار عالمية القرن الحادي والعشرين مكتب عربي، إسكندرية، ص97.

³ بن طلحة صليحة، مرجع سبق ذكره، ص 94.

ومن خلال الشكل أعلاه تظهر لنا مراحل سير عقد تحويل الفاتورة كما يلي:

المرحلة الأولى: تشمل العلاقة بين الام مراحل السير عند تحويل المعاناة الطبية الشراء من الزبون ثم إرسال السلع أو تقديم الخدمة من المورد الذي يقوم بتحرير الفاتورة وإرسالها إلى الزبون.

المرحلة الثانية: وتشمل العلاقة بين المورد والفاكتور ، يقوم المورد كزبون له بالتنازل عن حقوق زبائنه لصالحها، والحصول على تسبيقات أموال بشيك أو بسند لأمر، وبالتالي ضمان حقه من زبائنه.

المرحلة الثالثة: تتكون العلاقة بين الزبون والفاكتور بإخطار الزبون على تسديد الحقوق لصالحه في تاريخ الاستحقاق المحدد مع المورد، وعنده يتم تغطية الحق تماما، إما أخويا أو باللجوء إلى القضاء ولكن دون الرجوع إلى المورد.

ثانيا: أهمية عقد تحويل الفاتورة

وتظهر أهمية هذه التقنية بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية من خلال الخدمات التي تقدمها مؤسسة الفاكورنغ للمؤسسة كما يلي:

1- تسيير محفظة أوراق الزبائن: تأخذ المؤسسة المتخصصة في تحويل عقد الفاتورة (factor) على عاتقها تسيير حسابات الزبائن من تحصيل إدارة ومتابعة الفواتير، عن طريق تقديم كشف يومي عام ومفصل للتسديدات المحصلة الخاصة بالفواتير وكذا التسديدات المتبقية.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

كما تتولى المؤسسة المتخصصة في عقد تحويل الفاتورة تحرير الوتر ومك محلية كل زبون جائعة الزبائن وفي مقابل هذه الخدمة يحصل factor على اقتطاعات من عمولات وعلى هذا الأمل غير حساب جاري لزبونه.

2- التأمين ضد مخاطر عدم التسديد: وهي تقنية تأمين القرض أو ضمان الحقوق المحولة،¹ يقوم من خلالها المورد بإبلاغ المؤسسة المتخصصة في عقد تحويل فاتورة عن نوعية مدينها من خلال تقرير مفصل على ملاءة كل زبون لتحديد الحد الأقصى الذي لا يمكن تجاوزه عند إقراضه، ويساعد هذا التقرير من تقدير المخاطر لتقادي المفاجآت غير السارة، وبدورها تقوم المؤسسة المتخصصة في تحويل الفاتورة بدراسة مجانية حول كل زبائن المورد المتعامل معها، وفي حالات كثيرة هي التي تختار الزبائن التي على المورد التعامل معهم والذين يقبلون التعامل مع المورد باستعمال عقد تحويل الفاتورة حالات بعد إعلامهم على الدفع، وبالتالي تخفيض إمكانية الوقوع في عدم التسديد.

3- التمويل المرن للمؤسسة: يعتبر عقد تحويل الفاتورة أداة تمويل قصير الأجل للحقوق مقابل تخليها جزئيا أو كليا على حقوقها تجاه زبائنها لصالح المؤسسة المتخصصة في عقد تحويل الفاتورة بسعر تفاوضي يدفع مسبقا حيث يفتح هذا الأخير خط اعتماد قصير الأجل نقدا، أي تسبيق لأجل محدد بناء على الفواتير المتنازل عنها، ويمكن أن تصل نسبة التمويل أو التنسيق إلى 90% من الحقوق وهذا بدون سقف محدد القيمة، ولا ضمانات إضافية، مما يسمح المؤسسة الممولة الحصول على أموال تمكنها من متابعة نشاطها.

ب- التمويل بتقنية رأس المال المخاطر : capital-risque

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات أهمية قصوى داخل نسيج الاقتصاديات المعاصرة، لما لها أهمية جوهرية في تنشيط الاقتصاد الكلي، وتحقق التطور الهيكلي والتقدم، زيادة دورها في مجال محاربة البطالة.

¹ Alexandre coyas Je factoring ses incidences sur la rentabilité de l'exploitation, mémoire pour le D.ESS de finance et fiscalité université de paris septembre, 1985 p28.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

إلا أن هناك مشاكل تمويلية تعاني منها حيث لا يمكنها اللجوء إلى السوق المالي وذلك لقلة ضماناتها وكذلك ارتفاع تكاليف الاقتراض وهذا ما يحد من تطورها واستمراريتها، ونظرا للأهمية الكبرى لهذه المؤسسات فقد أولت لها السلطات المحلية اهتماما خاصا لتمكينها من تعبئة الموارد المالية اللازمة لها ولنشاطها، وذلك من خلال إنشاء صناديق الاستثمار خاصة في رأس مال المخاطر التي تعمل على تمويل هذه المؤسسات وفق تقنية مستحدثة ألا وهي تقنية رأس المال المخاطر التي ستحاول التعرض إلى ماهيتها من خلال العناصر الآتية الذكر.

أولاً: مفهوم رأس مال المخاطر:

على الرغم من أن تعريف رأس مال المخاطر ليس محل اتفاق في الفكر المالي إلا أن مضمونه في اعتباره تقنية تمويلية تحتاجها المؤسسات خاصة المتوسطة والصغيرة لتغطية احتياجاتها التمويلية جد ضرورية خاصة في عالم تسوده المنافسة على جميع المستويات ولذلك ستحاول ذكر بعض المفاهيم التي تناولت تعريف رأس مال المخاطر.

المفهوم الأول: طبقا للتعريف الذي حدده تقرير الجمعية الأوروبية لرأس مال المخاطر ^{*}EVCA والذي رأته فيه بأنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تتطوي في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس مال في التاريخ المحدد وذلك هو مصدر المخاطر أملا في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبيا حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات متأخرة (تعويض المخاطر).¹

المفهوم الثاني: هو مشاركة في الخطر بها مستثمرين في الأموال الذين يعملون على مساحة حياة الآلة مؤسسات غير مسعرة في البورصة على ادارة والقران الرواية على المشاهد التحقيق فرائض في القيمة المضافة عند التنازل عن حصصهم في البورصة في الأجل الطويل.²

* EVCA:européen venture capital risque

¹ عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص 4.

² Kamel elddine boutouta, opp-cit p35-36

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

ومنه نستنتج أن رأس مال المخاطر يهدف إلى التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال شروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة وإلى توفير التمويل للمؤسسات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوافر لديها. امكانيات نمو وعائد مرتفع وبذلك يمكن القول أن مؤسسات رأس مال المخاطر تدخل كشريك مستثمر في الأموال الخاصة بأسهم أو بنية رأس مال السادات القابلة للتحويل إلى أسهم وهو مستعمل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو الغير مسعرة في البورصة تتحمل المخاطر المرتقبة وتهدف إلى تحقيق عواك مالية مرتفعة وغير مؤكدة كما تدخل شريك في الإدارة والتسيير، على أن يتنازل عن تلك المشاركة عندما يتأكد من إمكانية المؤسسة في تحقيق الأرباح أو فائض قيمة سواء ببيع المشاركة أو الدخول في السوق.

ثانياً: أسباب ومراحل التمويل في مؤسسات رأس مال المخاطر

مراحل تطورها عادة ما تلجا المؤسسات الاقتصادية إلى هذا النوع من التمويل الأسباب مختلفة وخلال فترات مختلفة من مراحل تطورها.

1- أسباب التمويل بتقنية رأس مال المخاطر: وعادة تلجا المؤسسات الاقتصادية لهذا النوع من التمويل بسبب:

- أن التمويل يكون في صورة مشاركة في رأس المال بحيث تعمل هذه المؤسسات المتخصصة في تقديم المشورة والدعم التسيير لها.¹
- قدرة تمويل ذاتي غير كافية وضعف قدرة التفاوض مع المستثمرين واللجوء إلى البنوك.
- غياب التسعيرة في السوق المالية مع عجز المعلومات على الحكم على الوضعية المالية للمؤسسة.
- غياب الأصول المادية كضمان للقروض البنكية الاستعداد لتقاسم السلطة مع شركات رأس مال المخاطر والقدرة على النمو وتحقيق المردودية.

2- مراحل التمويل برأس مال المخاطر:

¹ منير إبراهيم الهندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات ، منشأة المعارف، إسكندرية، 2006، ص 190.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

ويلبي رأس مال المخاطر الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الاقتصادية عبر المراحل المختلفة التي تمر بها حيث نجد:¹

2-1 تحويل مرحلة الانشاء: يتولى رأس مال الإنشاء توفير الغطاء التمويل المشروعات ناشئة أو مبتكرة بحيث تكون درجة المخاطر مرتفعة ولديها أمل كبير في التطور وتنسم مرحلة رأس مال الإنشاء إلى مرحلتين فرعيتين:

- رأس مال ما قبل الإنشاء أو قبل الانطلاق.

- رأس مال الانطلاق.

وعموما تتميز مرحلة النشاء بأنها من أصحاب المراحل التي تمر بها المؤسسات من الناحية التمويلية لأنها التمويل التقليدية بحيث تمثل مؤسسات رأس مال المخاطر المصدر المالي الوحيد التي تقبل تمويل هذه المرحلة، ومن ثم فإنه لا يقدم أدنى ضمانات لمموليه ولهذا السبب تكون حاجاته التمويلية غير مقبولة من مؤسسات التمويل التقليدية، بحيث تمثل مؤسسات رأس مال المخاطر المصدر المالي الوحيد التي تقبل تمويل هذه المرحلة.

2-2- رأس مال التطوير (النمو): في هذه المرحلة يمول المؤسسات الاقتصادية الناشئة لتحقيق نتائج، وتريد بالمقابل تطوير قدراتها الداخلية أو الخارجية بالحصول على أموال لرفع القدرات الانتاجية أو التسويقية والدخول في أسواق خارجية.²

2-3- رأس مال التقويم وإعادة التدوير: ويخص المؤسسات الاقتصادية التي تعاني من صعوبات خاصة كنقص النشاط، ولكن تتوافر لديها إمكانات ذاتية الاتحاد نشاطها، فهي تحتاج إلى دفع مالي جديد لتجتاز الفترة، فتلجأ إلى مؤسسة رأس مكاسب.

ومن خلال كل ما سبق فيمكننا القول أن مؤسسات رأس مال المخاطر تعتبر إحدى قنوات التمويل الهامة في العصر الحديث، نظرا لما تقوم به من دور حيوي في تقديم الدعم المالي والفني للمؤسسات الاقتصادية الواعدة التي تعمل في مجالات استثمارية عالية المخاطر أملا في تحقيق أرباح رأسمالية ذات معدل مرتفع في الأجلين المتوسط والطويل.

¹ عبد الباسط وفا ، مرجع سبق ذكره، ص 84.

² Jean lachmann, capital-risque et capital investissement, economica, paris 1999,p34

ج/ التمويل بتقنية تمويل المشروع Project financing:

عادة ما تكون البيئة التمويلية للمؤسسة الاقتصادية غير مشجعة للدخول في مجالات استثمارية تتيح لها فرصة النمو والتوسع وهذا راجع لقصر المؤسسات المالية في تمويل هذه الأخيرة سواء كان ذلك لقلّة ضماناتها المادية وغير مادية لذلك جاءت تقنية تمويل المشروع Project financing كأداة تمويلية عملت على تجاوز هذه الصعوبات وستحاول تبين ذلك من خلال معرفة ماهية هذه الأداة التمويلية.

أولاً- مفهوم تقنية تمويل المشروع:

تعتبر تقنية تمويل المشروع أداء تمويلية زاد استخدامها في العقدين الأخيرين من القرن العشرين وتعرف بأنها :

المفهوم الأول: التمثل في تقديم التمويل الوحدة اقتصادية يعتمد المقرض فيه كلية على التوقعات النقدية والموارد المحققة منها كمصدر يتم مدار القرض منه بالإضافة إلى الأصول المملوكة لهذه المؤسسة كضمان لهذا المقرض.¹

المفهوم الثاني: وتعرف مؤسسة التمويل الدولية تقنية تمويل المشروع بأنها أداة للاستثمار تركز على تمويل المشروعات الجديدة اعتماداً على التدفقات النقدية والأصول دون الحاجة إلى ضمانات من القائم بالمشروع وبهذه الطريقة تتخفف مخاطر تمويل المشروع وتحقق فائدة لكل من القائم على المشروع والمستثمر.

وتقنية تمويل المشروعات استخدمت في فترات سابقة وفي حدود ضيقة والتوعية معينة من المشروعات كمشروعات المناجم ومصادر الطاقة الرئيسية، وازداد استخدامه لتوفير التمويل خاصة في الأسواق الناشئة.

ومن خلال ما سبق نجد أن تقنية تمويل المشروع تركز على الحقائق التالية:

- أن يكون المشروع وحدة اقتصادية من حيث الوجود وقائم بذاته.

¹ رشدي صالح عبد الفتاح صالح، التمويل المصرفي للمشروعات، دار النهضة العربية القاهرة، 2006، ص 165.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

- أن يكون الاعتماد عند التمويل على ما يحققه المشروع من تدفقات نقدية تساعد على تحقيق الموارد اللازمة للسداد تمويل المشروع بجمع مجموعة مختلفة من المستثمرين والدائنين وأطراف أخرى ليتعاونوا جميعا في تحمل التكاليف والمخاطر في ظل توافر الشفافية ووجود أسواق متعددة.

- وجود مؤسسة مالية مستعدة لمنح الأموال الطويلة الأجل اللازمة للمشروع من 15 إلى 30 سنة.

- التدفقات النقدية هي متوقعة مستقرة توزع بين الممولين والمساهمين.

ومن خلال هذه الخصائص لابد من توافر شروط ضرورية النجاح المشروع والتي تعنى من الضمانات وتتمثل في:¹

- دراسة الجدوى الكلية الاقتصادية المشروع المواجهة المخاطر التكنولوجية والاقتصادية.

- استمرارية المشروع موجود مال يجب أن تعطى التكاليف والقوات على القروض.

- توفر المادة الأولية من حيث الكمية والتوعية خلال فترة الانجاز.

ثانيا: أسس تقنية تمويل المشروع

وجدت كلية التمويل المشروع المطالبة الاحتياجات المالية المشروعات مجلة واستعادة التمويل التقدم على ق إلا بالتفات التقنية المشروع وحده ولكن هناك الطرف أخرى من أصحاب حقوق الملكية حقوق استرين على المسنات القانون والموردين ملك بعد الأفراد والجهات المرتبطين بنجاح المشروع وشاك ضرورة لتحديد أصحاب الحقوق على المشروع وأصوله والعود المرتبطة به ويوجد ثلاث انواع رئيسية هي:²

1- تمويل المشروع بدون على الرجوع: وعسى أن السامين في رأس مال المشروع والتي المشروع فين حالة مباشرة بالفم على المشروع وكل الضمانات لا تزيد عن أصول المشروع والدائنون يعتمدون على الملفات المؤكدة من المشروع ولا يضمن المساهمون من الموالية العامة

¹ ابن طلحة صليحة، مرجع سبق ذكره، ص 107.

² رشدي صالح عبد الفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 168-169.

الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية

آلية مستحقات أو مديونيات دفع على المشروع عن أطرافه وأنه الضامن الوحيد لكل الالتزامات التي تلغ عليه ولذلك يجب أن تتوفر في مثل هذه المشروعات عدة خصائص تحملها مشورة وذات درجة أمان عالية يمكن بمقتضاها توفير التمويل لها.

2- تحويل المشروع مع على الرجوع الحدود: هو أكثر الصور انتشارا من حيث التجسيد وفي هذه الصورة التمويلية يكون الاعتماد على سداد الالتزامات والديون القائمة والخاصة بالمشروع على التدفقات النقدية المتولدة من النشاط للإضافة إلى تقديم عدة ضمانات أخرى محددة لفترة معينة، يكون بعدها المشروع قادرا على سداد التزاماته مثل ضمان عدم التأخير في التنفيذ، الكفاءة في التشغيل، ضمان وجود مستهلكين وأسواق للمنتجات المتولدة عن المشروع، ضمان توفير رأس مال إضافي من المساهمين في حالة الحاجة إليه ألا تتجاوز القروض نسبة معينة.

3- تمويل المشروع مع حق الرجوع: يعتمد على مدى كفاءة المؤسسة المنفذة أو القائمة بالمشروع وقوة المركز المالي لكليهما كمصدر لسداد التمويل المطلوب، ويهتم المستثمر (المقرض) بالمركز المالي للمشروع وجدواه الاقتصادية وقيمة الأصول المادية المملوكة له بالإضافة إلى الاسم التجاري وكذلك يكون التمويل مبنيا على أصول الشركة المنفذة وفي حالة فشل المشروع فمزال أمام المقرضين والمستثمرين ما يمكنهم الرجوع عليه وبالتالي تكون خسارتهم محدودة.

ومن خلال كل ما سبق، يمكننا القول بان تقنية تمويل المشروع تعتبر ذات أهمية مالية واقتصادية في ترقية المشاريع وتوسيعها لما تعود عليه من مزايا تمويلية على أصحاب المشروع والدائنين له.

الفصل الثاني

المزيج التمويلي الأمثل

للمؤسسات الاقتصادية

تمهيد

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

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

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

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

المبحث الأول: الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

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

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

المطلب الأول: ماهية الهيكل التمويلي الأمثل

يعتبر الهيكل التمويلي من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المؤسسات ومن المساهمين أو المسيرين، لما له من تأثير على تحقيق الإستقرار المالي للمؤسسة، وكذلك ضمان عدم تعرضها للإفلاس، وعليه في هذا المطلب سيتم التعرف على تعريف الهيكل التمويلي، ومناهجه، محدداته.

الفرع الأول: تعريف الهيكل التمويلي الأمثل

تتكون مصادر تمويل المؤسسة من فروض وحقوق ملكية، وعليه من باب الرشادة أن تحسن المؤسسة اختيارها لهيكلها التمويلي وذلك من خلال ترشيد السياسة التمويلية لها، حيث يمكن تعريف الهيكل التمويلي الأمثل من خلال:

يعرف (العامري) أن الهيكل التمويلي الأمثل بأنه ذلك المزيج من التمويل الممتمك والمقترض الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حد ممكن، وإذا ما نجحت المؤسسة من تحقيق ذلك تمكنت من تعظيم ثروة المالكين.¹

¹ محمد على إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، من

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

كما يعرفه (دادن عبد الوهاب) يقصد بأمثلية الهيكل التمويلي للمؤسسة مدى إمكانية إختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.¹

كذلك يعرفه السنفي أيضا من وجهة نظر المؤسسة هو الذي تكون تكلفته أقل ما يمكن ويوفر للإدارة قدرا من الأمان وعدم السيطرة الخارجية والتعرض للإفلاس، ويسمح في نفس الوقت للمحللين الخارجيين بإعطاء المؤسسة مستوى جيدا عندما يتم تقييمها من الناحية المالية، أي أنه عبارة عن الصورة التي يتم بها تركيب الأموال التي تمد المطلوبات في الميزانية بما تتطلب من استثمارات وهو يشير إلى درجة الإعتماد وعلى عنصر دون الآخر الأسباب تراها الإدارة.² ونستخلص من التعاريف السابقة الخاصة بالهيكل التمويلي الأمثل بأنه: هو المزج الأمثل لنسبة الأموال الخاصة ونسبة الأموال المقترضة الذي يجعل معدل تكلفة التمويل في حده الأدنى، وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وكذا ثروة مالكيها.

الفرع الثاني: خصائص الهيكل التمويلي الأمثل

كما يتجلى على تحديد المؤسسة للهيكل التمويلي الأمثل المزايا التالية:

- ✓ تدنية المعدل الموزون لكلفة التمويل.
- ✓ تعظيم العائد على حق الملكية.
- ✓ العظيم الروم الملكين من خلال زيادة قابلية المؤسسة على ايجاد فرص استثمارية جديدة.
- ✓ يحقق منافع من وجهة النظر الاجتماعية حيث ينجم عنه الاستخدام الرشيد لموارد المجتمع وبالتالي زيادة ثروته الكلية من خلال استغلال الفرص الاستثمارية للمؤسسات وبالنتيجة زيادة معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي.

المطلب الثاني: مناهج اختيار الهيكل التمويلي الأمثل

هناك ثلاثة مناهج المستخدم في تحديد الهيكل التمويلي المناسب هي:

¹ دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية مجلة الباحث العدد 04، جامعة ورقلة 108 الجزائر، 2006، ص108.

² عبد الله عبد الله السنفي الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الكتاب الجامعي، صنعاء اليمن، 2013، ص 262.

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

1) منهج الدوران المطلق: يهدف إلى استمرار هيكل التمويل في حالة توازن ومدونة مارية، وهذا المطلب حساب الكلفة وأمن المال، في ضوء البدائل الموائية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة في قتال اقتراحات محددة، وهي أن هناك علامة مقواها، وحالة الطلب والعريض على الأموال في السوق العالمي وتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة لم القيام باختيار البديل الأمثل، ويقوم هذا المنبع على حساب الكلفة الأموال، واختيار المزيج التمويلي الذي يقلها إلى أدنى حد.¹

2) منهج التوازن المقارن: بفرض وجود محتال عائد إضافي يجب الحقيقة إضافة المكلفة الأموال الملك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج الموالي مختلف لم تحديد الركل خطة على تكلفة الأموال، وبالتالي الوصول إلى محال العائد الإضافي المطلوب، وبطارية هذه الخطط يمكن اختيار الهيكل التمويلي المناسب.

3) منهج التوازن الديناميكي: إذا كان المنهجين السابقين يفترضان التوازن والمرونة المالية والهيكل التمويلي، والكلفة الأموال للبدائل التمويلية الأخرى فقط فإن هذا المنهج يفترض وجود متغيرين بولين في اختيار المزيج التمويلي المناسب هما المخاطر المالية مخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية للمشروع والبيئة الخارجية المحيطة بالمؤسسة، على أن يتم إتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الاستغناء عنها كالتكلفة المركز الائتماني للمؤسسة... إلخ، كذلك الأخذ بعين الاعتبار العمليات. الإنتاجية والتسويقية، ودرجة استغلال الأصول لأن ذلك يؤدي إلى تغير المزيج التمويلي مع كل تغير في حجم أعمال المؤسسة.²

المطلب الثالث: محددات الاختيار بين مصادر الهيكل التمويلي الأمثل (العوامل المحددة)
يشتمل الهدف من تحديد الهيكل التمويلي الأمثل هو تحديد تركيبة الأموال التي تجعل التكلفة المتوسطة أو المرجحة للأموال عند حدها الأدنى وذلك ضمن الظروف أو المعطيات المتوفرة، وتختلف الهياكل التمويلية للمؤسسات في مكوناتها، فبعضها يعتمد بشكل رئيسي على الأموال الذاتية لتلبية احتياجاته المالية، في حين يعتمد الآخر إلى حد كبير على الأموال المفترضة،

¹ محمد على ابراهيم العامري، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 161.

² مسعودي سمية أثر الرفع المالي على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 4.

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

والبعض قد يختار أمرا وسطا بين ذلك، ولتحديد الهيكل التمويلي الأمثل كان من الأجدر الاعتماد على مجموعة من المحددات سنتطرق إلى أهمها على النحو التالي:¹

1- الملاءمة (Relevance):

تعتبر عملية الملاءمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الإستخدامات عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الإلتزامات الناشئة عن إقتناء هذه الأصول، ويقضي مبدأ الملاءمة أيضا بتمويل احتياجات المؤسسة قصيرة الأجل من مصدر قصير الأجل، لأن تمويلها بواسطة مصدر طويل الأجل يتعارض وهدف الربحية، لأنه قد لا يكون بمستطاع المؤسسة إعادة الأموال للمقرضين عند إنتهاء الموسم وتوافر الفوائض النقدية لديها.

2- الدخل (Revenue):

باستطاعت المؤسسات تحسين العوائد التي تحققها على أموال أصحابها عن طريق الإقتراض بكلفة أقل من العائد المحقق على الموجودات، ومن أهم الميزات التي يحققها التمويل عن طريق الإقتراض ثابت الكلفة في الحالات التي تكون فيها كلفة الإقتراض أقل من العائد على الموجودات فقط هو تحسين العائد على حقوق أصحاب المؤسسة بشكل أفضل مما لو كانت عمليات المؤسسة ممولة جميعها من قبل أصحابها، أي دون اقتراض.

3- الخطر (Risk)

ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة للتمويل من منظورين هما: خطر التشغيل خطر التمويل. ويرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها. ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على الاعتراض، بأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها، وقد تتعرض للإفلاس ما إذا كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها، أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض

¹ ملفح عقل مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2008، ص ص 400-405.

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

في تمويل عمليات المؤسسة، ويؤدي مثل هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين، وقد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها، وعندما تواجه المؤسسة الفشل تتهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم، لأنهم آخر من يستوفي حقه عند الصافية المؤسسة.

4- الإدارة والسيطرة (Management and control):

بقاء سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل التي تلعب دورا بارزا في تخطيط مصادر التمويل. لهذا السبب، كثيرا ما نجد المالكين المسيطرين يفضلون التمويل عن طريق الإقتراض، وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية، لأن الدائنين العاديين والممتازين كلهم لا يهددون مثل هذه السيطرة بصورة مباشرة، لأنهم لا يملكون حق التدخل في الإدارة.

5- المرونة (Flexibility):

تعني المرونة قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال، كما تعني تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها خاصة إذا ما تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال، وتحتاج المؤسسة للمرونة عند التوسع وعند الإنكماش، فإذا رغبت في التخلص من بعض الأصول واستعمال حصيلتها بتخفيض التزاماتها، فإن الأموال المقترضة تحقق لها هذه الميزة عندما يحين إستحقاقها، وتتحقق لها الميزة بشكل أفضل إذا كان هناك شرط يعطيها حق الدفع المسبق أو إستدعاء الأَسناد قبل موعدها.

6 - التوقيت (Timing):

والمقصود بالتوقيت هو تحديد المؤسسة للوقت الذي ستدخل فيه المؤسسة إلى السوق مفترضة لأجل الحصول على الأموال بأدنى كلفة ممكنة وبأفضل الشروط، لكن حاجة المؤسسة إلى الأموال في بعض الأحيان قد تلغي قدرتها على التوقيت، إذ قد تضطر إلى الدخول إلى سوق الإقتراض على الرغم من عدم مناسبة التوقيت. وفي كل الأحوال، يجب أن ينظر إلى التوقيت في إطار قدرة المؤسسة على قراءة الأسواق المالية والأحداث المتوقعة.

7- حجم المؤسسة (Size):

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

حجم المؤسسة عامل في قدرتها على التوسع في الإقتراض، فالمؤسسات ذات المصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الوسع غالباً ما تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة.

8 - نمط التدفق النقدي Pattern of cash flow :

المقصود بنمط التدفق النقدي هو الفترة الزمنية التي تنقضي على الإستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته، فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق النقد لها آثار سلبية على السيولة، لكن يمكن تفادي هذه الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها ومواعيد دخول النقد إلى المؤسسة.

9- طاقة الإقتراض (Debit capacity)

قد يكون استعمال الدين لتمويل عمليات المؤسسة مواتياً للمؤسسة من ناحية ضريبية، لأن الفائدة تشكل نفقة وتقطع من الدخل الخاضع للضريبة، لكن قدرة المؤسسة على الإقتراض وتقديم الضمانات تحد من إمكانية الاستفادة من الإقتراض دون حدود.

المبحث الثاني: النظريات المفسرة للمزيج التمويلي

نشأت الدراسات حول المزيج التمويلي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت أول نظرية، والتي تعرف الآن بالنظرية التقليدية للمزيج التمويلي، ثم تلتها باقي النظريات، حيث تنصب أغلبها حول إمكانية وجود مزيج تمويلي أمثل، إذ يقصد بأمثلية المزيج التمويلي مدى إمكانية إختيارها النسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون، بالشكل الذي يؤدي إلى تقليص

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة، وهذا ما يجعلنا نطرح التساؤل التالي:

المطلب الأول: النظرية الكلاسيكية (التقليدية)

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

1- الافتراضات الأساسية التي تقوم عليها النظرية التقليدية

يعتبر هذا المدخل من بين أولى المحاولات التي أدت إيجاد مزيج تمويلي أمثل من خلال محاولة تحديد مستوى أمثل المديونية، تكون فيه تكلفة الأموال عند أدنى نسبة وقيمة المؤسسة في أعلى قيمة¹

تتمثل الافتراضات الأساسية التي يقوم على أساسها التدخل التقليدي ما يلي²:

* يفترض المدخل التقليدي وجود مزيج تمويلي مثالي، أي وجود نسبة افتراض مثالية تكون عندها تكلفة الأموال في حدها الأدنى.

* كما يفترض أن معدل العائد الذي يطلبه أصحاب الأموال سوايا الدائنون أو الملاك يزداد مع زيادة نسبة الاقتراض، وذلك ب إزدياد المخاطر التي يتعرض لهما العائد الذي يتوقعون الحصول عليه، وهذا ما ينتج عليه أن نسبة الاقتراض ترتبط بعلاقة طردية مع كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة حقوق الملكية.

2- مضمون المدخل التقليدي

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

¹ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره ، ص 174.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، دار الجامعية الحديثة، الإسكندرية، ص 650.

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

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

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

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

المرحلة الثالثة: وتتمثل مستوى تجاوز المديونية للنسبة المقبولة وبذلك يزيد الخطر المالي وينعكس أثره على تكلفة القروض وحق الملكية، والنتيجة النهائية هي اتجاه التكلفة المتوسطة للأموال إلى الارتفاع.⁴

المطلب الثاني: نظرية مديكلياني وميلر:

لقد قام العالمان الأمريكيان في مجال مالية المؤسسة Franco Modigliani et Merton Miller ببناء على الدراسات التجريبية بتفسير عبر تأثير المزيج التمويلي على القيمة السوقية المؤسسة في سنة 1958 و1963 على التوالي في محيط يتميز بكفاءة الأسواق المالية حيث قدم تحليلهما نموذجين، النموذج الأول يتميز باستبعاد أثر الضرائب.

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

² عبد الغفار خلفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره من 410.

³ حمزة محمود الزبيدي الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق القره، من 781.

⁴ عبد الغفار منفي اساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره من 410.

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

1- النموذج الأول: عدم الأخذ بعين الاعتبار الضرائب 1958

يقوم مدخل مديكلياني ومبار على فكرة أساسية جيمية أن قيمة المؤسسة كمثل في قيمة استثمارات، وإن قيمة هذه الاستثمارات التوقف على العائد المتوقع من ورائها، كما تتوقف على المخاطر التي قد يتعرض له هذا العائد.

بعبارة أخرى مهما كان الخليط الذي يتكون منه الذريع التمويلي فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا ينبغي أن تقل أو بعيد عن القيمة السوقية لاستثماراتها، أي أن القيمة الكلية للمؤسسة لا بد وأن تساوي القيمة الكلية للأجزاء الاستثمارات المكونة لها، سواء ام المويل هذه الأجزاء من القروض أو من حقوق ملكية، وهذا يعني في النهاية أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس على قرارات التمويل.¹

حيث برهنت هذه النظرية لمن مجموعة من الاعلانات أن قيمة المؤسسة تزداد بشكل مستمر كلما زادت نسبة الدين، وذلك سبب إمكانية تحقيق الوفرة الضريبي لأن الموالد المدفوعة تسجل لقطات مقبولة ضريبيا، وبالتالي تؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال.

وبالتالي العقيق قيمة أعلى السهم في السوق وقد اشارت الطرية أنه في ظل غياب الضريبية فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تفكر بالترجح التسويقي أي بتصورات نسبة الرافعة المالية ولذلك أكدت النظرية عدم وجود مزيج تمويلي آمال وأما الفرضيات التي قامت عليها هذه النظرية والاعتقادات الموجهة إليها سوف نلخصها في الجدول التالي:

جدول(02) الافتراضات والانتفاضات الموجهة النظرية مديكلياتي وميلر

الإعتقادات	الافتراضات
هذا الافتراض يؤدي إلى إستنتاج مفاده أن معدل كلفة التمويل يكون مستقلا دخول السوق لشراء وبيع ما ترغب من الأوراق المالية عن المزيج التمويلي، الاستنتاج غير موضوعي، فافتراض سوق المنافسة	المؤسسة تعمل في ظل سوق المنافسة التامة حيث تستطيع دخول السوق لشراء وبيع ما ترغب من الأوراق المالية دون التأثير على أسعار تلك الأوراق المالية، ويترتب على

¹ منير ابراهيم هندي الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره من 645.

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

<p>التامة، دون التأثير على أسعار تلك الأوراق المالية، ويترتب على صعب التحقيق للأسباب التالية:</p> <p>- عرض الأموال غير مرن في السوق؛</p> <p>- عدم توافر المعلومات عن جميع المتعاملين في سوق</p> <p>- القواعد التي تحكم المعاملات في السوق المال تختلف عن تلك التي تحكم سوق السلع.</p>	<p>- توافر وإتاحة المعلومات عن المؤسسة</p> <p>- إمكانية شراء المشتري ما يحتاجه من الاستثمارات المالية مهما كانت قليلة.</p> <p>- كافة المستثمرون يتصرفون بطريقة رشيدة وعقلانية.</p>
<p>هذا الافتراض غير عملي للأسباب التالية:</p> <p>- صعوبة تصنيف المؤسسات التي لها نفس درجة المخاطرة.</p> <p>- تباين القيود المالية على المؤسسات المالية</p> <p>إختلاف أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للمؤسسة من وقت لآخر، تبعاً للحجم القرض والضمانات المقدمة ومجالات الاستثمار، فضلاً عن المركز المالي.</p>	<p>إمكانية تقسيم المؤسسات إلى مجموعات متجانسة على هذا أساس درجة المخاطرة لنشاطها وبذلك تتعرض لها المؤسسات ضمن مجاميعها لنفس الدرجة من المخاطرة.</p>
<p>ليس له سند أو دعم لأن معدل الفائدة يتوقف على عوامل عديدة كالظروف الاقتصادية، والمركز المالي للمقترض، ومدة القرض، فضلاً على أن الفائدة على الاقتراض تخصم لأغراض ضريبية الدخل، لذلك فإن استخدام التمويل المقترض يقلل من كلفة التمويل الأمر الذي يعني أن زيادة نسبة التمويل تزيد من قيمة المؤسسة.</p>	<p>تساوي الفرد والمؤسسة من ناحية المقدرة على الاقتراض.</p>

الفصل الثاني : المزيح التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

كلفة التمويل بعد دالة الرافعة المالية	كلفة التمويل ليست دالة للرافعة المالية فحسب، بل أنها تعتمد على حجم المؤسسة، تركيبة الموجودات ومعدل النمو في العوائد.
---------------------------------------	--

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

2- النموذج الثاني: الأخذ بعين الاعتبار الضرائب 1963:

بعدما تم التطرق في الجزء الأول من نظرية موديليانى وميتر إلى تأثير المربع التسويقي على تكلفة وقيمة المؤسسة في ظل عالم لا توجد فيه ضرائب في هذا الجزء سوف يتم التطرق إلى مكونات المزيح التمويلي في حالة وجود ضريبة على دخل المؤسسات على مقال لهما سنة 1963، حاول ميلر ومديكلياتي استدراك الاعتقادات التي وجهت لنموذجهما، خاصة تلك المتعلقة تعاملهما للضريبة على ربح المؤسسة،¹ وعلى هذا الأساس فقد حاولا تدارك هذا النقص وذلك بافتراض وجود ضريبة على ربح المؤسسة.

وقد توصلا إلى الله في ظل وجود مؤسسة يتكون مريحها التمويلي من فروض وأموال خاصة، فإن قيمتها تكون أكثر من مؤسسة فقط على الأموال الخاصة، وفي نفس السيل يواصلان تحليلهما ويضيفان أن الفرق بين قيمة المؤسستين لا يجب أن أخرى زيد أو يقل من القيمة الحالية الموفورات الضريبية.²

يعتمد التحليل هذا على أن الفوائد التي تدفعها المؤسسة على الفروض تعد من الأعضاء واحبة الخصم. يعبر تخفيض المصاريف المثالية من الوعاء العربي للمؤسسة في واقع الأمر مساعدة من قبل الدولة لهذه الأخيرة، ومن أجل أن تستطيع الاستفادة منها لا بد أن تكون محققة للأرباح، بمعنى أن الوفورات الضريبة لا تتحقق إلا إذا كانت القدرة الربحية للمؤسسة كافية، وعليه حسب هذا المنطلق فإن المزيح التمويلي الأمثل هو ذلك الذي تكون فيه الاستدانة أكبر

¹ الياس بن ساسي يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 369

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

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

ما يمكن، ووفقا للدور الضرائب فإنه على المؤسسة تعظيم حجم الديون في مريحتها التمويلي من أجل الاستفادة القصوى من ميزات الضرائب المحققة.¹

المطلب الثالث: نظرية التوازن

انطلقت هذه النظرية من أعمال Myers. M سنة 1984 ، وقد عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها؟²

المرحلة الأولى: أو ما يعرف ب Trade - Off statique حيث تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج Miller و Modigliani وخلصت إلى تحديد معدل إستدانة أمثل في هذه الحالة ارتفاع الاستدانة تؤدي إلى ارتفاع أثر الرافعة وظهور تكلفة الإفلاس التي لها انعكاس سلبي على قيمة المؤسسة.

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

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

تكاليف وكالة الديون: أي النفقات التي يقوم بها المدينون من أجل ردع المساهمين (بما فيهم المدراء). إذن تعتمد هذه النظرية على فكرة التوازن ما بين منافع الاقتراض وتكاليفه، أي التوازن بين التأثير الإيجابي الذي تحدثه الوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي المحدثه تكلفة الإعلام والكلفة الوكالة، فزيادة نسبة الاقتراض في الربيع التمويلي يعرب عليها انخفاض في متوسط الكلمة الأموال وارتفاع في قيمة المؤسسة بالدعية، نظرا لانخفاض التكلفة العملية الأموال القارضة بسبب الوفورات الضريبية.

¹ لمياء بوتسطة، مرجع سبق ذكره، ص 126.

² محي الدين طرفاوي وآخرون تأثير سياسة الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي الجزائر العدد 12 جوان 2017، ص 304.

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

غير أن زيادة نسبة الأموال المقارضة عن حد الرتب عليه ارتفاع المخاطر إعلامي الملموسة وتكاليف الوكالة سب الطواف من إخفاقها في الوفاء بالتزاماتها المثالية الماء المقرضين وهو ما سينجم عنه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أنهم وسندات المؤسسة الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع الكلمة الأموال وانخفاض قيمة المؤسسة.

والنتيجة هنا هي أن على المؤسسة أن توازن بين فوائد الافتراض وتكاليفه إلى أن يتم الوصول إلى المستوى الأمثل تريح التمويل ويتم ذلك عند النقطة التي تساوى فيها القوات الهدية لكل وحدة إضافية من الذين مع التكاليف الهدية للدين.¹

المطلب الرابع: النظرية المتعددة الأشكال

ظهرت هذه النظرية خيمة الانتقادات الموجهة إلى النظرية الكلاسيكية، وقد تعلمت بدراسة إشكالية مشاكل المالية وهي ما تي بالنظريات الحديثة المشروع، والتي ظهرت في منتصف السبعينات وقد صمت العديد من النظريات.

1- نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل:

في أوائل الستينات أخرى فوردن دونالدسون سنة 1961 دراسة ميدانية، خرج منها نظرية ترتيب الفعالية مصادر التمويل من وجهة نظر المؤسسات والتشخص أبعاد تلك النظرية في النقاط التالية:²

- تفضل المؤسسات الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي، الممثلة في الأرباح المحتجزة والمخصصات الاهتلاك.

- تضع المؤسسات مستهدفة للتوزيعات بناء على توقعاتها بشأن المنظمات النقابية المستقبلية وبعبارة أخرى تأخذ المؤسسات في الحسبان عند تحديد الأرباح الموزعة، أن تكون الأرباح المحتجزة والتخصصات الامتلاك كافية في الظروف العادية التحويل الاستثمارات المتاحة.

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

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

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

- إذا لم تكفي حصيلة بيع الأوراق المالية إضافة إلى الموارد الذاتية التي يمكن توفيرها لمواجهة الاجتياحات التالية حي العيد المؤسسة إلى الاقتراض مباشرة أو بإصدار سندات تقليدية، بأني بعد ذلك إمكانية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، ثم في النهاية يأتي دور إصدار أسهم عادية.

كما يمتد إهتمام النظرية إلى السبب وراء قرارات التمويل، دون أن تدخل في تحديد الخليط المستهدف من الفروض والأموال الخاصة داخل المزيج التمويلي، لأن الأموال الخاصة لها أكثر من موقع في سلم الأوليات ففي قمة السلم أحمد الأرباح المحمرة وفي نهاية المهند إصدار الأسهم العادية، ثم تأتي الأموال المقترضة في موقع ما بينها، وبالتالي المؤسسة تتبع تسلسل هرمي في التمويل، هذا التسلسل تمليه الحاجة للحصول على التمويل الخارجي وليس محاولة العثور على المزيج التمويلي الأمثل.¹

ومن أبرز رواد هذا النموذج مايرزو مالوف، وما تم

حول قبول المؤسسة الاحترامات فهي تفضل أن تقوم بالجمال الأرباح بدلا من لون منها واللجوء إلى المصادر الخارجية التمويل الرفع في رأس المال (الاستدانة) حيث ينهم من الاحتجاز فيها إضافيا في المستقبل، ويعني أن المؤسسة الفضل التحويل إستراتيجاتها داليا وبعدها إن لزم الأمر انها إلى الرفع في رأس مالها على الأمير علماً إلى الاستدانة، ويسمى هذا الترتب عمل - عرب حسب الأولوية في التمويل.²

2 نظرية عدم تماثل المعلومات

عدم تماثل المعلومات بقصد بها عدم المساواة في كمية ونوعية المعلومات التحصل عليها بين الأطراف الحاقدة في الممكن لأحد الأطراف أن يكتسب معلومات ليست في سورة الأمر وقد يستقلها التحقيق معاقة الشخصية وبعد Akertor أول من أشار هذه النظرية من خلال الدراسة التي قام عما في سوق السيارات سنة 1970 وتختص هذه النظرية بان التمويل بالديون أفضل بكثير من التسويق بالأسهم، وليس بسبب الوفورات الضريبية على فوائد الدولة ولكن بسبب

¹ منير إبراهيم ، مرجع سابق ، ص 302.

² عبيدي سعد نوح، مرجع سبق ذكره، ص 124.

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

التأثير السلبي الإصدار الأسهم العادية على المساهمين القدامى، وإصدار أسهم عادية لا يدعى أن يكون إلا في حالة وجود فرصة استثمارية غير عادية لا يسعى تقويتها، أو عندما تفرك الإدارة أن مستقبل المؤسسة غير معلمان أو أن إصدار أنهم حديثة سيكون في صالح المساهمين الحاليين.

وتقضي هذه النظرية بالاعتماد على الأرباح الممتدة في التمويل قبل اللجوء الديون، وإن تم اللجوء إلى الديون فلا يسعى أن يعمل إلى النقطة التي توصى بها نظرية التوازن وذلك للإبقاء على طاقة اقراضية احتياطية يمكن استخدامها في الظروف الطارئة حتى لا تضطر المؤسسة إلى استخدام البديل غير المرغوب فيه المتمثل في إصدار أسهم عادية جديدة.¹

3- نظرية الإشارة

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى ROSS عام 1977 و التي تقوم على فكرة عدم المائل المعلومات في الأسواق، فالمعلومات التي تصدرها للمؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية، حيث أن مدراء المؤسسات الأحسن أداها هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة لتميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداءا وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسة الضعيفة.² وتستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما:^{3*}

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

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

² نفس المرجع، ص 253.

³ صبيحة قاسم هاشم نظرية هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 83، جامعة بغداد، ص 70.

المبحث الثالث: تكلفة الأموال والرفع المالي

تعد تكلفة الأموال من أهم العوامل المؤثرة على إختيار المصادر التمويلي واختيار سياسة التمويلية للمؤسسة وذلك على إخبار أن تكلفة الأموال تعد بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة قوته يجب رفضه، إذ أن قبوله سوف يؤثر عليها على ثروة الملاك الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال والعوامل المؤثرة عليها

لقد استخدم لفظ تكلفة الأموال كثيرا فهي تختلف من مصدر التمويل إلا آخر، وهذا راجع إلى اختلاف العوامل المؤثرة عليها.

1- مفهوم تكلفة الأموال

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

إن تكلفة الأموال هي معدل الخصم المستخدم الحساب مردودية مشروع استثماري ، أي مردودية الزيادة في حجم وبالتالي فإن استخدام نفس معدل الخصم لجميع المقترحات الاستثمارية لن يترتب عنه تساوي معدل العائد مع معدل الخصم والما تكلفة الأموال هي الحد الأدنى المعدل العائد المقبول عند تاريخ اتخاذ القرار.

2- العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال

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

2:

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

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

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

أ- **تأثير العوامل العامة:** يتوقع المستثمرون الذين يزودون المؤسسة بالأموال الملاك والدائنين الحصول على العائد يكفي لتعويضهم عن مجرد حرمانهم من إستغلال أموالهم لتحقيق منافعهم أي تأجيل الاشباع كنتيجة لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار، كما يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرضون لها لو أنه استثمر أمواله في مجالات لا لأي مخاطر، وهو ما يطلق عليه بمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر. وبحر الحي الأول من العائد تعريض المسلمين عن عنصر البين وتوقف هذا العائد الذي يعدد بالنسبة للمؤسسة جزء من تكلفة، أي مصدر تحويل على الحالة الاقتصادية، فكلما زاد الطلب على الأموال ياد معدل على الاستثمار الحالي من المخاطرة والعكس صحيح.

أما بالنسبة للحي الثاني من العائد والذي تحصل عليه المستثمرين العريضة من المخاطر التي يتعرض لها العائد المتوقع من الاستثمارات ذاته، فيطلق عليه بدل المخاطي، أي أن تريض من المخاطر التي التعلق بالمؤسسة قالها وهي مخاطر التشغيل والمخاطر المالية بالإضافة التريض العمر أيضا عن مخاطر التضخم وتأجيل الإشباع.

ب- تأثير العوامل الخاصة بكل عنصر:

إن مصادر التمويل التعاون من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمرضون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم ، إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة الربح من عدمه، كما أن هم الأولوية في الحصول على مستحق لهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس، بأني بعد ذلك حملة الأسهم المدارية، إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائمين ، إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر مقارنة مع حملة الأسهم العادية ، الحملة الأسهم المقالة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على تصيبهم من الأرباح (إذا ما تقرر توزيعها) أو في حصولهم على مستحق لهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس.

وهكذا يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة فهم يتحملون مخاطر أكبر مما يتحملها الآخرون، ونظرا لأن التكلفة التي تدفعها المؤسسة العائد الذي يحصل عليه المستثمرون للتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، لذا فمن المتوقع أن يكون الاقتراض

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

هو أقل مصادر التمويل تكلفة، وأن تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة، بينما تأتي الأسهم الممتازة في منتصف الطريق.

ج- تأثير تشغيل هيكل رأس المال:

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

المطلب الثاني: تقدير تكلفة الأموال

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

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

1-1-1- تكلفة التمويل الذاتي:

للممول الذاتي تكلفة كمره من مصادر التمويل، ولكن المشكلة الأساسية في ذلك في صعوبة قياسها، ويعتبر التمويل من طريق الأرباح المتجرة أهم مصادر التمويل الذاتي في المؤسسة الاقتصادية والكلفة الأرباح المختصرة تعادل نسبة المردود المطلوب من قبل المساهم.¹

1-1-1- تكلفة الأرباح المحتجزة

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن ، 2009، ص 323-324

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

تعتبر الأرباح المتتمرة مصدرا مهلا من مصادر التمويل التي تستخدمها الشركات، ويمكن تعريف المكلفة الأرباح المرة بالماء تكلفة الفرصة البديلة أو معادل العائد الذي يتطلع إليه

حملة الأسهم العادية جراء احتجاز جزء من أرباحهم¹.

ويمكن توضيح تكلفة الأرباح المحمرة في المعادلة التالية:²

ه الحالة الأولى: مستوى الأرباح على الأسهم ثابت ولا تخضع للعربية

التوزيعات المتوقعة للسهم

$$(1) \text{ تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{قيمة السهم الواحد}}{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}} \dots\dots\dots (1)$$

قيمة السهم الواحد

التوزيعات المتوقعة للسهم

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

قيمة السهم الواحد

أما مخصصات الاهتلاكات والمكونات فهي موارد غير مجانية بل وسيلة التمويل بتكلفة الفرصة البديلة، والتي تتمثل في التكلفة الوسطية المرجحة الرأس المال المؤسسة والكلفة رأس المال، وهو ما يعنى بالتبعية أنه لا ضرورة الدخول الاهتلاكات والمؤونات في عملية حساب تكلفة رأس المال طالما أن المتوسط المرجح يعكس آلية تكلفة ذلك العنصر.³

2-1- تقدير تكلفة الأسهم:

قمنا في المطلب السابق بتقسيم الأسهم إلى نوعين الأسهم العادية والأسهم الممتازة،

لذلك مستطرق فيما يلي إلى حساب تكلفة كل منهما.

1-1-2-1 تكلفة الأسهم العادية:

¹ علي عباس الإدارة المالية دار إثراء للنشر والتوزيع الشارقة 2008، ص 172

² نور الدين خياطة، مرجع سبق ذكره، ص 529.

³ منير ابراهيم هندي الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل مرجع سبق ذكره ص 24.

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

تكلفة الأسهم العادية عبارة عن معدل الخصم المستخدم الخصم توزيعات الأرباح المتوقعة على الأسهم العادية وذلك لتحديد قيمة السهم، إذن فتكلفة الأسهم العادية لمثل تكلفة الفرصة البديلة، أي معدل العائد الأدنى الذي يطلبه حملة الأسهم العادية والذي لا يجب أن يقل عن معدل العائد الناتج عن إعادة استثمار أموالهم في مشاريع أخرى¹.
والمعرفة قيمة هذا المعدل تحب معرفة قيمة السهم ومن ثم إستنتاج معدل العائد المطلوب،
والتحديد قيمة السهم يمكن الاعتماد على نموذج جوردين الموضح فيما يلي:

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

حيث أن:

P_0 : السعر السوقي للسهم

D_1, D_2, \dots, D_n : توزيعات الأرباح لكل سنة

K : معدل الخصم (تكلفة الأسهم العادية).

n : المدة.

وعليه يمكن استخدام عدة طرق الحساب تكلفة الأسهم العادية وهي:

أ- طريقة الأرباح الموزعة وتقوم هذه الطريقة على قسمة الأرباح المتوقعة لكل سهم على القيمة السوقية للمسهم مضروبة في واحد منقوص منه كلفة الإصدار وفي الأخير يضاف إلى الناتج الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم كما يلي²:

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

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

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

² دريد كامل الى شبيب، مقدمة في الإدارة العالية المعاصرة، الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص ص 315-316

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

ب- نموذج جوردون وشابيرو: التبسيط نموذج القيمة الحالية الموزعة المتوقعة افترض جوردون وشابيرو أن الأرباح يمكن أن تتزايد كل سنة بمعدل متوسط 9، ومنه يكون معدل المردودية والذي يمثل تكلفة السهم بالعلاقة التالية.¹

$$K = D_i / P_0 + g$$

D_i : الأرباح الموزعة

P_0 : القيمة السوقية للسهم

g معدل النمو المتوقع السنوي السعر السهم في السوق.

ج- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF)

عادة ما يستخدم هذا النموذج في تقييم المردودية المنتظرة من طرف المساهمين على أنها مردودية الأصول دون الخاطر مقلية بمعدل يعادل 4 مرة مخاطر السوق، والحسب من خلال العلاقة التالية.²

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

$E(R)$: الأمل الرياضي لمردودية السهم

R_F : مردودية الأصل بدون مخاطرة (هو الأصل ذو مردودية متعددة خلال فترة رسمية

مثل أدونات الخزينة ، قروض الدولة)

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

$E(R_M) - R_F$: علاوة المخاطرة

R معامل منحى الانحدار بين R_M, R_X

¹ دريد كامل آل شبيب مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص ص 316

² الياس بن ساسي، يوسف فريشي التسيير المالي: الإدارة المالية دروس الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، 2006، ص 309.

2-2-1- تكلفة الأسهم الممتازة

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

1:

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

2- تكلفة التمويل بالاستدانة

تمثل تكلفة التمويل بالاقتراض في معدل الفائدة على القروض مطروحا من الوفر الضريبي الناعم مما يوفره من ميزة في تخفيف العبء الضريبي، ويتم حساب هذه التكلفة كما يلي:²

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

K_d : تكلفة الاقتراض بعد الضريبة

K'_d : تكلفة الاقتراض قبل الضريبة

T : معدل الضريبة

وسوف نتعرف من تكلفة كل من القروض طويلة ومتوسطة الأجل والقروض قصيرة

الأجل.

¹ عدنان تايه النعيمي أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 371

² نفس المرجع، ص 368

2-1- تكلفة القروض طويلة ومتوسطة الأجل:

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

- السداد بدفعة واحدة عند تاريخ استحقاق القرض
- استداد سنويا بدفعات متساوية خلال مدة حياة القرض

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

أ- في حالة تسديد القرض بدفعة واحدة عند تاريخ الاستحقاق

في هذه الحالة يحسب معدل تكلفة الاقتراض كما يلي:¹

$$P_0 - F_0 = \frac{(I_p + F_1)}{(1+kd)^1} + \frac{(I_p + F_2)}{(1+kd)^2} + \dots + \frac{(I_p + F_1 + R)}{(1+kd)^n}$$

KA: تكلفة الاقتراضي.

P₀: سعر الإصدار.

F₀ : مصاريف إصدار السند أو القرض والمتمثلة في مصاريف الاستثمار والاعلان

عن إصدار سندات جديدة، أما في حالة القروض البنكية تكون مصاريف الاصدار عادة أقل

وتتمثل في مصاريف دراسة الملف طلب القرض، ومصاريف الرحمن الخ

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

R: قيمة القرض التي ينبغي سدادها عند تاريخ الاستحقاق.

I : معدل الفائدة.

¹ رضوان وليد العمارة أساسيات الإدارة المالية مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل الطبعة الأولى دار المسيرة

للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص120

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

$$P_0 - F_0 = \frac{I_1 + F_1 + R_1}{(1+kd)^1} + \frac{I_2 + F_2 + R_2}{(1+kd)^2} + \dots + \frac{I_n + F_n + R_n}{(1+kd)^n}$$

P_1, \dots, P_n : القيم المتبقية من أصل القرض في حوزة المؤسسة المقترضة.

R, R_1, \dots, R_n : الأقساط المتساوية لأصل القرض.

2-2 تكلفة الاقتراض قصير الأجل

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

2-2-1 تكلفة الائتمان التجاري

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

وتحسب تكلفة الائتمان التجاري من خلال المعادلة التالية²:

¹ محمد علي العامري إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص304.

² دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الادارة المالية المعاصرة، ط1، مرجع سبق ذكره، ص224-.

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

2-2- تكلفة الائتمان المصرفي

تتمثل الكلفة الائتمان المصرفي في الفائدة التي تدعمها المؤسسة، والتي عادة ما تكون في صورة نسبية علوية من القرض، ويطلق على تلك النسبة معدل الفائدة الأمي، الذي يختلف من معدل الفائدة المحلي الذي يتوقف على الشروط الإتفاق بين البنك والمؤسسة.¹ ويحسب معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبية بالعلاقة التالية:

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

3- تكلفة التمويل التأجيري:

تكلفة التأخير هي عبارة عن القيمة الحالية الدفعات الاستئجار المستقبلية مخصومة تعدل الفائدة الذي يجب أن تدفعه المؤسسة إلى المالك إذا اقترحت مبلها ماثلا القيمة الآلة ولذات الفترة الزمنية معنى هذا أن كل دفعات الاتجار المخصصة التسديد من جهة والمبالغ التي ستسدد من الديون المقارضة من جهة أخرى، وعموما تكلفة التمويل التأجيري الحسب بالعلاقة التالية:²

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

¹ منير ابراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 10

² أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002/2003، ص 54.

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

Fo : لحل مبلغ تملك الأصل

L : قسط الإلتجار الفترة ..

A : قسك امتلاك الأصل.

Pn : القيمة المتبقية للأصل (قيمة خيار الشراء).

T : معدل الضريبة على أرباح الشركات

المطلب الثالث: الرفع المالي

من بين العوامل المحددة لمستوى الأداء في المؤسسة هو المزيج التمويلي، بالرغم من أن دور هذا المزيج معقد ومحل جدل كبير، فتحليل أثر الرافعة " يسمح بإعطاء مقارنة أولية لهذه الاشكالية، فحسب هذا التحليل يمكن للاستدانة أن يكون لها تأثيران مزدوجان حسب العلاقة بين تكلفة الاستفادة ومردودية الأصول، فيكون تأثيرها ايجابي إذا كانت مردودية الأصول كافية كما يمكن أن يكون لها تأثير سلبي إذا كانت تكلفتها غير مغطاة بمردودية كافية.¹

أولاً: مفهوم الرفع المالي (الرافعة المالية)

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

1- تعريف الرفع المالي: قدمت عدة تعاريف للرفع المالي تذكر منها:

الرافعة المالية في درجة اعتماد المؤسسة في التمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء كانت قروضا، سندات أو أسهما ممتازة مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك، كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها.²

وتعرف أيضا باعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف القابلة لديها في هذه الحالة في الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت المؤسسة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة

¹ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 267

² منير ابراهيم هندي ، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة المكتب العربي الحديث الاسكندرية، 2007، ص 614.

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

منا في أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة.

2- الرفع المالي والمزيج التمويلي

إن الفوائد في نقطة الارتكاز في المواقع المالية، فكلما كانت الفوائد مرتفعة كانت درجات الرفع المالي مرتفعة وبالتالي تزداد المخاطر المؤسسة في عدم القدرة على تسديد الفوائد في التاريخ المحدد للسداد، وتسمى هذه المخاطرة بمخاطر التمويل، وهذا الوضع يجعل لقطة التعادل مرتفعة وهذا يحتاج إلى جهد أكثر من المؤسسة لزيادة المبيعات، وبالتالي زيادة الأرباح قبل الفائدة والضريبة للوصول إلى النقطة التعادل الجديدة وتعديلها لتحقيق أرباح صافية بعد الفوائد وقبل الضريبة.¹

الرفع المالي إذا ما لم في مثل عائد على الموجودات (مردودية اقتصادية أعلى من تكلفة الاقتراض بتحقيق الميزات التالية:

- تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض ومردود الاستثمار.
 - المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة
 - عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة (عدا ما يدفع على شكل فوائد للمقرضين)
 - الاستعادة من ميزة كون الفوائد قابلة للخصم من الضريبة.
- وفي مقابل مجموعة المرايا هذه، هناك مجموعة أخرى من السلبيات للرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الأصول أو مردودية اقتصادية أقل من تكلفة الاقتراض:
- انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من تكلفة الاقتراض.
 - احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة..

¹ ريم عياشي، رقية حراق مرجع سبق ذكره، ص 99

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

- في فترات تراجع نسبة التضخم وانخفاضها، يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة.

- قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إبداء جمعة المؤسسة الائتمانية والحد من قدرها على الافتراض.

- حساب أثر الرفع المالي

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

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

إذن يمكننا تفسير أثر الرافعة المالية بمعدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصول الاقتصادية وتكلفة الدين.²

يحدث الرفع المالي كلما قامت المؤسسة بتمويل نشاطها بواسطة فروض، ويهدف تحليل أثر الرفع المالي إلى التأكد مما إذا كانت المؤسسة قادرة على تحقيق أرباح تغطي تكاليف الإقراض وبالتالي يمكن صياغة كثر الرافعة المالية رياضيا كالتالي:

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

(Re-1) : الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة.

D/CP : الرافعة المالية وتقيس تركيبة المزيج التمويلي.

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

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

الفصل الثاني : المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية

(Re-1).D/CP أثر الرافعة المالية.

Re : معدل المردودية الاقتصادية.

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

بمعنى آخر، تستهدف المؤسسة معدلا معيناً من المردودية المالية إنطلاقاً من معدل مردودية اقتصادية ثابت ومعامل استنادة متغير، فيكون لدينا بالتالي دالتين للمردودية المالية، كما يلي:

$$(Rf - f [D/CP]) \dots (1)$$

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

حيث تعني الدالة الأولى أن معدل المردودية المالية (RF) هو متغير تابع لنسبة المزيج التمويلي CP/D ، كما تعني الدالة الثانية أن معدل المردودية المالية هو متغير تابع لأثر الرافعة المالية (Re-iD / C)

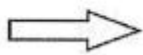
وما أن معدل المردودية الاقتصادية Re ثابت وأن تكلفة الإستدانة 1 تتغير حسب حجم الاستدانة D فإنه:

يمكننا أن نقتصر فقط على دراسة دالة واحدة فقط من الدالتين (1) و (2) وبرهاننا على ذلك

هو "

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

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



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

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

خلاصة الفصل

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

ولكن مصدر من مصادر التمويل الكلفة يجب أجلها في المسميان من قبل مستوى المؤسسات من أجل تحقيق هدفها وهو العظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي العظيم ثروة المساهمين وحلب استثمارات الكور، وذلك كله من خلال محاولة الاستفادة من الي استخدام الديون في المزيج التمويلي بواسطة أثر الرفع المالي الذي يعبر من رفع أرباح المساهمين نتيجة اللجوء للاستدانة، حيث أن مصاريف الديون (الفوائد المدفوعة) تعتبر من التكاليف الواجب خصمها من مشكل تكاليف استغلال المؤسسة وبالتالي تخفيض الضرائب التي ستدفع وهو ما يعرف بالاقتصاد في الغربية أو الوفر الضريبي.

هذا وقد جاءت العديد من النظريات المفسرة للمزيج التمويلي، سواء كانت تقليدية أم عديدة، فكل منها ساهم في المدينة الى المزيج التمويلي المناسب الذي يبقى من بين التحديات التي تواجه المؤسسة، نظرا للصعوبات التي تواجهها في المعاد واختيار الصباح التمويلية الملائمة. ولضمان الاختيار الأنسب من بين ما هو متاح لابد أن تتوافر لدى الإدارة المالية للمؤسسة القدرات الكافية التقييم أثر استعمال مصادر التمويل المختلفة على الأداء المالي وربحية المؤسسة.

الفصل الثالث

دراسة حالة مؤسسة سوف

لي للحليب بالوادي للفترة

من 2021 الى 2024

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

تمهيد :

بهدف محاولة الإجابة على التساؤل الرئيسي، وكذا مجموعة من الأسئلة الفرعية المطروحة في بداية هذا البحث وتدعيماً لجانبه النظري، تتناول خلال هذا الفصل دراسة تطبيقية تتعلق بدراسة المزيج التمويلي لمؤسسة سوف لي للحليب للفترة من سنة 2021 إلى غاية سنة 2024.

تناول هذا الفصل بتقسيمه إلى مبحثين، حيث يخص المبحث الأول إلى تقديم عام لمؤسسة سوف لي للحليب، وذلك بالتعريف بها وعرض تاريخ نشأتها وتطورها وكذلك التطرق إلى هيكلها التنظيمي، أما المبحث الثاني من هذا الفصل فيخصص إلى تحليل المزيج التمويلي لمؤسسة سوف لي للحليب ، وذلك بدراسة أهم مصادر التمويل المستخدمة من طرف المؤسسة للفترة المدروسة، بالإضافة إلى التطرق الدراسة بعض النسب المالية ذات العلاقة بتركيبة الهيكل التمويلي، وكذلك تم التطرق إلى حساب أثر الرافعة المالية حيث سنتناول بالدراسة والتحليل تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة.

المبحث الأول : تقديم عام لمؤسسة ملبنة سوف لي

المطلب الأول : التعريف بمؤسسة سوف لي

ملبنة سوف لي هي مؤسسة خاصة ذات مسؤولية محدودة " SARL " تعمل في مجال الأغذية الزراعية متخصصة في انتاج الحليب ومشتقاته, تقع في الجهة الشمالية لبلدية كوينين, تبعد 10 كلم عن مركز المدينة, اسمها التجاري: وحدة انتاج الحليب ومشتقاته سوف لي. تتربع المؤسسة على مساحة اجمالية قدرها 6388 متر مربع منها 2844 متر مربع مبنية والباقي مساحة للتوسعة, تُشغل 17 عاملا دائما و 10 عمال غير دائمين مكلفين بالنظافة والصيانة والامن, تقدر تكلفة انجاز المشروع ب 350392609.00 دج منها 50% اموال خاصة والباقي قرض بنكي متوسط المدى من القرض الشعبي الوطني . المؤسسة مجهزة بألات جد متطورة للتعامل مع جميع انواع الحليب. زودت المؤسسة بغرفتي تبريد بحجم 150 متر مربع .تنتج المؤسسة حاليا 47050 لتر يوميا و تعمل على تطوير انتاجها ورفعها الى 80.000 لتر يوميا. تتحصل الملبنة على المواد الأولية من الديوان الوطني المهني للحليب و من بعض الخواص المتخصصين في تربية الابقار وإنتاج الحليب داخل الولاية وخارجها.

المطلب الثاني : مهام وأهداف مؤسسة سوف لي للحليب

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

- تغطية كامل نقاط البيع بمختلف منتجاتها
- مواجهة المنافسة وذلك باعتمادها على خطط واستراتيجيات تسويقية تمكنها من ذلك
- ضمان النوعية، وهي تعمل جاهدة حتى تستطيع أن تضمن لزيائنها ومستهلكيها النوعية الجيدة والجودة العالية .
- بقاء المؤسسة في السوق رغم التغيرات الدائمة وتنمية النشاط السوقي
- التجديد بحيث يعتبر هذا العنصر من ابرز السياسات المتبعة لدى المؤسسة والتجديد يكون إما في التغليف أو تجديد المنتج

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

- توسيع تشكيلتها السلعية مستغلة بذلك تكنولوجيا متمثلة في استعمالها لوسائل متطورة
- التسيير ومحاولة تطوير قطاعاتها المختلفة من تخزين وتوزيع وصيانة وضمان عملية التموين بالمواد الأولية العمل على تلبية حاجات ورغبات القطاعات السوقية المستهدفة

2- أهداف المؤسسة :

- لكل مؤسسة أهداف تسعى إلى الوصول إليها من خلال :
- توفير القدر الكافي من مادة الحليب التلبية احتياجات المواطنين
- التخلص التدريجي من التبعية للخارج
- ترمي المؤسسة إلى توسيع دائرة الإنتاج بإنتاج منتجات أخرى مثل القشطة، العصائر الخ...
- المساهمة في التخفيض من البطالة، وهذا بتوفير مناصب عمل لعدد كبير من المواطنين وخاصة الشباب منهم .
- كسب رضا الزبائن الحاليين و المرتقبين.
- تطوير و تسيير الحليب ومشتقاته.
- الرغبة في أن تكون حاضرة وناشطة في إجمالي أسواقها .
- الحصول على خصص هامة في أسواقها بواسطة التنقيب أو المسح في السوق الوطنية.
- توسيع تشكيلة المنتجات الموجهة لفئة صغار السن.

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمؤسسة سوف لي :

الهيكل التنظيمي المؤسسة هي المرأة العالمية التي تعكس كيفية أداء المؤسسة لأنشطتها من خلال الوظائف والمصالح المختلفة، إضافة إلى أنه يعكس أسلوب الإدارة ونطاق الإشراف، و يبين كذلك قوة ادارة المؤسسة في تطبيق استراتيجياتها.

ويبرز الهيكل التنظيمي للمؤسسة جميع الوظائف سواء كانت إدارية أو إنتاجية، التي تربطها علاقات وانشطة متعددة فيما بينها من جهة، ومن جهة أخرى مع محيطها الخارجي من خلال العلاقات مع السوق أو الموردين، وذلك لتحقيق الفعالية في مجال الاتصال واتخاذ القرار واستمرارية النشاط ويتكون الهيكل التنظيمي لمؤسسة سوف لي من إدارة عامة وعلى اربع

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

مديريات هي : مديرية الإدارة العامة، مديرية الإنتاج، المديرية التقنية , مديرية الجودة ومديرية التموين، وفيما على الهيكل التنظيمي للمؤسسة :

1- **المدير العام للمؤسسة** : وتتكون من المدير العام وهو صاحب القرار ويمكن تلخيص مهامه في:

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

تتبع المديرية العامة سكرتارية تقوم باستقبال الزوار و توجيههم و تنظيم المواعيد واستقبال البريد الوارد و تحرير البريد الصادر وتدونها في سجلات خاصة و تنظيم الأرشيف والرد على المكالمات الهاتفية و القيام بجميع المهام المنوطة بالسكرتارية

2 - **الإدارة العامة** : وتحتوي على المصالح التالية :

2-1 مصلحة المستخدمين.

2-2 **مصلحة المحاسبة و المالية**: يتولى مهام تسييرها إطار متخصص له خبرة في هذا المجال, و تستخدم المؤسسة برنامج للإعلام الآلي في إدارة وتسجيل العمليات اليومية. كما تقوم هذه المصلحة بعدة مهام من بينها نذكر :

- مطابقة الوثائق المحاسبية من مصاريف وإيرادات .
- مسك سجلات البنوك والخزينة وتأمين الحسابات .
- السهر على تحقيق الموازنات، كما أنها تصدر وتتابع الصكوك ودفعها لأجل قبضها .

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

- السهر على دفع الديون والقروض وتغطية الزبائن .
- متابعة ملفات المنازعات (الزبائن التجارية).
- العمل على استهلاك المواد في وقتها .
- السهر على التصريحات الضريبية ومراجعة الحسابات .
- الحفاظ على تنسيق أعمال الميزانية (المحاسبة والمالية) .
- السهر على المراقبة الدورية على الخزينة .

2-3 مصلحة الوسائل العامة

- 3 - مديرية الإنتاج:** تعتبر أهم مديرية بالمؤسسة، وهي التي تتوقف عليها استمرارية نشاط المؤسسة، تتكون من الأمانة و اربع ورشات وهي : الحليب و الجبن و الياغورت و المشروبات. من أهم المهام المسندة للمديرية الإنتاج :
- إعداد برامج الإنتاج ومتابعتها ميدانيا .
 - دراسة التغيرات التي تطرأ على عملية الإنتاج وذلك من خلال إحصاءات يومية، شهرية و سنوية

-العمل على تحسين نوعية المنتج

-السهر على سلامة الآلات من خلال توفير الصيانة المناسبة .

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

- ورشة الصيانة والتجهيز .

- مكتب الأعمال الحديثة و التطوير .

- ورشة قطع الغيار .

- 5 - المديرية التجارية :** يرأسها احد إدارات المؤسسة، ويقوم بتسيير عمليات الفوترة والصندوق، وتعتبر هذه المديرية الأساس في الجانب التجاري، وتقوم عليها المؤسسة، ويكمن

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

دورها في عملية استلام و تسليم السلع وفحصها من ناحية الكم والمواصفات والقيام بعملية التسويق، كما تقوم أيضا بإعداد الفواتير، ويتفرع عنها المصالح التالية- :

- مصلحة الزبائن والمبيعات : مكلفة بالإتصال بالزبائن و تسويق المنتجات و دراسة حالة السوق و تزويد مديرية الإنتاج بأهم المعلومات الخاصة بالمنتجات المنافسة وطلبات الزبائن
- مصلحة التموين : وتتخصص مهمتها في توفير المواد الأولية من اجل الإنتاج واستمراريته.

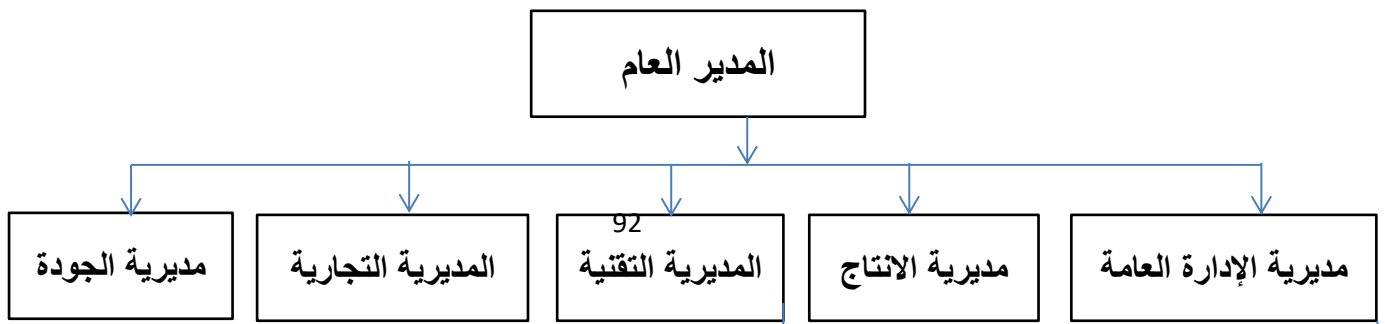
6 - مديرية الجودة والبحث والتطوير : من أهم مهامها تطوير المنتجات والرفع من جودتها، كما تعمل على مراقبة الجودة ونظافة المنتجات النهائية، وتتفرع إلى :

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

- قسم الصحة ومراقبة النظافة: تم استحداث هذا القسم حتى يتسنى تقديم منتجات تتوافق مع معايير النظافة والأمن الصحي، على اعتبار أن حماية المستهلك والمحافظة على صحته في قمة أولويات المؤسسة، واحد الأهداف الاجتماعية التي تسعى لتحقيقها، خاصة ان منتجاتها تدخل ضمن المنتجات ذات الاستهلاك الواسع، و تتطلب درجة عالية من النظافة داخل المصنع ككل , كما قامت المؤسسة مؤخرا بإنشاء مخبر للتحاليل و مراقبة نظافة وسلامة منتجاتها، زود هذا المخبر بأجهزة حديثة يسمح للعاملين فيه من متابعة جميع مراحل الإنتاج و ضمان سلامة وجودة المنتجات

- قسم البحث والتطوير: تم استحداث هذا القسم مؤخرا لإدراك المؤسسة بأهمية البحث والتطوير من أجل تحسين المنتجات الحالية للمؤسسة و ضمان منافسة منتجات المؤسسات الأخرى، إضافة إلى العمل على إنتاج منتجات جديدة مستقبلا.

والشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي لمؤسسة سوف لي :



الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024



الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024
المبحث الثاني: تحليل المزيج التمويلي ومدى تأثيره على قيمة مؤسسة سوف لي بين
الفترة (2021-2024)

يعتبر الهيكل المالي من أهم الجوانب المالية التي تركز عليها المنشآت الاقتصادية، لأنه يعكس مدى استقلاليتها المالية، لذلك تسعى لتحديد أفضل توليفة من أموال ملكية وأموال استدانة، مما يؤدي الى زيادة ربحيتها ومن ثم تعظيم قيمتها، وسنحاول من خلال هذا المبحث البحث في مصادر التمويل المؤسسة سوف لي، وهذا بالتطرق أولا الى عرض الميزانية المحاسبية والمالية لمؤسسة بين الفترة (2021-2024)، ومن ثم سوف نتناول تحليلا الهيكل المالي المؤسسة وهذا من أجل اختبار الفرضيات وكذلك إظهار العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة.

المطلب الأول: عرض الميزانية المحاسبية والمالية المؤسسة مؤسسة سوف لي بين
الفترة (2021-2024)

تتكون الميزانية المحاسبية من جانبين أساسيين هما؛ الأصول والخصوم، فالأصول تمثل استخدامات الموارد المالية التي تحصل عليها المؤسسة، أما الخصوم فتمثل مجمل الموارد المالية التي هي تحت تصرف المؤسسة، وعليه نقوم من خلال هذا المطلب بعرض ودراسة الميزانية المحاسبية المؤسسة سوف لي بين الفترة (2021-2024) بالتطرق لكل من جانبي الأصول و الخصوم على حدى.

1- عرض جانب الأصول الميزانية المحاسبية المؤسسة سوف لي بين الفترة (2021-2024)
(2024)

نحاول التطرق لتركيبه أصول مؤسسة سوف لي بين الفترة (2021-2024) وذلك من خلال الجدول التالي:

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

الجدول رقم (3-1) الميزانية المحاسبية المؤسسة جانب الأصول سوف لي بين

الفترة (2021-2024) الوحدة: دج

2024	2023	2022	2021	الأصول
0,00	0,00	0,00	0,00	أصول غير جارية
292.999,99	298.742,46	304.392,46	329.325,79	فارق بين الاقتناء
				تثبيات معنوية
				تثبيات عينية
369.287.530,00	369.287.530,00	329.287.530,00	329.287.530,00	أراضي
427.353.271,20	463.452.051,00	499.497.169,51	532.635.634,22	مباني
2.746.712.966,79	2.999.721.966,95	3.257.714.281,01	3.628.267.296,83	تثبيات عينية أخرى
1.195.045,00	1.195.045,00	1.195.045,00	0,00	تثبيات ممنوح امتيازها
506.385.677,25	286.996.524,16	73.865.133,08	0,00	تثبيات يجرى انجازها
65.373.428,00	66.695.027,08	64.184.486,08	385.461.877,99	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية
4.116.600.918,23	4.187.646.886,65	4.226.048.037,14	4.875.975.664,83	مجموع الأصل غير الجاري
3.566.690.857,58	2.931.929.710,17	3.350.468.259,79	2.702.214.100,26	أصول جارية
				مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ
				الحسابات الدائنة -
				الإستخدامات
				المماثلة
464.628.520,44	787.675.776,83	696.203.871,72	885.927.435,06	الزبائن
1.251.589.693,18	886.140.379,24	907.314.173,25	1.138.500.487,06	المدينون الآخرون
0,00	0,00	5.129.658,05	0,00	الضرائب
				الموجودات وما يماثلها
143.611.043,37	84.617.655,09	218.155.514,83	14.349.045,88	أموال الخزينة
5.426.520.114,57	4.690.363.521,33	5.177.271.477,64	4.740.991.068,26	مجموع الأصول الجارية
9.543.121.032,80	8.878.010.407,98	9.403.319.514,78	9.616.966.733,09	المجموع العام للأصول

المصدر من اعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية المؤسسة.

من خلال الجدول رقم (3-1) نلاحظ انخفاض في مجموع أصول مؤسسة سوف لي لانتاج الحليب خلال ثلاث سنوات الأولى من الدراسة حيث بلغ هذا الانخفاض في المتوسط 3,9%، أما في سنة 2021 فقد عرفت أصول المؤسسة تغير ايجابي يقدر بحوالي 7,49%، وعند محاولتنا التفصيل في تركيبة أصول المؤسسة حسب السنوات نجد أن في سنة 2022، هناك انخفاض في مجموع الأصول مقارنة بسنة 2021 يقدر بحوالي 2,22%، ويرجع سبب ذلك الى انخفاض القروض المالية الممنوحة للفلاحين بحوالي 83,35%، مقارنة بسنة 2021، أما في سنة 2023 نلاحظ انخفاض في مجموع الأصول مقارنة بسنة 2022 يقدر

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

حوالي 5,59%، ويرجع سبب ذلك الى انخفاض الى انخفاض ملحوظ في مخزونات المؤسسة يقدر بحوالي 12,49%، مقارنة بسنة 2022،

ويرجع سبب الارتفاع الذي حصل في أصول المؤسسة سنة 2024 الى الزيادة التي حصلت في أموال الخزينة والتي قدرت بحوالي 69,72%، مقارنة بسنة 2023، وهذا نتيجة تحصيل جزء من حقوق المؤسسة ، بالإضافة الى ارتفاع حساب المدينون الآخرون بحوالي 41,24%، مقارنة بسنة 2023.

2- عرض جانب الخصوم الميزانية المحاسبية المؤسسة سوف لي بين الفترة(2021-

2024)

نحاول التطرق لتركيبه خصوم سوف لي بين الفترة(2021-2024)، وذلك من خلال

الجدول التالي:

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

الجدول رقم (3-2) الميزانية المحاسبية المؤسسة جانب الخصوم سوف لي بين الفترة (2021-

2024) الوحدة: دج

2024	2023	2022	2021	الخصوم
				رؤوس الأموال الخاصة
2.100.000.000,00	2.100.000.000,00	1.900.000.000,00	1.800.000.000,00	رأس مال تم إصداره
141370792,00	126.568.894,59	111.371.686,59	101.320.559,59	علاوات واحتياطات
298299971,06	296.037.922,72	303.944.156,12	201.022.540,19	نتيجة صافية
200.000.000,00	0,00	0,00	0,00	ترحيل من جديد
2.739.670.763,06	2.522.606.817,31	2.315.315.842,71	2.102.343.099,78	مجموع رؤوس أموال الخاصة
				الخصوم غير الجارية
1.561.162.841,23	1.553.147.284,21	1.802.743.462,19	2.374.167.192,67	قروض وديون مالية
0,00	0,00	0,00	0,00	ضرائب(مؤجلة ومرصود لها)
0,00	0,00	0,00	0,00	ديون أخرى غير جارية
1.188.727,00	1.188.727,00	1.188.727,00	0,00	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا
1.562.351.568,23	1.554.336.011,21	1.803.932.189,19	2.374.167.192,67	مجموع الخصوم غير الجارية
				الخصوم الجارية
1.548.945.332,38	980.392.800,29	1.130.508.660,51	1.065.137.075,26	موردون وحسابات ملحقة
168.928.364,89	60.634.793,68	26.567.555,86	58.550.368,75	ضرائب
509.777.987,77	884.938.324,51	872.182.371,95	1.043.649.335,63	ديون أخرى
3.013.447.016,47	2.875.101.660,98	3.254.812.894,56	2.973.119.661,00	خزينة سلبية
5.241.098.701,51	4.801.067.579,46	5.284.071.482,88	5.140.456.440,64	مجموع الخصوم الجارية
9.543.121.032,80	8.878.010.407,98	9.403.319.514,78	9.616.966.733,09	المجموع العام الخصوم

المصدر من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية المؤسسة.

من خلال ملاحظتنا الجدول رقم (3-2) نجد أن مجموع خصوم المؤسسة عرفت انخفاض مستمر خلال ثلاث سنوات الأولى من الدراسة، حيث بلغ هذا الانخفاض في المتوسط 3,9%، أما سنة 2024 فقد عرفت ارتفاع ملحوظ في مجموع الخصوم بحوالي 7,49%، مقارنة بسنة 2023، وهذا تماشيا مع التغيرات التي عرفت أصول المؤسسة خلال نفس الفترة، وبهدف التفصيل أكثر في تركيبة خصوم المؤسسة فقد خصص المطلب الثاني من هذا المبحث لدراسة مصادر تمويل المؤسسة. تجدر الإشارة الى أنه عند تحويل الميزانية المحاسبية الى

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

ميزانية مالية يتم ترتيب عناصر هذه الأخيرة بالاعتماد على معايير الاستحقاقية والسيولة وهذا حسب النظام المحاسبي الجديد، وبالتالي فإن كل عناصر الميزانية المحاسبية تحافظ على ترتيبها في الميزانية المالية، و عليه فالأصول غير الجارية في الميزانية المحاسبية تعبر عن الأصول الثابتة في الميزانية المالية، و الأصول الجارية تمثل الأصول المتداولة في الميزانية المالية، نفس الشيء في جانب الخصوم فرؤوس الأموال لتركيبه الخاصة تقابلها الأموال تركيبه الخاصة، و الخصوم غير الجارية تقابلها الديون متوسطة و طويلة الأجل، أما الخصوم الجارية فتقابلها الديون قصيرة الأجل.

3- إعداد الميزانية المالية المختصرة سوف لي بين الفترة (2021-2024)

يوضح الجدول التالي الميزانية المالية المختصرة المؤسسة سوف لي بين الفترة (2021-2024) والتي تم التوصل إليها من خلال التعديلات التي أجريت على الميزانية المحاسبية خلال نفس الفترة.

الجدول رقم (3-3) الميزانية المالية المختصرة المؤسسة جانب الأصول سوف لي بين الفترة (2021-2024) الوحدة: دج

2024	2023	2022	2021	الأصول
4.116.600.918,23	4.187.646.886,65	4.226.048.037,14	4.875.975.664,83	الأصول الثابتة
3.566.690.857,58	2.931.929.710,17	3.350.468.259,79	2.702.214.100,26	قيم الإستغلال
1.716.218.213,62	1.673.816.156,07	1.608.647.703,02	2.024.427.922,12	القيم المحققة
143.611.043,37	84.617.655,09	218.155.514,83	14.349.045,88	القيم الجاهزة
5.426.520.114,57	4.690.363.521,33	5.177.271.477,64	4.740.991.068,26	الأصول المتداولة
9.543.121.032,80	8.878.010.407,98	9.403.319.514,78	9.616.966.733,09	مجموع الأصول

المصدر من إعداد الطلبة بالإعتماد على الميزانيات المحاسبية المؤسسة.

4- إعداد الميزانية المالية المختصرة المؤسسة سوف لي بين الفترة (2021-2024)

يوضح الجدول التالي الميزانية المالية المختصرة المؤسسة سوف لي بين الفترة (2021-2024) والتي تم التوصل إليها من خلال التعديلات التي أجريت على الميزانية المحاسبية خلال نفس الفترة.

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

الجدول رقم(3-4)الميزانية المالية المختصرة المؤسسة جانب الخصوم سوف لي بين

الفترة(2021-2024) الوحدة: دج

2024	2023	2022	2021	الخصوم
2.739.670.763,06	2.522.606.817,31	2.315.315.842,71	2.102.343.099,78	الأموال الخاصة
1.562.351.568,23	1.554.336.011,21	1.803.932.189,19	2.374.167.192,67	الديون متوسطة وطويلة الأجل
5.241.098.701,51	4.801.067.579,46	5.284.071.482,88	5.140.456.440,64	الديون قصيرة الأجل
9.543.121.032,80	8.878.010.407,98	9.403.319.514,78	9.616.966.733,09	مجموع الخصوم

المصدر من إعداد الطلبة بالإعتماد على الميزانيات المحاسبية المؤسسة.

يلاحظ من الجدول رقم (3-3) أن أصول المؤسسة عرفت انخفاض مستمر وهذا من سنة 2021 الى سنة 2024 حيث قدر هذه الانخفاض ب 8,32% مقارنة بسنة 2021، وعند محاولتنا التفصيل في تركيبه أصول المؤسسة نجد أن السبب راجع للانخفاض الذي حدث في الأصول المتداولة خلال نفس الفترة وهذا نتيجة انخفاض حساب الزبائن بنسبة 12,47% بالإضافة الى انخفاض حساب المدينون الآخرون بنسبة 22,17% وهذا الانخفاض سببه تحصيل المؤسسة جزء من حقوقه لدى الغير.

وفي سنة 2024 عرفت مجموع أصول المؤسسة ارتفاعا ملحوظ يقدر ب 6,97% مقارنة بسنة 2023 والسبب في ذلك يرجع أساسا الى ارتفاع أموال الخزينة بنسبة 69,72% بالإضافة الى ارتفاع المخزونات بنسبة 21,65% مقارنة بسنة 2023 . من خلال ملاحظتنا الجدول رقم (3-4) نجد أن مجموع خصوم المؤسسة عرفت انخفاض مستمر وهذا من سنة 2021 الى سنة 2023 حيث قدر هذه الانخفاض ب 7,68% مقارنة بسنة 2021، بالرغم من الارتفاع الطفيف في الأموال الخاصة، وعند محاولتنا التفصيل في تركيبه خصوم المؤسسة نجد أن السبب راجع للانخفاض الذي حدث في الديون متوسطة وطويلة الأجل بنسبة 52,74% خلال نفس الفترة، وهذا نتيجة تسديد المؤسسة لجزء من ديونها الطويلة الأجل.

أما في سنة 2024 فقد عرفت مجموع خصوم المؤسسة ارتفاعا ملحوظ يقدر ب 6,97%

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

مقارنة بسنة 2023، والسبب في ذلك يرجع أساسا الى ارتفاع الديون قصيرة الأجل بنسبة 8,4%، وهذه راجع لحصول المؤسسة على قرض بنكي قصير الأجل في سنة 2024، بالإضافة الى ارتفاع الأموال الخاصة بنسبة 7,92% خلال نفس السنة.

ارتفاع الأموال الخاصة في سنة 2024 سببه الرئيسي الحساب رقم 11 "الترحيل من جديد" وهذا راجع لأن الجمعية العامة الشركة لم تتعقد بعد1، وبالتالي فإن النتيجة المحققة في سنة 2023 لم تخصص بعد.

المطلب الثاني: تحليل الهيكل المالي المؤسسة سوف بين الفترة(2021-2024)

سيتم عرض وتحليل مكونات الهيكل التمويلي المؤسسة، وهذا من أجل معرفة القدرة التمويلية المؤسسة و حصر جميع مصادرها ومواردها التمويلية المستعملة في تمويل احتياجات دورتي الاستغلال والاستثمار للفترة (2021-2024)

1- الهيكل المالي المؤسسة سوف لي بين الفترة(2021-2024)

يتكون الهيكل المالي المؤسسة حضنة حليب من الأموال الخاصة والديون قصيرة الأجل، والديون متوسطة وطويلة الأجل، وسنتناول بالدراسة والتحليل تطورات كل مصدر بين الفترة(2021-2024)

الجدول (3-5): الهيكل المالي المؤسسة سوف لي بين الفترة (2021-2024)

الوحدة: دج

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

السنوات البيان	2021	2022	2023	2024
الأموال الخاصة	2.102.343.099,78	2.315.315.842,71	2.522.606.817,31	2.739.670.763,06
نسبة الأموال الخاصة	% 21,86	% 24,62	% 28,41	% 28,71
الديون	7.514.623.633,31	7.088.003.672,07	6.355.403.590,67	6.803.450.269,74
نسبة الديون	% 78,14	% 75,38	% 71,59	% 71,29
مجموع الموارد التمويلية	9.616.966.733,09	9.403.319.514,78	8.878.010.407,98	9.543.121.032,80

من خلال تحليل الهيكل المالي المؤسسة حضنة حليب فإنه نلاحظ سيطرة الديون في تكوين الهيكل المالي لهذه المؤسسة، بينما كانت نسبة الأموال الخاصة ضعيفة، حيث لم تتجاوز في أقصى قيمة لها 28,71% ، وهذا خلال كامل سنوات الدراسة، وهو ما يبين اعتماد المؤسسة على الديون في تمويل مشاريعها الاستثمارية، كما نلاحظ أن نسبة الديون في انخفاض مستمر وهذا خلال سنوات الدراسة، من 78,14 % سنة 2021 الى 71,29 % سنة 2024، وبالمرافاة مع ذلك نلاحظ كذلك أن الاموال الخاصة في ارتفاع مستمر، من 21,86 % 2021 الى 28,71 % سنة 2024، وهذا يدل على الإستراتيجية المتبعة من طرف إدارة المؤسسة، والتي تعمل على تسديد أقساط من الديون والرفع من رأس مال المؤسسة عند تخصيص النتيجة، حيث تعمل هذه الأخيرة كل سنة .

وخلال عقد الجمعية العامة على توزيع جزء من الأرباح على الشركاء والجزء المتبقي يضاف الى رأس المال. ويمكن القول أن المؤسسة تعتمد بنسبة كبيرة في تمويل مشاريعها على الديون، والهدف من ذلك هو الاستفادة من الإعفاءات و الامتيازات الضريبية في إطار تشجيع الدولة للاستثمار. يتكون الهيكل المالي المؤسسة حضنة حليب من مصادر تمويل داخلية ومصادر خارجية، وهذا ما سيتم التطرق اليه بشيء من التفصيل.

كما تم التطرق اليه في الفصل النظري أن أهم مورد داخلي هو التمويل الذاتي، لذلك سنقوم بعرض التمويل الذاتي المؤسسة سوف لي بين الفترة(2021-2024)

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

1-1-1 التمويل الذاتي: يمكننا حساب قدرة التمويل الذاتي وتطورها المؤسسة سوف لي

حليب الفترة من 2021 الى 2024 انطلاقا من نتيجة الدورة الصافية مضاف اليها

مخصصات الإهلاكات و المؤونات، وهذا من خلال :

الجدول (3-6) : التمويل الذاتي بين الفترة (2021-2024) الوحدة: دج

السنوات البيان	2021	2022	2023	2024
نتيجة الدورة الصافية	201.022.540,19	303.944.156,12	296.037.922,72	298299971,06
مخصصات الاهتلاكات	3.654.619.909,07	4.346.829.492,81	5.013.285.324,83	5.765.966.051,49
قدرة التمويل الذاتي	3855642449,26	4650773648,93	5309323247,55	6064266022,55
نسبة النمو	-	% 20,62	% 14,16	% 14,22

يتبين لنا من خلال النتائج المتحصل عليها في الجدول رقم (3-6)، أن قدرة التمويل الذاتي عرفت ارتفاعا قدره 20,62% سنة 2022 مقارنة بسنة 2021، وهذا مرده الى ارتفاع النتيجة الصافية التي حققتها المؤسسة سنة 2022، أما سنة 2023 فقد تميزت بانخفاض في نسبة نمو قدرة التمويل الذاتي من 20,62% الى 14,16%، وهذا بسبب انخفاض النتيجة الصافية لسنة 2023، كما شهدت سنة 2024 ارتفاعا طفيفا في نسبة نمو قدرة التمويل الذاتي حيث ارتفعت من 14,16% الى 14,22%، بالمقابل فقد عرفت مخصصات الاهتلاكات ارتفاعا متزايد خلال كامل السنوات المدروسة، بالرغم من أنه من المفروض أن يكون حجم الاهتلاكات ثابت من سنة لأخرى، تبعا لتطبيق المؤسسة لطريقة الإهلاك الثابت أو الخطي، إلا أننا نلاحظ تزايد مستمرا لحجم هذه الأقساط من سنة لأخرى، وهذا راجع بالأساس الى سياسة إدارة المؤسسة التوسعية التي تعمل على البحث والتطوير من جهة وكذا توسيع و تنوع خطوط الإنتاج والتوزيع من جهة أخرى.

1-1-2 الأموال الخاصة: يحتل التمويل عن طريق الأموال الخاصة (أموال الملكية) حيزا

كبيرا ضمن الهيكل التمويلي المؤسسة سوف لي، كما أنه يشهد تطورا ملحوظا من سنة

لأخرى خلال الفترة المدروسة - بين الفترة (2021-2024)، وتتكون تركيبة الأموال الخاصة

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

من رأس المال الإجتماعي، علاوات واحتياطات، بالإضافة الى النتيجة الصافية، وسنتعرض من خلال :

الجدول رقم (3-7) لتركيبه الأموال الخاصة وتطورها خلال الفترة المدروسة.

بين الفترة (2021-2024) الوحدة: دج

السنوات البيان	2021	2022	2023	2024
رأس مال تم إصداره	1.800.000.000,00	1.900.000.000,00	2.100.000.000,00	2.100.000.000,00
علاوات واحتياطات	101.320.559,59	111.371.686,59	126.568.894,59	141.370.792,00
نتيجة صافية	201.022.540,19	303.944.156,12	296.037.922,72	298.299.971,06
مجموع الأموال الخاصة	2.102.343.099,78	2.315.315.842,71	2.522.606.817,31	2.739.670.763,06
	—	%10,13	%8,95	%8,60

الفترة المدروسة، إلا أن نسبة النمو في الأموال الخاصة انخفضت من 10,13% الى 8,95% سنة 2023 وهذا راجع لانخفاض النتيجة الصافية سنة 2023 بنسبة 2,67% مقارنة بالنتيجة المحققة سنة 2022، وهذا مرده بصفة أساسية الى ارتفاع الأعباء العملياتية لسنة 2023 مقارنة بما كانت عليه في سنة 2022، كما لم تشهد سنة 2024 نسبة نمو كبيرة في الأموال الخاصة، وهذا راجع بالأساس الى عدم ارتفاع رأس المال الاجتماعي خلال هذه السنة حيث تميز بالثبات، نتيجة عدم تخصيص النتيجة كما رأينا سابقا، فالزيادة التي حصلت في مجموع الأموال الخاصة مردها ارتفاع طفيف في النتيجة الصافية والاحتياطات خلال سنتي 2023 و 2024

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

2-1 مصادر التمويل الخارجي :

نظرا لعدم قدرة الأموال الخاصة وحدها على تلبية مختلف الاحتياجات المالية المؤسسة

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

خلال الفترة المدروسة بين الفترة (2021-2024)، ما دفع بإدارة المؤسسة الى اللجوء لطلب موارد خارجية إضافية تتمثل في أموال الاستدانة، علما أن هذه الاخيرة تأخذ شكل قروض مصرفية قصيرة الأجل، وكذلك قروض مصرفية متوسطة وطويلة الأجل.

1-2-1 التمويل عن طريق الديون قصيرة الأجل

تختلف قيمة الديون قصيرة الأجل من سنة لأخرى والجدول رقم (3-8) يوضح لنا تطور الديون قصيرة الأجل المؤسسة سوف لي بين الفترة (2021-2024)

جدول رقم (3-8) تطور الديون قصيرة الأجل المؤسسة سوف لي لانتاج الحليب

الفترة (2021-2024) الوحدة: دج

البيان	المسنوات	2021	2022	2023	2024
موردون وحسابات ملحقة	1.065.137.075,26	1.130.508.660,51	980.392.800,29	1.548.945.332,38	
ضرائب	58.550.368,75	26.567.555,86	60.634.793,68	168.928.364,89	
ديون أخرى	1.043.649.335,63	872.182.371,95	884.938.324,51	509.777.987,77	
خزينة سلبية	2.973.119.661,00	3.254.812.894,56	2.875.101.660,98	3.013.447.016,47	
مجموع الديون قصيرة الأجل	5.140.456.440,64	5.284.071.482,88	4.801.067.579,46	5.241.098.701,51	
نسبة النمو	-	2,79%	9,14%	9,17%	

تمثل الديون قصيرة الأجل حصة جد معتبرة في المزيج التمويلي المؤسسة سوف لي حيث يزيد متوسط ما تمثله من مجموع الخصوم خلال الفترة المدروسة عن 54%، ومن الجدول أعلاه نلاحظ ارتفاع مجموع الديون قصيرة الأجل في سنة 2022 بنسبة 2,79% مقارنة بسنة 2021، وهذا يعود بالأساس الى ارتفاع ديون المورددين و القروض المصرفية قصيرة الأجل .

أما في سنة 2023 فقد عرفت الديون قصيرة الأجل انخفاض بنسبة 9,14% وهذا بسبب تسديد المؤسسة لقسط من القروض البنكية قصيرة الأجل ، وفي سنة 2024 فقد شهدت الديون قصيرة الأجل ارتفاع بنسبة 9,17% وهذا راجع لارتفاع ديون المورددين بالإضافة الى ارتفاع القروض المصرفية قصيرة الأجل.

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

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

الجدول الموالي يبين تركيبة الديون متوسطة وطويلة الأجل، وتطورها المؤسسة سوف لي بين الفترة (2021-2024)

جدول رقم (3-9) تطور الديون متوسطة وطويلة الأجل المؤسسة سوف لي بين الفترة (2021-2024)

السنوات	2021-	2022	2023	2024
البيان				
قروض وديون مالية	2.374.167.192,67	1.802.743.462,19	1.553.147.284,21	1.561.162.841,23
مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	0,00	1.188.727,00	1.188.727,00	1.188.727,00
مجموع الديون متوسطة الأجل	2.374.167.192,67	1.803.932.189,19	1.554.336.011,21	1.562.351.568,23
نسبة النمو	-	(%24.02)	(%13,84)	%0,52

نلاحظ من الجدول رقم (3-9) أن سنتي 2022 و 2023 تميزتا بانخفاض في حجم الديون متوسطة الاجل بنسبة 24.02% و 13,84% على التوالي، وهذا بسبب تسديد المؤسسة لقسط من الديون متوسطة وطويلة الأجل.

اما سنة 2024 فقد عرفت ارتفاع طفيف في مجموع الديون متوسطة الأجل وهذا بسبب حصول المؤسسة على قرض من البنك.

المطلب الثالث: تحليل نسب الهيكل المالي و أثر الرافعة المالية

1- تحليل نسب الهيكل المالي

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

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

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

الجدول رقم(3-10)نسب الهيكل المالي المؤسسة سوف لي بين الفترة(2021-

2024)الوحدة:النسبة المئوية(%)

2024	2023	2022	2021	العلاقة	النسبة
%102	%99	%99	%95	الأموال الدائمة / الأصول الثابتة	نسبة التمويل الدائم
%28	%27	%26	%25	الأموال الخاصة / الأصول الثابتة	نسبة التمويل الخاص
%40	%39	%33	%28	الأموال الخاصة / مجموع الديون	نسبة الإستقلالية المالية
%71	%72	%75	%78	مجموع الديون / مجموع الأصول	نسبة الديون الى إجمالي الأصول
%248	%252	%306	%357	مجموع الديون / أموال الملكية	نسبة المديونية العامة
% 57	%62	%78	%113	الديون الطويلة والمتوسطة الأجل/أموال الملكية	نسبة المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل
% 191	% 190	%228	%245	الديون قصيرة الأجل / أموال الملكية	نسبة المديونية قصيرة الأجل

1-1 نسبة التمويل الدائم: تشير هذه النسبة الى مدى تغطية الأصول الثابتة بالأموال الدائمة، و الملاحظ من الجدول أن النسبة متقاربة و لم تتجاوز الواحد (1) في السنوات الثلاثة الأولى من الدراسة و هذا ما يدل على أن الأموال الدائمة غير كافية لتغطية الأصول الثابتة، أي أن جزء منها ممول بالخصوم الجارية، ومنه نخلص الى أن المؤسسة لم تحقق التوازن المالي خلال هذه الفترة. أما في سنة 2024 فالنسبة تفوق الواحد (1) وهذا مرده حصول المؤسسة على قرض طويل الأجل أدى الى ارتفاع في الاموال الدائمة، وهذا يعني أن هذه الأخيرة موّلت كل الأصول الثابتة وبقي فائض استعمل في تمويل الاصول الجارية، ومنه نخلص الى أن المؤسسة حققت التوازن المالي في هذه السنة.

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

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

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

1-4 نسبة الديون الى إجمالي الأصول تسمى أيضا نسبة قابلية التسديد، فهي تعبر عن نسبة الضمان التي تمنحها المؤسسة لدائنيها، بما يزيد من ثقتهم فيها، وكل ما كانت هذه النسبة أصغر كلما كان المقرضين أكثر ارتياحا اتجاه أموالهم، ولا يجب أن تفوق النسبة 50%، إلا أن هذه النسبة لدى مؤسسة سوف لي بين الفترة (2021-2024) فاقت 50% كما هو موضح في الجدول رقم (3-10)، خلال كامل سنوات الدراسة، بالرغم من أن هذه النسبة في انخفاض مستمر إلا أنها بعيدة عن النسبة المرجعية التي يجب أن لا تفوق 50%، ومنه نخلص الى أن المؤسسة تعاني من نسبة قابلية تسديد ضعيفة، وهذا ما يعقد عملية حصولها على أموال استدانة اضافية بشروط ميسرة.

1-5 نسبة المديونية العامة: من خلال الجدول رقم (3-10) قمنا بحساب نسبة المديونية العامة المؤسسة سوف لي بين الفترة (2021-2024)، حيث تتراوح هذه النسبة بين 357 % و 248 % ، ما يعني أن أموال الاستدانة تفوق أموال الملكية بنسبة تتراوح بين 257% و

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

148% خلال الفترة المدروسة، وقد بلغت أقصى قيمة لها في سنة 2021، نتيجة لعملية التوسع التي ميزت هذه السنة، ما أجبر المؤسسة على اللجوء الى أموال الاستدانة وبالتحديد القروض البنكية متوسطة وطويلة الأجل من أجل تلبية احتياجاتها المالية، وبعد هذه السنة بدأت نسبة المديونية تنخفض الى أن استقرت في 248 % سنة 2024، وهذا نتيجة الثبات النسبي الذي عرفته الاستثمارات في المؤسسة، وكذلك التحجيم من نسب التوزيعات على المساهمين، هذا ما أدى الى رفع أموال الملكية خلال السنتين الأخيرتين، وعليه حدث انخفاض طفيف لنسبة المديونية. وبالرجوع الى النسبة المعيارية المديونية، والتي تقضي بأن يكون الحد الأقصى لنسبة المديونية بأموال الملكية في الهيكل التمويلي المنشأة الاقتصادية هو 100% ، نخلص الى أن نسبة المديونية المؤسسة سوف لي بين الفترة(2021-2024) تعتبر جد عالية، ما يجعل الهيكل التمويلي المؤسسة الفترة المدروسة يتميز بنسبة استدانة أعلى بكثير من النسبة المثلى، وهذا بالرغم من انخفاضها المستمر خلال سنوات الدراسة. ومن أجل التدقيق أكثر في شأن استدانة المؤسسة، محاولين تحديد موقع الخلل بدقة بين أموال الاستدانة، وذلك بدراسة كل من نسبة المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل وكذلك نسبة المديونية قصيرة الأجل.

1-6 نسبة المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل: نتمكن من خلال حساب هذه النسبة من معرفة مدى حضور جزء فقط من أموال الاستدانة، وهو الديون الطويلة والمتوسطة الأجل مقارنة بأموال الملكية، وبالنسبة الحالية لمؤسسة سوف لي بين الفترة(2021-2024) نلاحظ من خلال الجدول رقم(3-10)، أن هذه النسبة تتراوح بين 11.3% و 5.7%، حيث نجدها بلغت أقصى قيمة لها سنة 2021 وهذا راجع لحجم الاستثمارات الكبير الذي تميزت به هذه السنة (كما تم شرحه في نسبة المديونية العامة) وبعد سنة 2021 بدأت هذه النسبة تتناقص الى أن بلغت 57% سنة 2024 (تم شرح هذه النقطة في أسباب انخفاض المديونية العامة)، إلا أن الديون الطويلة والمتوسطة الأجل التي تميزت بها المؤسسة في الفترة المدروسة مرتفعة نوعا ما، حيث كان من المفروض أن لا تتجاوز 35% من قيمة أموال

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024 الملكية.

1-7 نسبة المديونية قصيرة الأجل: تستخدم هذه النسبة من أجل التفصيل في نسبة المديونية العامة، وذلك بهدف معرفة وزن الديون قصيرة الأجل مقارنة بأموال الملكية المنشأة الاقتصادية، وفي حالة مؤسسة سوف لي بين الفترة (2021-2024)، نلاحظ ومن خلال الجدول (3-10)، أن نسبة المديونية قصيرة الأجل تتراوح بين 245% و 190%، وأقل ما يمكن أن توصف به هذه النسبة هو أنها عالية مقارنة بالمستوى المعياري والذي يحدد بنسبة 65%، من أموال الملكية كحد أقصى، ومنه تعتبر الديون قصيرة الأجل هي المسبب الرئيسي في ارتفاع معدل استنادة مؤسسة سوف لي بين الفترة (2021-2024) المدروسة. -
2 تحليل أثر الرافعة المالية

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

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

جدول رقم (3-11) تطور المردودية الاقتصادية المؤسسة سوف لي بين

الفترة (2021-2024) (الوحدة: دج

السنوات	2021	2022	2023	2024
البيان				
الأصول المتداولة ماعدا النقدية(1)	4.726.642.022,38	4.959.115.962,81	4.605.745.866,24	5.282.909.071,2

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

2.227.651.685,04	1.925.965.918,48	2.029.258.588,32	2.167.336.779,64	الديون قصيرة الاجل ماعدا السلفات المصرفية (2)
3.055.257.386,16	2.679.779.947,76	2.929.857.374,49	2.559.305.242,74	الاحتياج في رأس المال العامل (3)=(2)-(1)
4.051.227.490,23	4.120.951.859,57	4.161.863.551,06	4.490.513.786,84	الاستثمارات الصافية(4)
7.106.484.876,39	6.800.731.807,33	7.091.720.925,55	7.049.819.029,58	الاصول الاقتصادية(3)+(4)=(5)
316.947.366,71	288.995.325,06	569.996.129,86	333.518.706,93	نتيجة الاستغلال(6)
0,04	0,04	0,08	0,05	المردودية الاقتصادية(6)/(5)

لقد تم حساب المردودية الاقتصادية بالاعتماد على نتيجة الاستغلال الى الأصول الاقتصادية، فالمردودية الاقتصادية المحققة خلال دورة 2021 هي 0,05 ويعني هذا المعدل أن الدينار الواحد المستثمر في المؤسسة يحقق ربح مقداره 0,05 دج. وقد تميزت المردودية الاقتصادية لمؤسسة سوف لي للحليب خلال الفترة المدروسة بتغيرات عديدة، ويعود سبب هذه التغيرات بشكل أساسي الى التغير في نتيجة الاستغلال المحققة في كل سنة، ومن خلال الجدول رقم (3- 11) نلاحظ أن المردودية الاقتصادية المؤسسة سنة 2021 بلغت 0,05 لترتفع بعدها الى 0,08 سنة 2022 وهذه الزيادة مردها الى ارتفاع نتيجة الاستغلال خلال هذه السنة، حيث زادت بنسبة 70,9% مقارنة بسنة 2021 وفي سنتي 2023 و 2024 انخفضت المردودية الاقتصادية الى 0,04 وهذا راجع لانخفاض نتيجة الاستغلال خلال هذه الفترة.

2-1 حساب أثر الرافعة المالية

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

جدول رقم (3- 12) أثر الرافعة المالية المؤسسة سوف لي بين الفترة(2021-2024)

2024	2023	2022	2021	العلاقة	البيان
0,04	0,04	0,08	0,05	Re = Ro/Ae	المردودية الاقتصادية

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

1,74	1,72	2,09	2,54	D/Cp	نسبة الاستدانة
-0,0098	-0,0094	0,082	-0,00065	$R_{cp} = [Re + (Re - i) \cdot D/Cp] \cdot (1 - iS)$	المردودية المالية
-0,052	-0,052	0,021	-0,051	$(Re - i) \cdot D/Cp$	أثر الرافعة المالية

حيث تمثل:

Ro : نتيجة الاستغلال؛ Ae : الأصول i : المصاريف المالية (تكلفة الاستدانة) = 7% iS :
الاقتصادية؛ معدل الضريبة على أرباح الشركات = 19%

D : الاستدانة الصافية؛
Cp : الأموال الخاصة؛
(Re-i) : الهامش بين المردودية الاستدانة
الاقتصادية وتكلفة

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

من خلال الجدول رقم (3-12) نلاحظ أن المردودية المالية المؤسسة سوف لي حليب سنة 2022 بلغت 0,082 وهي السنة الوحيدة التي كانت قيمتها موجبة، أما باقي سنوات الدراسة فكانت قيمة المردودية المالية سالبة وهذا بسبب ارتفاع التكلفة الفعلية لأموال الاستدانة على المردودية الاقتصادية.

وبالرجوع الى سنة 2022 نجد أن السبب الرئيسي لارتفاع المردودية المالية هو النمو الذي شهدته نتيجة الاستغلال خلال هذه السنة والذي تجاوز 70% مقارنة بسنة 2014 الامر الذي أدى الى ارتفاع في المردودية الاقتصادية، حيث بلغت 0,08 وهذا راجع للتأثير الإيجابي للاستدانة على مردودية المؤسسة.

وبدراسة أثر الرافعة المالية التي تقيس لنا درجة المخاطرة وحدود استخدام الديون وأثرها على مردودية الأموال الخاصة نجد أن أثرها كان ايجابيا إلا في سنة واحدة من سنوات الدراسة وهي سنة 2022 حيث بلغت 0,021 في هذه الحالة فإن اللجوء الى الاستدانة مرغوب فيه، بسبب ارتفاع ربحية المؤسسة فكلما زادت الديون كلما أدى ذلك الى ارتفاع المردودية المالية. أما باقي سنوات الدراسة فإن أثر الرافعة كان سالبا، وهذا راجع للأثر السلبي لكل من المردودية الاقتصادية والمردودية المالية المؤسسة المفسر بنتيجة الاستغلال والنتيجة الصافية خلال هذه السنوات، وكذا لجوء المؤسسة الى الاستدانة بشكل غير صحيح مما انعكس سلبا على المؤسسة، ذلك أن الاستدانة تؤثر في ربحية المؤسسة عامة، كما أن العلاقة بين نسبة الرافعة المالية والمردودية هي علاقة عكسية فمع زيادة نسبة الرافعة المالية تنخفض معدلات المردودية، والمقصود هنا أن المبالغة في استخدام الرفع المالي أدى الى انخفاض معدلات المردودية و بالتحديد المردودية المالية، ويمكن تفسير ذلك بسبب الزيادة في تكاليف التمويل (المصاريف المالية) التي تتحملها المنشآت نتيجة لزيادة حجم ديونها، وكون الرفع المالي سلاح ذو حدين قد يؤدي الى زيادة ربحية المؤسسة والمساهمين وبالمقابل قد يؤدي الى الإضرار بربحية المؤسسة، وهذا ما حصل بالفعل بالنسبة المؤسسة المدروسة.

3- تطور القيمة المضافة :

الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة سوف لي الحليب بالوادي للفترة من 2021-2024

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

جدول رقم(3-13) تطور القيمة المضافة المؤسسة سوف لي بين الفترة(2021-

2024)الوحدة: دج

السنوات البيان	2021	2022	2023	2024
القيمة المضافة	1.796.538.202,43	2.103.102.872,52	2.009.250.338,56	1.877.100.213,09
معدل نمو القيمة المضافة	-	% 17,06	% (4,46)	% (6,57)

من خلال الجدول رقم (3-13) نلاحظ أن القيمة المضافة المؤسسة ارتفعت في سنة 2022 بمعدل 17,06 % مقارنة بسنة 2021، لتعود وتتنخفض في السنتين المواليتين بمعدل 4,46 % و 6,57 % على التوالي، هذا التغير يقابله نفس التغير في أثر الرافعة المالية، حيث وجدنا سابقا أن هذه الأخيرة كان أثرها ايجابيا إلا في سنة واحدة وهي سنة 2022، وبعد هذه السنة أصبح أثرها سالب معنى هذا أنه عندما يكون أثر الرافعة المالية موجب فإن القيمة المضافة المؤسسة ترتفع، والعكس صحيح أي عندما يكون أثر الرافعة المالية سالب فإن القيمة المضافة المؤسسة تنخفض، ذلك أن المعدلات المرتفعة لنسب الاستدانة أثر بالسلب على نمو القيمة المضافة، وعليه

خاتمة

خاتمة

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

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

هذا فيما يخص الجانب النظري، أما الجانب التطبيقي فقمنا بدراسة ميدانية على مؤسسة سوف لي للحليب خلال الفترة (2021-2024)، من خلال دراسة تركيبة هيكلها التمويلي ، ولمعرفة أثر هذه التركيبة على قيمة المؤسسة محل الدراسة، تم استخدام مؤشر الرافعة المالية والذي وضح لنا كيف أن أموال الاستدانة كان لها تأثير مزدوج على المردودية المالية للمؤسسة، لتخلص في النهاية إلى جملة من النتائج التي من خلالها يمكن تأكيد صحة أو خطأ الفرضيات التي تم وضعها من قبل، ومن ثم الإجابة على الإشكالية الرئيسية للموضوع المؤسسة.

اختبار الفرضيات :

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

الفرضية الثانية: يوجد تأثير مزدوج للرفع المالي على المردودية المالية لمؤسسة حليب خلال فترة الدراسة، ففي سنة 2022 كان أثر الرفع المالي موجب وحققت المؤسسة مردودية مالية تجاوزت 8%، أما في باقي سنوات الدراسة فلاحظنا وجود تأثير سلبي للرفع المالي على نسبة المردودية المالية، وهذا راجع بالأساس الى ارتفاع تكلفة التمويل (المصاريف المالية).

الفرضية الثالثة : بهدف إبراز أهمية تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة، حاولنا عرض أهم النظريات والمداخل التي تناولت بالدراسة موضوع الهيكل المالي للمؤسسة، والتي تميزت بكثرتها وتنوعها، فالنظرية التقليدية تؤكد على وجود هيكل تمويلي أمثل تسعى المؤسسة الى تحقيقه، والذي يتضمن نسبة اقتراض مثلى تجعل تكلفة التمويل تنخفض إلى أدنى نقطة، وبالمقابل ترتفع عندها قيمة المؤسسة أقصى ما يمكن، وعليه فإن النظرية التقليدية أخذت موقف وسطيا بين مدخلين متناقضين مدخل صافي الدخل الذي يقر بوجود تأثير لتركيب الهيكل التمويلي على تكلفة الاموال ومنه على قيمة المؤسسة، ومدخل صافي ربح العمليات الذي ينفي تماما فكرة وجود هيكل مالي أمثل، وذلك اعتمادا على أن تكلفة الأموال ثابتة لا تتأثر بتغير نسبة حضور كل من أموال الملكية وأموال الاستدانة، ومنه عدم ارتباط قيمة المؤسسة بقرارات تمويلها، وهذا ما دعمه اقتراح كل من مود كلياني وميتر (Modigliani and Miller) عام (1958م)، إلا أنهما قاما بتقديم اقتراح ثاني في سنة 1963، والذي يعتبر تصحيحا للاقتراح الأول، وينطلقان في تحليلهما من اسقاط عدم خضوع أرباح المؤسسة الى الضرائب، هذا ما يعني أن لجوء المؤسسة إلى استخدام أموال الاستدانة يمكنها من الحصول على وفورات ضريبية، وعليه فإن قرار التمويل يؤثر على تكلفة الأموال، ومنه على قيمة المؤسسة .

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

2 - 1 النتائج النظرية :

يمكن تصنيف مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية والتي تشكل هيكلها التمويلي -إلى صنفين أساسين، هما التمويل قصير الأجل والتمويل متوسط وطويل الأجل، وهذا اعتمادا على معيار التصنيف القائم على أساس الزمن ، بالإضافة إلى أن هذا البحث أفادنا بالعديد من الخصائص التي تميز كل مصدر تمويلي عن الآخر، والتي تتيح للمؤسسة الاقتصادية فرصة كبيرة للمفاضلة بينها بهدف تمكينها من اختيار مصادر التمويل التي تتماشى وأهدافها وتطلعاتها.

تتداخل مجموعة من العوامل في تحديد واختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة الاقتصادية، ومن بين هذه العوامل نجد المخاطر المالية والتشغيلية، حجم المؤسسة، تركيبة الموجودات المرحلة المعنية من دورة حياة المؤسسة ، بالإضافة إلى موقف الإدارة وموقف الدائنين، إن الهدف من دراسة العوامل المؤثرة في القرارات التمويلية للمؤسسة الاقتصادية هو التمكن من قياس مدى مرونة هذه القرارات، هذا ما يساعد على جعل القرارات المالية المتحدة أكثر رشادة وعقلانية

نظريا المردودية المالية تتأثر بالرفع المالي بشكل موجب بزيادة اللجوء إلى الإستدانة (الرفع المالي) ولكن هذا لا ينفي تعرضها إلى المخاطر المالية، خاصة إذا كانت المردودية الاقتصادية أقل من معدلات الفائدة المفروضة.

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

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

2 - 2 نتائج الدراسة التطبيقية :

ما يمكن ملاحظته من خلال التعرف على مصادر التمويل المشكلة للهيكل المالي لمؤسسة سوف لي للحليب هو غياب أساليب التمويل الحديثة، مثل الأسهم بنوعها العادية والممتازة، سندات المساهمة القرض الأيجاري وهذا راجع إلى افتقاد الإدارة المالية للمؤسسة إلى دراسة علمية دقيقة لمختلف بدائل التمويل المتاحة أمامها ، والاكتفاء فقط بما هو مألوف منها، وهذا ما يمكن أن يضيع فرص على المؤسسة، التي كان من ممكن الاستفادة منها عن طريق اللجوء المصادر تمويل حديثة .

من خلال دراسة تركيبية الهيكل التمويلي لمؤسسة سوف لي للحليب عن طريق أسلوب التحليل المالي بالنسب، نخلص إلى أن المؤسسة تمتلك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استدانة أعلى من اللازم حيث بلغت نسبة الاستدانة في المتوسط 290، فهي بعيدة عن النسبة المعيارية التي هي 100%، وبعد إجراء عملية بحث عن السبب الذي أدى إلى ارتفاع نسبة استدانة المؤسسة، خلصنا إلى أن دورة الاستغلال هي السبب الرئيسي لذلك، نتيجة لارتفاع احتياجاتها المالية الدورية، وعليه فإن ارتفاع الاحتياجات المالية الدورية أدى بالمؤسسة إلى البحث عن مصادر تمويلية لسد الاحتياجات والتي تمثلت في أموال الاستدانة.

هناك تغير في الهيكل التمويلي خلال سنوات الدراسة، حيث لاحظنا انخفاض مستمر في نسبة الاستدانة العامة قابلها ارتفاع مستمر في الأموال الخاصة، وهذا دليل على سعي إدارة المؤسسة للتخفيف من الأعباء المالية من جهة، والرفع من قدرة التمويل الذاتي من جهة أخرى؛

يعتبر التمويل الذاتي أحسن مصدر تمويلي، إلا أنه غير كافي لتغطية المشاريع الاستثمارية للمؤسسة نظرا لضخامتها ؛

الأموال الخاصة التي تملكها المؤسسة لا تكفي لتمويل الأصول الثابتة، وهذا ما يحتم على المؤسسة اللجوء إلى أموال الاستدانة من أجل تمويل أصولها الثابتة

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

توصلت الدراسة إلى أن زيادة اللجوء إلى الاستدانة في المؤسسة محل الدراسة، ذو تأثير سلبي على معدلات المردودية، أي أنه كلما زاد حجم القروض كلما تناقصت المردودية، هذا يعني أن هناك رافعة مالية سالبة وهو راجع إلى سوء تسيير الإدارة المالية بالمؤسسة .

المعدلات المرتفعة النسب الإستدانة أثر بالسلب على نمو المؤسسة، حيث تجسد هذا التأثير في معدلات نمو القيمة المضافة التي انخفضت بشكل متزايد ابتداء من سنة 2023 وهذا ما يؤثر حتما على قيمة المؤسسة.

- الإقتراحات :

على مسيري مؤسسة سوف لي للحليب الإلمام بجميع مصادر التمويل المتاحة من خلال حصر خصائصها وتحديد تكاليفها الفعلية والتنبؤ بتأثيراتها المحتملة على المؤسسة، وفي هذا الإطار لا يجب أن يقتصر التحليل على مصادر التمويل التي اعتادت المؤسسة اللجوء إليها فقط بل لا بد أن يتعداه إلى بدائل التمويل الأخرى التي تم تفعيلها في الاقتصاد الجزائري كالتقويم المنقولة والقرض الإيجاري ...

ينبغي على المؤسسة الاهتمام أكثر بقراراتها التمويلية لأنها شعب دورا حيويا في تعظيم قيمة المؤسسة

إجراء المزيد من الدراسات من طرف إدارة المؤسسة التشخيص الأسباب الحقيقية والحالات التي تجعل الرفع المالي يلعب دورا سلبيا على قيمة المؤسسة

يجب على المؤسسة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي بنسب معيارية تلائم هيكلها التمويلي مثلما مانت به مطرية موتكلياتي وميتر (Modigliani and Miller) ، على أنه لا يوجد حد أدنى المتكلفة رأس المال، لكن يمكن وضع حد أدنى للاستكانة، وذلك للتحقيق رفع مالي جيد خاصة في ظروف زواج الاقتصاد، وتحقيق معدلات مردودية مقبولة تغطي تكاليف

الاستدانة، وفي حالة الكساد يجب على المؤسسة تجنب الاستدانة ﴿الرفع المالي﴾ بقدر الإمكان واللجوء إلى التمويل الداخلي، وهذا ما يؤدي حتما إلى تعظيم قيمتها السوقية من أجل تحقيق معدلات مردودية أحسن تقترب أو تفوق المعدلات المرجعية المعيارية يجب على المؤسسة تحقيق نتائج تلائم الوسائل المسخرة لها، فلتحقيق معدل مردودية مالية مقبول يجب تحقيق نتيجة صافية تساوي على الأقل ربع الأموال الخاصة بالمؤسسة على الإدارة المالية لمؤسسة سوف لي للحليب العمل على إصلاح هيكلها التمويلي الحالي، وذلك بتخفيض نسبة الاستدانة فيه وجعلها تقترب من النسبة المثلي ينبغي على مؤسسة سوف لي للحليب أن تولي اهتمام كبير بدورها الاستغلالية، لما لهذه الأخيرة من أثر بالغ على تركيبة هيكلها التمويلي وأمثليته

آفاق الدراسة :

بعد معالجة الإشكالية والمتمثلة في المزيج التمويني وأثره في تعظيم قيمة المؤسسة اتضحت لنا مجموعة من المواضيع التي يمكن أن تكون موضوع دراسة مستقبلية للمهتمين في هذا المجال وهي :

تأثير الهيكل المالي على القرارات الإستراتيجية المؤسسة الاقتصادية .

دور صيغ التمويل الإسلامية كبديل للتمويل التقليدي في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية

المراجع

الكتب بالعربية :

- 1 . احمد طرطار ، تقنيات المحاسبة العامة في المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، 1999.
- 2 . أحمد طرطار،الترشيد الاقتصادي للطاقات الإنتاجية في المؤسسة ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
- 3 . الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- 4 . الياس بن ساسي، يوسف فريشي التسيير المالي: الإدارة المالية دروس الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، 2006.
- 5 . إبراهيم بختي، دور الإنترنت وتطبيقاتها في مجال التسويق، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002-2003.
- 6 . أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002/2003.
- 7 . أيمن الشنطي، عامر شقر، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، الأردن، 2007.
- 8 . برايس نورة، المشروعات الصادرة والمتوسطة والخالية تمويلها، دراسة ميدانية حالة مؤسسة FERTIAL عناية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، التخصص مالية المؤسسة، جامعة عنابة، 2005-2006.
- 9 . جمال الدين المرسى، احمد عبد الهال لحلح، الإدارة المالية، الدار الجامعية،إسكندرية، 2006.
- 10 . جمال الدين محمد المرسى الإدارة الاستر المحجية الموارد البشرية الدار الجامعية، الإسكندرية 2003.
- 11 . خالد الراوي وآخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.

- 12 . خميسي شيحة التسيير المالي للمؤسسة دروس ومسائل محلولة دار الهومة للنشر والتوزيع، الجزائر 2010.
- 13 . دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية مجلة الباحث العدد 04، جامعة ورقلة 108 الجزائر، 2006.
- 14 . دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن ، 2009.
- 15 . دريد كامل آل شبيب مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2009.
- 16 . رابح خوني، حساني رقية اطلاق تمويل وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، 25 - 28 ماي 2003 .
- 17 . رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
- 18 . رشدي صالح عبد الفتاح صالح، التمويل المصرفي للمشروعات، دار النهضة العربية القاهرة، 2006، ص 165.
- 19 . رضوان وليد العمارة، أساسيات في الإدارة المالية مدخل إلى قرارات الإستثمار وسياسات التمويل الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان 2003.
- 20 . رضوان وليد العمارة أساسيات الإدارة المالية مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل الطبعة الأولى دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
- 21 . سعاد نائف برتوطي، إدارة الأعمال الصغيرة، دار وائل النشر، عمان، الأردن، 2005.
- 22 . سمير عبد العزيز عثمان، دراسة الجدوى بين النظري والتطبيقي، مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1993.
- 23 . سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات إدارة النقود البنوك في إطار عالمية القرن الحادي والعشرين مكتب عربي، إسكندرية.

- 24 . سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 1997.
- 25 . سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل التحليل المالي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1997.
- 26 . صبيحة قاسم هاشم نظرية هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 83، جامعة بغداد.
- 27 . صمويل عبود، اقتصاد مؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 1982.
- 28 . عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الطبعة الثانية، دارالفكر الجامعي للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2008.
- 29 . عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي : أسس مفاهيم تطبيقات الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 30 . عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، 1993.
- 31 . عبد الغفار، حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية 2007.
- 32 . عبد الغفور عبد السلام وآخرون ، إدارة المشروعات الصغيرة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001.
- 33 . عبد الله عبد الله السنفي الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الكتاب الجامعي، صنعاء اليمن، 2013.
- 34 . عبد الوهاب دادن تحليل المقاربات النظرية حول أمثليه الهيكل المالي - الإسهامات النظرية الأساسية مجلة الباحث ،العدد4 ،جامعة ورقلة، 2006.
- 35 . عدنان دكتور منير ابراهيم هند، الادارة المالية ، مدخل تحليلي المعاصر .
- 36 . على الشرقاوي المشتريات وإدارة المخازن الدار الجامعية ، بيروت، 1995.
- 37 . علي عباس الإدارة المالية دار إثراء للنشر والتوزيع الشارقة 2008.

- 38 . كامل آل شبيب الإدارة المالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع عمان، 2010.
- 39 . مبارك لسوس التسيير المالي: تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، للنشر والتوزيع، 2004.
- 40 . محمد صالح الحناوي، نهالفريد مصطفى، الإدارة المالية والتحليل المالي لمشروعات الأعمال الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2005.
- 41 . محمد على إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، من 161.
- 42 . محمد مطر، التحليل المالي، الأساليب والأدوات، الشركة الجديدة للطباعة والتجليد، الأردن، 1997.
- 43 . محي الدين طرفاوي وآخرون تأثير سياسة الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي الجزائر العدد 12 جوان 2017.
- 44 . د. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية والتحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر 2005 م.
- 45 . معوش بوعلام عن طلحة صليحة ، دور عند تحويل الفاتورة في تمويل وتحصيل الديون مداخله ضمن ملتقى شلف، مرجع سبق ذكره .
- 46 . مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
- 47 . مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 48 . منير ابراهيم هندي ، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة المكتب العربي الحديث الاسكندرية، 2007.
- 49 . منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة المكتب العربي الحديث الإسكندرية، مصر، 1999.
- 50 . منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.

- 51 . منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل الجزء الثاني، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1998.
- 52 . ناصر دادي عدون، اقتصاد مؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، الطبعة الثانية، 1998.
- 53 . نبيل حركاتي محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014، مجلة العلوم الاقتصادية على التسيير العدد 18 2018.
- 54 . نبيلة سهايلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس، جوان 2017، . صعب الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2004.
- 55 . نور الدين خياطة، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، لبنان، 1997.
- 56 . يوسف قريشي سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة ميدانية، الأطروحة دكتوراه دولة غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص علوم التسيير، جامعة الجزائر 2004-2005 م.

الكتب بالفرنسية :

- 1 . Alexandre coyas Je factoring ses incidences sur la rentabilité de l'exploitation, mémoire pour le D.ESS de finance et fiscalité université de paris septembre, 1985.
- 2 - Jean lachmann, capital-risque et capitalin vestissement, economeca ,paris 1999,p34
- 3 . EVCA:européen venture capital risque.
- 4 . Merchichi said problématique de financement des entreprise publique et conséquences sur leur gestion financier, mémoire de magestere dans science de gestion université d'Alger Alger 2006/2007.

- 5 . Cohen, élie, Gestion financiere de lentreprise et développement financier, edicef, paris, 1991.
- 6 . Kamel elddine boutouta, opp-cit .

القوانين :

- 1 . الفقرة الأولى من المادة 564 من القانون التجاري الجزائري.
- 2 . المادة 416 من القانون المدني ، القانون رقم 88-14 المؤرخ في 03 مايو 1988.
- 3 . المادة 566 من القانون التجاري الجزائري، تبعا لـ المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993.
- 4 . المادة 590 من القانون التجاري الجزائري.

الملاحق



ملبنة بي أم حليب
لإنتاج الحليب ومشتقاته

الموقع: بلدية كوينين (تبعد بـ 10 كلم عن مركز المدينة)
التسمية التجارية: وحدة إنتاج الحليب ومشتقاته
نشاط الشركة: إنتاج حليب أكياس 1 لتر المدعم
المساحة الاجمالية للوحدة: 2844 م²
صاحب المؤسسة والمسير: موساوي آدم
رقم السجل التجاري: 39/00-0543545/ب/13
عدد يد العمالة المنشأة: 17 عامل
كلفة المشروع: 350.392.609,00 دج
طاقة النظرية للإنتاج اليومية: 80.000 لتر/يوم
طاقة الإنتاج اليومية: 47050 لتر/يوم
مصدر تموين بالمادة الأولية: الديوان الوطني المهني للحليب (ONIL)
المواد الأولية: بودرة حليب كامل الدسم 26%، حليب بودرة منزوع الدسم
0%، يتم منحه حاليا 126 طن/شهر.
عدد غرف التبريد: 02 بحجم 150 م³
طاقة التخزين للمواد الأولية: 02 بحجم 2400 م³
تاريخ وضع حيز الخدمة: أبريل 2017
شبكة التوزيع والتسويق: محلية (داخل الولاية)

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي

تقرير زيارة

في يوم الأحد 15 سبتمبر 2024 على الساعة العاشرة صباحا قمنا نحن السادة : حساني عبد الستار،
اللي صلاح الدين، حاج سعد أحمد طلبة في معهد العلوم الاقتصادية والتسيير و العلوم التجارية فرع العلوم
الاقتصادية سنة ثانية ماستر تخصص اقتصاد مؤسسات بزيارة شركة مبنة سوف لي شركة متخصصة في
انتاج الألبان و الحليب مقرها الرئيسي حي الهداء كوينين الوادي .

خلال الزيارة تم التعرف ميدانيا الشركة و هيكلها الاداري و إمكانياتها البشرية و الانتاجية . تم
كذلك تزويدنا بجميع الاحصائيات و المعلومات المحاسبية الضرورية لبحثنا " المزيج التمويلي للمؤسسات
الاقتصادية " المتمثلة خصوصا في : - رأس مال الشركة مكوناته (الاموال الخاصة والقروض طويلة
قصيرة الأجل ان وجدت)

- الارباح المصرح بها خلال السنوات الاربع السابقة

مكنتنا هذه الزيارة من أخذ صورة شاملة حول الشركة و وضعية الاستثمار في الولاية كما مكنتنا من المجاز
ببحثنا وتقديم نموذج لشركة محلية و طرق تمويلها .

الوادي في 2024/09/15

الطلبة المذكورين اعلاه

شركة سوف لي





التاريخ: 15/09/2024

Capital Sociale : 47.500.000,00 DA

المنطقة: المنطقة لوجستية الإنتاج: سوق لب

معلومات الوحدة الإنتاجية: من التجهيز بداية كوربات

رقم الهاتف: 044423066

تاريخ بداية التشغيل: 19/02/2013

نوع الإنتاج: لبن الجبن: من التجهيز بداية كوربات

126 طن / شهر

شركة البسة الخرازية المستعملة من طرف ONIL شهرية (الطن)

المنتجات الإنتاجية للمرحلة

نظرة الإنتاجية الشهرية (الطن)	نظرة الإنتاجية الشهرية (الطن)	نظرة الإنتاجية الشهرية (الطن)
حليب مبستر: 4160000	حليب مبستر: 47050	حليب مبستر: 160000
حليب الطير: 1040000	حليب الطير: 1000	حليب الطير: 40000
البن: 130000	البن: 5000	البن: 5000
منتجات الحليب: 520000	منتجات الحليب: 20000	منتجات الحليب: 20000
شرايفات: 500	شرايفات: 500	شرايفات: 500
بلاستيك: 1300000	بلاستيك: 50000	بلاستيك: 50000
أخرى: 500	أخرى: 500	أخرى: 500

صورّة المنتج



نسبة الواردات المستلمة: الوارد

عدد طنن التوزيع: 236

شبكة التوزيع الخاصة بالشركة

عدد بنديات توزيع: 14

عدد بنديات الوارث المستلمة: 08

عدد طنن الوارث المستلمة: 10