



أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه الطور الثالث

شعبة: علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

الموضوع

تأثير قرار التمويل على اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسات

الصغيرة والمتوسطة

-دراسة حالة مجموعة من المؤسسات-

تحت إشراف الدكتور: إلياس منصر

من إعداد الطالب: عمار بن حميدة

نوقشت وأجيزت يوم: 05 جوان 2022 من قبل لجنة المناقشة التالية:

الاسم واللقب	الرتبة	الصفة	الجامعة
أ.د سمير يحيوي	أستاذ	رئيسا	أكلي محمد أولحاج - البويرة -
د. إلياس منصر	أستاذ محاضر "أ"	مشرفا ومقررا	أكلي محمد أولحاج - البويرة -
د. علي غزيباوي	أستاذ محاضر "أ"	ممتحنا	أكلي محمد أولحاج - البويرة -
د. نوال صبايحي	أستاذ محاضر "أ"	ممتحنا	أكلي محمد أولحاج - البويرة -
د. لياس كيرواني	أستاذ محاضر "أ"	ممتحنا	عبد الرحمان ميرة - بجاية -
د. عبد الرؤوف عزالدين	أستاذ محاضر "أ"	ممتحنا	محمد بوضياف - المسيلة -

شكر وتقدير

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

وأصلي و أسلم على سيد الأولين والأخرين، وإمام المتقين سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم، وعلى آله الطاهرين وعلى صحابته الغر الميامين ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين.

بأسمى المعاني والشكر والتقدير أتوجه إلى أستاذي الفاضل " إلياس منصر " الذي حظيت بإشرافه وذلك بفضل توجيهاته الفعالة التي ما فتئ يطر بها فسقت ثرى هذا العمل الذي أثمر بعد ذلك وخرج بالصورة التي بين أيدينا فله مني أصدق العرفان والشكر

كما أتقدم لأساتذتي الكرام أعضاء لجنة المناقشة الموقرة على ما تحمّلوه من جهد لمراجعة هذا العمل

كما لا يفوتني أن أتقدم بخالص التقدير والاحترام للطايم البيداغوجي والادراي لكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة البويرة التي احتضنتنا طوال فترة إنجاز هذه الدراسة.

المخلص باللغة العربية:

هدفت الدراسة إلى إبراز العلاقة بين قرار التمويل للمؤسسات محل الدراسة ومدى مساهمته في اختيار هيكل مالي أمثل، وقدتم اعتماد منهجين أساسيين للمعالجة؛ المنهج الوصفي لتوضيح مختلف مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية وتكلفتها، بالإضافة إلى التعرف على أهم النظريات التي تناولت بالدراسة قرار تشكيل الهيكل المالي الأمثل الذي يؤدي إلى تخفيض كلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن، وبعدها تم الاعتماد على منهج دراسة الحالة من خلال الفصل التطبيقي الذي مكنا من إسقاط جانب من الفصل النظري على واقع مجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ودراسة تركيبية هياكلها التمويلية بالإضافة إلى حساب قدرتها على التمويل الذاتي، وبعدها تم تقييم مختلف القرارات التمويلية للمؤسسات الأربعة خلال الفترة (2017-2020)، وذلك باستخدام أهم المؤشرات والنسب المالية.

وخلص البحث إلى أن اعتماد سياسة تمويلية معينة سيؤثر على الهيكل المالي للمؤسسة، فكما كان التوجه نحو اختيار مزيج تمويلي يحقق شروط الهيكل المالي الأمثل، كلما أدى إلى تحسين وضعية الهيكل المالي للمؤسسة، أما في الحالة العكسية؛ أي كلما كان التوجه نحو سياسة تبتعد عن شروط الهيكل المالي الأمثل كلما أدى إلى الإخلال بوضع الهيكل المالي.

كما توصلت الدراسة إلى أن زيادة اللجوء إلى الاستدانة في المؤسسات محل الدراسة، سيؤدي إلى نتائج سلبية بخصوص وضعيتها المالية، أبرزها تحقيق نسبة قابلية سداد ضعيفة، وبالتالي إمكانية وقوع المؤسسة في خطر الإفلاس، أما تخلي المؤسسة تماما عن الاستدانة واعتمادها كليا على التمويل الذاتي فسوف يحرمها من الاستفادة من مزايا الرفع المالي.

الكلمات المفتاحية: قرار التمويل، الهيكل المالي الأمثل، قابلية السداد، المؤسسة الصغيرة والمتوسطة.

Funding decision impact on choosing the optimal financial structure for small and medium-size enterprises

Abstract:

This study aims at demonstrating the relationship between the funding decision of the enterprises, where the study took place, and the extent of its contribution to choose an optimal financial structure. Two main methods have been adopted for process. The descriptive method has been used for clarifying the economic enterprise various funding sources and their cost, besides knowing the most important theories addressing the decision of forming the optimal financial structure leading to decrease funding cost to the minimum.

The case study method has been followed through the applied chapter, which has enabled us to highlight a side of the theoretical chapter on some of the Algerian small and medium-size enterprises' reality and make a structural study to their financial structures, besides calculating their self-financing abilities. The four enterprises' Various funding decisions have been evaluated throughout the period (2017-2020) through using the most vital financial indicators and proportions.

The research has concluded with the fact that adopting a certain funding policy will influence the enterprise financial structure. So, choosing a mixture of funding will achieve the optimal conditions of the optimal financial structure, and the enterprise financial structure will be improved. Conversely, choosing a policy that's far from the optimal financial structure conditions will violate the financial structure.

The study has also attained that increasing indebtedness in the enterprises, where the study took place, will lead to negative results regarding their financial situations including the achievement of a week payment. Thus, the enterprise may face the risk of bankruptcy. Whereas, the total dependence on self-financing will deprive the enterprise from financial leverage.

Key words: funding decision, the optimal financial structure, a week payment, small and medium-size enterprise.

L'effet de la décision de financement sur le choix de la structure financière optimale pour les petites et moyennes entreprises

Résumé:

Cette étude vise à démontrer la relation entre la décision de financement des entreprises, où l'étude a eu lieu, et l'étendue de sa contribution au choix d'une structure financière optimale. Deux méthodes principales ont été adoptées pour le processus. La méthode descriptive a été utilisée pour clarifier les différentes sources de financement de l'entreprise économique et leur coût, en plus de connaître les théories les plus importantes traitant de la décision de former la structure financière optimale menant à la diminution du coût de financement au minimum. La méthode de l'étude de cas a été suivie à travers le chapitre pratique, ce qui nous a permis de mettre en évidence un côté du chapitre théorique sur la réalité de certaines petites et moyennes entreprises algériennes et de faire une étude structurelle de leurs structures financières, en plus de calculer leurs capacités d'autofinancement. Les différentes décisions de financement des quatre entreprises ont été évaluées tout au long de la période (2017-2020) en utilisant les indicateurs financiers et les proportions les plus importants.

La recherche a conclu au fait que l'adoption d'une certaine politique de financement influencera la structure financière de l'entreprise. Ainsi, le choix d'un mélange de financement permettra de réaliser les conditions optimales de la structure financière optimale, et la structure financière de l'entreprise sera améliorée. Inversement, le choix d'une politique éloignée des conditions de la structure financière optimale violera la structure financière.

L'étude a également atteint que l'augmentation de l'endettement dans les entreprises, où l'étude a eu lieu, conduira à des résultats négatifs concernant leurs situations financières, y compris la réalisation d'un paiement faible. Ainsi, l'entreprise peut être confrontée au risque de faillite. Tandis que la dépendance totale de l'autofinancement privera l'entreprise de l'effet de levier financier.

Mots clés: la décision de financement, la structure financière optimale, un paiement faible, une petite et moyenne entreprise.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العناوين
I	شكر وتقدير
II	المخلص باللغة العربية
III	المخلص باللغة الانجليزية
IV	المخلص باللغة الفرنسية
V	فهرس المحتويات
XI	قائمة الجداول
XIV	قائمة الأشكال
أ-ح	مقدمة
	الفصل الأول: مفاهيم عامة حول اتخاذ قرار التمويل
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مدخل مفاهيمي للتمويل
3	المطلب الأول: ماهية التمويل
3	أولاً. تعريف التمويل
4	ثانياً. أهمية التمويل
5	المطلب الثاني: مصادر التمويل
5	أولاً. مصادر التمويل قصيرة الأجل
9	ثانياً. مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل
20	المطلب الثالث: أساليب التنبؤ بالاحتياجات المالية
20	أولاً. الاحتياجات المالية
23	ثانياً. أساليب التنبؤ بالاحتياجات المالية
26	المبحث الثاني: أساسيات اتخاذ قرار التمويل
26	المطلب الأول: ماهية قرار التمويل
26	أولاً. مفهوم قرار التمويل

27	ثانيا. مبادئ قرار التمويل
29	المطلب الثاني: العوامل المحددة لقرار التمويل
29	أولا. الملازمة
31	ثانيا. تركيبة الموجودات
31	ثالثا. حجم المؤسسة
31	رابعا. التوقيت
31	خامسا. الشكل القانوني للمؤسسة
32	سادسا. التكلفة
32	المطلب الثالث: مراحل اتخاذ قرار التمويل
32	أولا. التعرف على الاحتياجات المالية للمؤسسة
33	ثانيا. تحديد حجم الأموال المطلوبة
33	ثالثا. تحديد شكل التمويل المناسب
33	رابعا. وضع برنامج زمني للاحتياجات المالية
33	خامسا. وضع وتطوير الخطة التمويلية
34	سادسا. تنفيذ الخطة التمويلية والرقابة عليها وتقييمه
34	المبحث الثالث: تكلفة التمويل وأهميتها الاستراتيجية
34	المطلب الأول: تكلفة رأس المال
34	أولا. مفهوم تكلفة رأس المال
35	ثانيا. أهمية حساب التكلفة المرجحة لرأس المال
36	ثالثا. صعوبة قياس تكلفة رأس المال
36	المطلب الثاني: تكلفة أموال الملكية
37	أولا. تكلفة الاسهم العادية
37	ثانيا. تكلفة الاسهم الممتازة
38	ثالثا. تكلفة الأرباح المحتجزة
38	المطلب الثالث: تكلفة الاقتراض

39	أولاً. الوضع الاقتصادي وحالة السوق المالية
39	ثانياً. الوضع القانوني للمؤسسة
39	ثالثاً. جنسية المؤسسة مصدرة القرض
39	رابعاً. حجم وسمعة المؤسسة المصدرة للقرض
39	خامساً. الضمانات المقدمة لأداء القرض
41	المطلب الرابع: مداخل حساب تكلفة مصادر التمويل
41	أولاً. مدخل الأوزان الفعلية (التاريخية)
42	ثانياً. مدخل الأوزان المستهدفة
43	المبحث الرابع: الأدوات المستخدمة في اتخاذ القرار التمويلي
43	المطلب الأول: التحليل المالي
43	أولاً. التحليل بالنسب المالية
48	ثانياً. التحليل بالمؤشرات المالية
57	المطلب الثاني: تحليل التعادل
57	أولاً. تعريف نقطة التعادل
59	ثانياً. أهداف تحليل التعادل
59	المطلب الثالث: الرافعة المالية والتشغيلية
59	أولاً. الرافعة المالية
63	ثانياً. الرافعة التشغيلية
65	خلاصة الفصل الأول
	الفصل الثاني: الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
67	تمهيد
68	المبحث الأول: النظريات الكلاسيكية لدراسة الهيكل المالي
68	المطلب الأول: نظرية صافي الربح (وجود هيكل مالي أمثل)
68	أولاً. الفرضيات الأساسية لنظرية الربح الصافي
69	ثانياً. نظرية الربح الصافي كمفسر للهيكل المالية

71	المطلب الثاني: النظرية التقليدية (وجود هيكل مالي أمثل)
72	أولا. فرضيات النظرية
74	ثانيا. الانتقادات الموجهة للنظرية التقليدية
74	المطلب الثالث: نظرية صافي ربح العمليات (عدم وجود هيكل مالي أمثل)
75	أولا. فرضيات نظرية صافي ربح العمليات
77	ثانيا. الانتقادات الموجهة لنظرية صافي ربح العمليات
77	المبحث الثاني: نظرية مودكلياني وميلر: (Modigliani and Miller)
77	المطلب الأول: نظرية مودكلياني وميلر: (Modigliani and Miller) في غياب الضرائب
78	أولا. الحقيقة الأولى لمودكلياني وميلر
80	ثانيا. الحقيقة الثانية لمودكلياني وميلر
83	المطلب الثاني: نظرية مودكلياني وميلر: (Modigliani and Miller) في وجود ضرائب
87	المبحث الثالث: النظريات الحديثة للهيكل المالي
87	المطلب الأول: نظرية المفاضلة ((Trade-Off Theory (TOT))
87	أولا. فرضيات نظرية المفاضلة
88	ثانيا. التأثيرات الناجمة عن وجود تكلفة الإفلاس
90	ثالثا. نتائج نظرية المقايضة
90	رابعا. هيكل التمويل المستهدف
92	المطلب الثاني: نظرية الوكالة
92	أولا. مفهوم علاقة الوكالة
93	ثانيا. مفهوم تكلفة الوكالة
94	ثالثا. أهداف نظرية الوكالة
96	المطلب الثالث: نظرية الإشارة
98	المطلب الرابع: نظرية التسلسل الهرمي
98	أولا. مضمون النظرية
101	ثانيا. الانسجام بين نموذج (Williamson) ونموذج (& Majluf Myers)

103	ثالثا. الانتقادات التي وجهت لهذه النظرية
103	المبحث الرابع: النظريات المالية المتوافقة مع خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
103	المطلب الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
103	أولا. مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
108	ثانيا. خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
112	المطلب الثاني: الأطر النظرية المتوافقة مع خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
112	أولا. نظرية الخيار الاداري
114	ثانيا: دورة حياة المؤسسة
116	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)
118	تمهيد
119	المبحث الأول: عرض عناصر ميزانيات المؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)
119	المطلب الأول: معلومات عامة حول المؤسسات محل الدراسة
119	أولا: معايير اختيار مؤسسات الدراسة
120	ثانيا: تقديم المؤسسات محل الدراسة
121	المطلب الثاني: تطور جانب الأصول للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)
121	أولا. مؤسسة أنتقاراتاد لوجيستيك (INTEGRATED LOGISTIC)
123	ثانيا. مؤسسة أشغال الصومام (TRAVAUX SOUMAM)
125	ثالثا. مؤسسة مغرب بايب MAGHREB PIPE
128	رابعا. مؤسسة بال بلاست تلمسان BEL-PLAST
129	المطلب الثالث: تطور جانب الخصوم للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)
130	أولا. مؤسسة أنتقاراتاد لوجيستيك
132	ثانيا. مؤسسة أشغال الصومام
136	ثالثا. مؤسسة مغرب بايب
139	رابعا. مؤسسة بال بلاست تلمسان

142	المبحث الثاني: تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)
142	المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)
142	أولاً. تطور الأموال الخاصة للمؤسسات خلال فترة الدراسة
144	ثانياً. القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسات خلال فترة الدراسة
148	المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)
148	أولاً. تطور الديون متوسطة وطويلة الأجل خلال فترة الدراسة
150	ثانياً. تطور الديون قصيرة الأجل للمؤسسات خلال فترة الدراسة
153	المبحث الثالث: تقييم قرارات التمويل للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)
153	المطلب الأول: تقييم قرارات التمويل للمؤسسات محل الدراسة بواسطة المؤشرات المالية
153	أولاً. مؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك
156	ثانياً. مؤسسة أشغال الصومام
158	ثالثاً. مؤسسة مغرب بايب
161	رابعاً. مؤسسة بال بلاست
164	المطلب الثاني: تقييم قرارات التمويل للمؤسسات محل الدراسة بواسطة النسب المالية
164	أولاً. نسب هيكلية الخصوم
170	ثانياً. نسب هيكلية الأصول
172	المطلب الثالث: نتائج تقييم قرارات التمويل للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)
175	خلاصة الفصل الثالث
177	خاتمة
186	قائمة المراجع
193	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
86	المنظور الكلاسيكي والحديث حول وجود هيكل تمويلي أمثل من عدمه للمؤسسة	(1-2)
102	مقارنة نتائج الاختبارات الميدانية لنموذج Myers و Williamson	(2-2)
105	تصنيف الصين للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	(3-2)
106	تصنيف اليابان للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	(4-2)
108	تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب التشريع الجزائري	(5-2)
120	معلومات حول المؤسسات محل الدراسة	(1-3)
122	الميزانية المحاسبية لمؤسسة أنتقرااد لوجيستيك جانب الأصول للفترة (2017-2020)	(2-3)
123	تطور أصول مؤسسة أنتقرااد لوجيستيك للفترة (2017-2020)	(3-3)
124	الميزانية المحاسبية لمؤسسة أشغال الصومام جانب الأصول للفترة (2017-2020)	(4-3)
125	تطور أصول مؤسسة أشغال الصومام للفترة (2017-2020)	(5-3)
126	الميزانية المحاسبية لمؤسسة مغرب بايب جانب الأصول للفترة (2017-2020)	(6-3)
127	تطور أصول مؤسسة مغرب بايب للفترة (2017-2020)	(7-3)
128	الميزانية المحاسبية لمؤسسة بال بلاست جانب الأصول للفترة (2017-2020)	(8-3)
129	تطور أصول مؤسسة بيل باست تلمسان للفترة (2017-2020)	(9-3)
130	الميزانية المحاسبية لمؤسسة أنتقرااد لوجيستيك جانب الخصوم للفترة (2017-2020)	(10-3)
131	تطور خصوم مؤسسة أنتقرااد لوجيستيك للفترة (2017-2020)	(11-3)
133	الميزانية المحاسبية لمؤسسة أشغال الصومام جانب الخصوم للفترة (2017-2020) الوحدة	(12-3)
134	تطور خصوم مؤسسة أشغال الصومام للفترة (2017-2020)	(13-3)
136	الميزانية المحاسبية لمؤسسة مغرب بايب جانب الخصوم للفترة (2017-2020)	(14-3)
137	تطور خصوم مؤسسة مغرب بايب للفترة (2017-2020)	(15-3)
139	الميزانية المحاسبية لمؤسسة بال بلاست جانب الخصوم للفترة (2017-2020)	(16-3)

140	تطور خصوم مؤسسة بال بلاست للفترة (2017-2020)	(17-3)
142	تطور الأموال الخاصة للمؤسسات خلال الفترة (2017-2020)	(18-3)
145	تطور القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسات خلال الفترة (2017-2020)	(19-3)
148	تطور نسبة نمو الديون طويلة الأجل خلال الفترة (2017-2020)	(20-3)
151	تطور نسبة نمو الديون قصيرة الأجل خلال الفترة (2017-2020)	(21-3)
154	الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك جانب الأصول للفترة (2017-2020)	(22-3)
154	الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك جانب الخصوم للفترة (2017-2020)	(23-3)
155	المؤشرات المالية لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك للفترة (2017-2020)	(24-3)
156	الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أشغال الصومام جانب الأصول للفترة (2017-2020)	(25-3)
157	الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أشغال الصومام جانب الخصوم للفترة (2017-2020)	(26-3)
157	المؤشرات المالية لمؤسسة أشغال الصومام للفترة (2017-2020)	(27-3)
159	الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة مغرب بايب جانب الأصول للفترة (2017-2020)	(28-3)
159	الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة مغرب بايب جانب الخصوم للفترة (2017-2020)	(29-3)
160	المؤشرات المالية لمؤسسة مغرب بايب للفترة (2017-2020)	(30-3)
161	الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة بال بلاست جانب الأصول للفترة (2017-2020)	(31-3)
162	الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة بال بلاست جانب الخصوم للفترة (2017-2020)	(32-3)
162	المؤشرات المالية لمؤسسة بال بلاست للفترة (2017-2020)	(33-3)
165	نسبة التمويل الدائم للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)	(34-3)
166	نسبة الإستقلالية المالية للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)	(35-3)

167	نسبة قابلية التسديد للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)	(36-3)
169	نسبة المديونية العامة للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)	(37-3)
170	نسبة الأصول غير الجارية للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)	(38-3)
171	نسبة الأصول الجارية للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)	(39-3)
173	ملخص الهياكل المالية للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)	(40-3)

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
13	مراحل تشكل التمويل الذاتي	(1-1)
30	أصول المؤسسة الاقتصادية	(2-1)
51	حالة التوازن المالي الأمثل	(3-1)
52	حالة رأس المال العامل موجب	(4-1)
52	حالة رأس المال العامل سالب	(5-1)
58	التمثيل البياني لنقطة التعادل	(3-1)
70	سلوك المقرضين	(1-2)
71	سلوك المساهمين	(2-2)
72	مستوى الاستدانة وقيمة المؤسسة حسب النظرية التقليدية	(3-2)
73	الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور التقليدي	(4-2)
76	القيمة السوقية للمؤسسة حسب نظرية صافي ربح العمليات	(5-2)
76	تكلفة رأس المال حسب نظرية صافي ربح العمليات	(6-2)
82	أثر الاستدانة على التكلفة الكلية للأموال حسب مودكليانيومي (غياب الضرائب)	(7-2)
85	تكلفة رأس مال المؤسسة المستدنة في ظل وجود الضرائب (1963)	(8-2)
89	أثر تكلفة الإفلاس والضريبة على القيمة السوقية للمؤسسة	(9-2)
91	المدى المستهدف من هيكل التمويل	(10-2)
95	القيمة السوقية للمؤسسة في ظل تأثير الضريبة ووجود تكلفة الإفلاس والوكالة	(11-2)
101	منحنى التسلسل الهرمي للتمويل حسب نظرية أفضلية مصادر التمويل	(12-2)
114	تمثيل الخيار الإداري وفقا لـ (Norton 1991)	(13-2)
132	التمثيل البياني لجانب الخصوم لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك للفترة (2017-2020)	(1-3)

135	التمثيل البياني لجانب الخصوم لمؤسسة أشغال الصومام للفترة (2017-2020)	(2-3)
138	التمثيل البياني لجانب الخصوم لمؤسسة مغرب بايب للفترة (2017-2020)	(3-3)
141	التمثيل البياني لجانب الخصوم لمؤسسة بال بلاستللفترة (2017-2020)	(4-3)
143	تطور الأموال الخاصة للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)	(5-3)
147	التمثيل البياني لـ القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)	(6-3)
150	تطور الديون طويلة الأجل للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)	(7-3)
152	تطور الديون قصيرة الأجل للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)	(8-3)

مقدمة

مقدمة

تتجه الاقتصاديات العالمية في ظل الانفتاح الاقتصادي الواسع بشكل ملموس نحو دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ يظهر بجلاء أن هذا القطاع يمثل قطاعاً هاماً ومحفزاً للنمو الاقتصادي عبر مساهمته في خلق الثروة ومناصب الشغل، وتتكامل معه باقي القطاعات الاقتصادية الأخرى، في مزيج تنموي يستهدف بالدرجة الأولى الارتقاء بالاقتصاد الوطني لأيّ دولة، ليصبح اقتصاداً قوياً ومنتيناً.

غير أن من بين أعقد المشكلات الاستراتيجية التي تواجه تنمية وتطوير القدرات الانتاجية للمؤسسة، هي في الكيفيات أو السبل المختلفة التي تحصل بها على ما تحتاجه إليه من تمويل، حيث يمثل هذا الأخير دافعاً أساسياً لاستمرارية ووجود المؤسسات خاصة الصغيرة والمتوسطة منها، والتي تهدف كغيرها من المؤسسات إلى تحقيق نتائج مرضية، حتى يتسنى لها البقاء في عالم تسوده المنافسة الشرسة والعولمة المالية.

باعتبار أن المؤسسة مركز للقرار فإنها تقوم بإرساء جملة من القرارات المالية الإستراتيجية من بينها قرار التمويل، حيث يستوجب على المدير المالي المفاضلة بين الخيارات التمويلية المتاحة، والتي يمكن تحديدها في اتجاهين: الاتجاه الأول يتمثل في اقتصاد المديونية وهو الاقتصاد القائم على التمويل البنكي، أما الاتجاه الثاني فيتمثل في اقتصاد الأسواق المالية الذي يحتوي على أنماط مختلفة من التمويل وهذا يتوقف بطبيعة الحال على فعالية هذه السوق في الاقتصاد، فعملية اختيار المزيج التمويلي تشكل ما يسمى بالهيكل المالي.

فبتنوع أنماط التمويل تنتوع معه تكلفة وشروط كل مصدر، وعلى متخذ القرار تحديد ذلك المزيج الذي يدني تكلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن، ويحقق أهداف المؤسسة، هذا المزيج يسمى بالهيكل المالي الأمثل، وفي الواقع يدور جدل بين العلماء والباحثين في حقل الإدارة المالية، ما إذا كان الهيكل المالي له علاقة بقيمة المؤسسة أم لا، ويعتبر هذا الجدل المدخل الطبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، حيث يقصد بأمثلية الهيكل المالي مدى اختيار نسبة من الأموال المملوكة والمقترضة بحيث تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وتصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى.

هذا ما أدى إلى ظهور العديد من النظريات التي عالجت أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة، ومن بين هذه النظريات ما يؤكد فكرة وجود هيكل مالي أمثل ومنها ما ينفي وجود هذه الفكرة إطلاقاً، كما ظهرت نظريات حديثة ساهمت في تفسير السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خلافاً للنظرية الكلاسيكية التي تنطلق أساساً من فرضيات غير متوفرة في حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وعليه نحاول في هذه الدراسة تسليط الضوء على مختلف النقاشات وتحليلها بخصوص هذا الموضوع، بدءاً بإسهامات النظرية الكلاسيكية في تفسير السلوك المالي للمؤسسات، مروراً بأهم النظريات في الأدبيات المالية التي تتحدث عن الهيكل المالية للمؤسسة، وانتهاءً بالأطر النظرية المتوافقة مع خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أولاً. إشكالية البحث

تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية الكثير من التحديات خلال مراحل تطورها، ويمثل الحصول على التمويل التحدي الرئيسي لها، لذا قامت الحكومة الجزائرية بتطوير آليات خاصة لتيسير حصول هذه المؤسسات على التمويل اللازم لسد احتياجاتها المالية المتنامية التي تكبح نموها واستمرارها.

ومن هذا المنطلق يجب على متخذ القرار الالتزام بالأدوات العلمية التي تساعد على تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة بما يضمن لها تحقيق الأهداف المسطرة.

بناءً على ما سبق يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية للبحث على النحو التالي:

كيف يؤثر قرار التمويل على اختيار هيكل مالي أمثل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية؟

تندرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية وهي:

- ما هي الأطر النظرية التي تناولت العلاقة بين قرار التمويل و أمثلية الهيكل المالي؟
- ما هي أساليب تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة؟
- هل يمكن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تحقيق هيكل مالي أمثل؟

ثانيا. فرضيات البحث

من خلال طرح الإشكالية والأسئلة الفرعية لها فإن من الضروري تقديم بعض الفرضيات التي ستكون منطلق للدراسة وهي كما يلي:

- **الفرضية الأولى:** عرف موضوع الهيكل المالي الأمتل موجة من المقاربات والأبحاث، حيث توجد أطر نظرية أقرت بوجود نسبة اقتراض مثالية، فيما نفت أخرى وجود علاقة بين تكلفة التمويل والهيكل المالية أي لا وجود لهيكل مالي أمتل؛
- **الفرضية الثانية:** يمكن استخدام أسلوب التحليل المالي من أجل تحليل وتقييم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسات محل الدراسة، وذلك باستخدام مؤشرات التوازن المالي وبعض النسب المالية الدالة عن حالته؛
- **الفرضية الثالثة:** توجد قرارات تمويلية بإمكانها تحقيق هيكل مالي أمتل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية (محل الدراسة).

ثالثا. أهمية وأهداف البحث

انطلاقا من أهمية قرار التمويل وتأثيره على حاضر ومستقبل المؤسسة من جهة، وتنوع أنماط التمويل من جهة أخرى، يجد متخذ القرار المالي نفسه في حيرة تكمن في اختيار تشكيلة الهيكل المالي التي تضمن للمؤسسة أعظم قيمة سوقية بأقل تكلفة ممكنة، لذا نحاول من خلال هذا البحث النظر في مختلف العوامل المؤثرة على اختيار مزيج تمويلي أمتل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة والرفع من معدل النمو، وبالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام.

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

- محاولة فهم السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال العلاقة بين القرارات التمويلية وتأثيرها على الهيكل المالي؛
- تحديد إطار مرجعي لفهم تطور الأطر النظرية التي تناولت موضوع الهيكل المالية للمؤسسة؛
- أيضا تنمية القدرات المعرفية والمنهجية للباحث في مجال التحليل المالي.

➤ محاولة الاطلاع على سلامة قرارات التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال دراسة حالة مجموعة من المؤسسات الجزائرية.

رابعاً. دوافع إختيار الموضوع

من أهم الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار الموضوع ما يلي:

- الرغبة الشخصية في دراسة الموضوع لتوافقه مع تخصصي العلمي؛
- ضعف الاهتمام بالربط بين قرار التمويل والهيكل المالي الأمثل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدراسات النظرية والميدانية؛
- أهمية الموضوع في العصر الحالي، حيث تعد مسألة تمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ودراسة تشكيلة هيكلها المالي وعلاقته بقرار التمويل من بين المواضيع الحساسة ذات الأهمية البالغة في مجال مالية المؤسسة؛
- الميول الشخصي لدراسة المواضيع المتعلقة بالتسيير المالي والإداري.

خامساً. منهج البحث

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة، والتي تعكس إشكالية الدراسة واختبار صحة الفرضيات المذكورة أعلاه، تم اعتماد منهجين أساسيين للمعالجة؛ المنهج الوصفي لتوضيح مختلف مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتكلفتها، وكذلك التعرف على أهم النظريات التي تناولت بالدراسة قرار التمويل وعلاقته بالهيكل المالي الأمثل للمؤسسة، وبعدها تم الاعتماد على منهج دراسة حالة في تحليل الهيكل المالي لمجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية وتقييم قراراتها المالية.

سادساً. حدود الدراسة

نظرا لكثرة العناصر المرتبطة بالموضوع وتشعبها، ارتأينا ضبطه وتحديد بعض معالمه، حيث انصب الجانب النظري من هذا البحث على ابراز مختلف المفاهيم المتعلقة بقرار التمويل، وكذا الادوات المستخدمة في تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة، كما تم التعرض بالدراسة لمختلف النظريات التي تناولت الهيكل المالي الأمثل و علاقته بقيمة المؤسسة، أما دراسة حالة فقد امتدت

مقدمة

لفترة 4 سنوات، من سنة 2017 إلى سنة 2020 وهي الفترة التي توفرت فيها المعطيات عن المؤسسات محل الدراسة والمتمثلة في أربع مؤسسات صغيرة ومتوسطة جزائرية غير مدرجة في البورصة، وهي كالأتي:

- مؤسسة بال بلاست (BEL-PLAST) ب تلمسان؛
- مؤسسة أشغال الصومام (TRAVAUX SOUMAM) ب عنابة؛
- مؤسسة أنتقراتاد لوجيستيك (INTEGRATED LOGISTIC) ب ورقلة؛
- مؤسسة مغرب بايب (MAGHREB PIPE) ب المسيلة.

ونظرا لعدم حصولنا على معلومات كافية عن تكلفة القروض الممنوحة للمؤسسات محل الدراسة، وهذا بسبب تزامن الدراسة مع جائحة كورونا وما انجر عليها من إغلاق شبه كلي للنشاط الاقتصادي، فقد اكتفينا بدراسة المؤشرات والنسب المالية لتقييم قرارات التمويل المتخذة من طرف هذه المؤسسات، بدل حساب المردودية المالية و أثر الرافعة المالية.

سابعا. الأدوات المستخدمة في الدراسة

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

ثامنا. الدراسات السابقة

لقد تم الاطلاع على عدد من الدراسات الجامعية التي تمت ضمن حقل تمويل المؤسسة الاقتصادية، ومن بين أقربها صلة من موضوع بحثنا نذكر ما يلي:

- عبد الوهاب دادان (2006): مقال بعنوان "تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي - الإسهامات النظرية الأساسية-"، تمثلت مشكلة البحث في: كيف يمكن للمؤسسة أن تحصل على هيكل مالي أمثل؟ وقد توصل الباحث إلى عدة نتائج أهمها: أن الهيكل المالي هو نتيجة عدة تسويات معقدة، لذلك توجد العديد من العوامل لاختيار المؤسسة لهيكلها المالي،

طالما لا يوجد هيكل مالي أمثل، وهي: محاولة الاحتفاظ بمرونة عالية، الأخذ في الحسبان الخصائص الاقتصادية للقطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة ومدى تطوره، عنصر المخاطرة، التحسب لوجود فرص أو قيود، أهداف وإستراتيجية المؤسسة.

➤ **دراسة العايب ياسين (2011):** أطروحة دكتوراه غير منشورة بعنوان "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، تناول الباحث إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية مع التركيز على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال دراسة لمحددات التمويل في المؤسسة، وطرق وأساليب تمويل المؤسسة الجزائرية، وع تحديد أسباب التدرج في تمويل المؤسسات الاقتصادية وقد توصل الباحث إلى عدة نتائج أهمها: أن أسس تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات لا تطبق على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك للاعتبارات المرتبطة بهذا النوع من المؤسسات، وخاصة صغر الحجم الذي لا يوفر الضمانات الكافية للبنوك.

➤ **عبد المجيد تيمايوي (2014):** أطروحة دكتوراه علوم غير منشورة، بعنوان "تحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية"، هدفت الدراسة إلى محاولة تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية، بإبراز العوامل المحددة للهيكلي المالي للمؤسسات، سواء المالية منها وغير المالية، وتبيان العوامل المحددة لهيكلي تمويل المؤسسات الجزائرية، بإسقاط الجانب النظري على عينة من المؤسسات الجزائرية، وقد توصل الباحث إلى عدة نتائج أهمها: أن المؤسسات تعتمد إلى استخدام الرفع المالي والرفع التشغيلي حتى يتسنى لها رفع معدل العائد على حقوق الملكية، من خلال اعتمادها على مصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة، لتحقيق معدل عائد أعلى، وكذا الاعتماد على أدوات الانتاج ذات التكاليف الثابتة، لزيادة ربحية السهم ومن ثم قيمة المؤسسة.

➤ **محمد بشوشة (2016):** أطروحة دكتوراه غير منشورة بعنوان "تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية"، هدفت الدراسة إلى توضيح مختلف سياسات التمويل التي يمكن أن تعتمد عليها المؤسسة الاقتصادية من أجل تمويل نشاطها الاستثمارية والاستغلالي، وتوصلت الدراسة إلى أن سياسات تمويل

المؤسسة تتمثل في: سياسة التمويل الذاتي، سياسة التمويل الخاص، سياسة الاستدانة، حيث تكتسب كل سياسة مجموعة من الايجابيات والسلبيات.

➤ **Carol Frédy Gandégnon (2020):** أطروحة دكتوراه غير منشورة بعنوان

"Contribution à la connaissance du processus de la décision de financement par le dirigeant dans la petite entreprise non cotée"

"المساهمة في معرفة عملية قرار التمويل الذي اتخذه المدير في المؤسسة الصغيرة غير

المدرجة"

تمثلت مشكلة البحث في دراسة قرار التمويل كعملية من خلال السؤال: كيف يختار مدير المؤسسة الصغيرة تمويله؟ حيث كان الهدف من البحث هو الدراسة التجريبية والاستكشافية لسلوك مدير المؤسسة الصغيرة في سياق قرار التمويل، حيث يتم فحص سلوك المدير باستخدام نظرية نورتن (1991) للاختيار الاداري، بالاقتران مع نموذج الوكلاء الماليين لتوريس (2011)، وكانت ابرز النتائج التي توصلت إليها الباحثة هي وضع تصنيف سلوكي يميز القادة عن بعضهم البعض، استنادا إلى مواقفهم وسلوكهم فيما يتعلق بخيارات التمويل.

تاسعا. موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

تعتبر هذه الدراسة مكملة لسلسلة الدراسات السابقة ومحطة جديدة تستند إليها البحوث اللاحقة، وما يميزها عن الدراسات السابقة أن هذه الاخيرة تناولت جلها بالدراسة أمثلية الهيكل المالي على المؤسسات العمومية والخاصة المسعرة في البورصة، وهذا ما يختلف مع دراستنا التي يتم فيها التطبيق على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير المسعرة في البورصة، وبعضها تناول تأثير القرارات المالية الثلاث مجتمعة وهي: قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الارباح على الهيكل المالي، وهو ما يختلف كذلك مع دراستنا والتي قامت بدراسة تأثير قرار واحد من القرارات المالية على الهيكل المالي وهو قرار التمويل فقط.

عاشرا. هيكل البحث

تم تقسيم موضوع البحث إلى ثلاثة فصول أساسية، وذلك لضمان إيجاد أجوبة للإشكالية المطروحة واختبار مدى صحة الفرضيات التي انطلقت منها الدراسة، حيث خصص الفصل الأول للتعرف على أساسيات اتخاذ قرار التمويل كما تم التعرف على أهم المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذلك تكلفة كل عنصر تمويلي، بالإضافة إلى مداخل حساب التكلفة الكلية للهيكل المالي.

أما الفصل الثاني فقد خصص للطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تم عرض مختلف النظريات التي تناولت الهيكل المالي الأمثل، واعتمدنا في هذا الفصل على تصنيف هذه النظريات إلى خمسة أصناف رئيسية وهي النظريات الكلاسيكية، النظرية التقليدية، نظرية مودكلياني وميلر (Modigliani and Miller). النظريات الحديثة للهيكل المالي، وأخيرا النظريات المالية المتوافقة مع خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويرجع سبب تعدد هذه التصنيفات إلى اختلاف الزوايا التي ينظر منها كل عالم أو باحث إلى الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.

بينما الفصل الثالث يعتبر محاولة لتجسيد وتطبيق أهم النقاط التي تم التطرق لها في الجانب النظري من هذا البحث ميدانيا، من خلال دراسة حالة لمجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا بالتطرق لدراسة الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2017-2020)، حيث خصص المبحث الأول من هذا الفصل لعرض عناصر ميزانيات المؤسسات محل الدراسة، فيما خصص المبحث الثاني لتحليل تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة، بينما تطرقنا في المبحث الثالث لتقييم قرارات التمويل للمؤسسات محل الدراسة، حيث قمنا بعرض ملخص للهيكل المالية للمؤسسات الأربعة خلال الفترة (2017-2020)، وهذا بالتعرض إلى نسبة حضور أموال الملكية والديون في تشكيلة هيكلها المالية، مع تبيان نوع القرارات المالية المتخذة في هذا الشأن.

الفصل الأول :

مفاهيم عامة حول اتخاذ قرار

التمويل

تمهيد

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

إن الهدف المتوخى من هذا الفصل، هو التفصيل في معظم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية، والمتمثلة في مجموع أموال الملكية بالإضافة إلى مجمل أموال الاستدانة قصيرة، متوسطة وطويلة الاجل، والتي تشكل ما يصطلح على تسميته بالهيكل التمويلي أو الهيكل المالي، وهذا تمييزا له عن هيكل رأس المال الذي يشتمل فقط على مصادر التمويل طويلة الاجل. وبما أن قرار التمويل له عوامل ومحددات يستوجب على المؤسسة مراعاتها، وله مراحل وخطوات متناسقة يجب على متخذ القرار إتباعها، فإن لكل مصدر من مصادر التمويل المشكلة للهيكل المالي تكلفة خاصة به، وعلى المسير المالي أن يسعى إلى تكوين المزيج التمويلي الأقل تكلفة وأقل مخاطرة. كما سنتناول أيضا أهم الادوات المستخدمة في اتخاذ قرار التمويل والمتمثلة في التحليل المالي بواسطة النسب والمؤشرات المالية، تحليل التعادل والرفع المالي وكذلك الرفع التشغيلي.

المبحث الأول: مدخل مفاهيمي للتمويل

يعتبر التمويل أحد الركائز الأساسية لنشاط المؤسسة وضمان إستمراريتها، وذلك بإمدادها بالأموال اللازمة في الاوقات المناسبة، وتظهر الحاجة إلى التمويل إما بسبب السياسة الاقتصادية للمؤسسة التي تحاول استغلال كل امكانياتها في خلق ثروة جديدة تضمن لها حصتها في السوق، أو توسيع نشاطها بسبب ملاءمة ظروف اقتصادية مع ما يوافق إمكانيات المؤسسة.

المطلب الاول: ماهية التمويل

تختلف وجهة نظر الباحثين في تقديم تعرف للتمويل، ولم يتفق على تعريف واحد له، لهذا سنتعرض الى بعض التعاريف ونبرز أهميته بالنسبة للمؤسسة.

أولاً. تعريف التمويل

نظرا لقيام المؤسسات على مبدأ الاستمرارية والتوسع، فإنها تحتاج وبشكل مستمر إلى رؤوس الاموال لاستثمارها في شكل أصول مختلفة من معدات، آلات، مباني ومخزون وغيرها لتنفيذ البرامج والخطط، ويعتبر التمويل الداعم الاساسي لهذه الاخيرة.

ويمكن ابراز مفهوم التمويل من خلال المفاهيم التالية:

التعريف الاول: التمويل لغة هو " الامداد بالمال " والتمويل اصطلاحا هو " مجموعة الاعمال والتصرفات التي تمدنا بوسائل الدفع"¹

التعريف الثاني: التمويل معناه " توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام."²

التعريف الثالث: التمويل هو " البحث عن المصدر الذي تستخدمه الادارة للحصول على النوع المعين من الاموال اللازمة من ثم التزود به."³

¹ - عبيد علي أحمد حجازي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، بيروت، 2001، ص 11.

² - أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الحجار، عنابة، 2008، ص 24.

³ - جميل أحمد توفيق، أساسيات الادارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، 1993، ص 333.

التعريف الرابع: ويعرف التمويل كذلك بأنه " تلك المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الاموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الامثل من مصادر التمويل المقترضة والاموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة."¹

مما سبق، نلاحظ تعدد الزوايا التي تم من خلالها تحديد مفهوم التمويل، فهناك من يحدده من خلال توفير المبالغ النقدية اللازمة للمؤسسة، وهناك من ينظر إليه من خلال البحث عن المصادر المختلفة للتمويل، ومن ثم اختيار نوع التمويل الذي يناسب المؤسسة، ويعتبره آخر مجموعة من القرارات التمويلية والتي من خلالها يتم تحديد التوليفة المثلى، من بين مجموعة من مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة.

من خلال التعاريف السالفة الذكر يمكن أن نضع تعريف إجرائي للتمويل حيث يمكن اعتباره حجر الاساس في بنية أي مؤسسة اقتصادية، ذلك أنه يسعى إلى البحث عن مصادر التمويل اللازمة والحصول عليها وقبل ذلك القيام بعملية المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة من خلال العديد من المعايير، ومن ثم اتخاذ قرار التمويل المناسب من أجل حيازة أنواع الاستثمارات ذات المردودية المرتفعة، أو لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة، بما يضمن تحقيق أهدافها الاستراتيجية.

ثانيا. أهمية التمويل

تعتبر عملية التمويل التي تنفرد بها الوظيفة المالية أهم نشاط بالمؤسسة الاقتصادية للدور الذي تؤديه والصلة المباشرة لها مع باقي الوظائف الاخرى، التي لا يمكنها أن تحقق طموح الادارة دون توفر الاموال الضرورية لذلك، ولا تنصب أهمية التمويل في تدفق نشاطات باقي الاقسام فحسب بل أهميتها كانت دوما ابعد من ذلك بكثير، وتطورت مع تطور المؤسسة ونشاطاتها.

ومن ثم فإن أهمية التمويل تتبع من الحاجة إليه ودوره في الوفاء بمتطلبات المؤسسة، وتحقيق الغرض منه، وعموما أصبحت عملية التمويل تتجلى في:¹

¹-حمزة الشخي، ابراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الاولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 20.

- تحرير الاموال والموارد المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها؛
- يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء واستبدال المعدات؛
- يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي؛
- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الافلاس والتصفية.

ونظرا لأهمية التمويل فقراره يعتبر من القرارات الاساسية التي يجب أن تعنى بها المؤسسة ذلك أنها المحددة لكفاءة متخذي القرارات، من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة، والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها واستخدامها استخداما أمثلا يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطرة، مما يساعد على بلوغ الاهداف المسطرة.

المطلب الثاني: مصادر التمويل

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

أولا. مصادر التمويل قصيرة الأجل

يحتل التمويل قصير الأجل أهمية بالغة ضمن الهيكل المالي لأي مؤسسة اقتصادية، وذلك لكونه عادة ما يستخدم لمواجهة النفقات المتعلقة أساسا بالتشغيل العادي للطاقات الإنتاجية للمؤسسة، وذلك بغرض الاستفادة وتحقيق التوازن المالي في أبعد حدوده.

أما بالنسبة لمفهوم التمويل قصير الاجل فهو مجموعة الاموال المستخدمة من قبل المؤسسة من أجل تمويل احتياجاتها الجارية؛ والتي لا تتعدى عادة السنة المالية الواحدة، والمتمثلة في الاصول الجارية.

¹ معراج هواري، حاج سعيد عمر، التمويل التاجيري المفاهيم والأسس، الطبعة الاولى، دار كنوز للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 15.

يتميز هذا النوع من التمويل بتعدد أنواعه، ونحاول في بحثنا هذا تصنيفه في ثلاثة مجموعات أساسية هي: الائتمان المصرفي والائتمان التجاري والتمويل قصير الاجل المضمون.

1. الائتمان المصرفي

يقصد بالائتمان المصرفي القروض قصيرة الاجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك لتغطية احتياجاتها المالية؛ وهي من مصادر التمويل المهمة التي قد تلجأ إليها العديد من المؤسسات، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة والبنك.

وهناك عدة أنواع من القروض المصرفية قصيرة الاجل، التي سنحاول التركيز على الشائع منها¹:

أ. 1. القروض الفردية:

يشير هذا النوع من القروض المصرفية قصيرة الاجل الى تلك القروض التقليدية والشائعة، وأن مدة هذه القروض قد تمتد لغاية سنة واحدة، إلا أنها غالباً ما تنحصر بين (30-90) يوم.

من خصائص هذه القروض أنها تتم على أساس التفاوض، وأنها تمنح لغرض محدد ويتم توثيقه عن طريق الكمبيالة، وهي تسدد دفعة واحدة حسب التاريخ المحدد بموجب الكمبيالة، وأنها قابلة للتجديد.

ب. 1. خطوط الائتمان

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

¹ -عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الاردن،

ج.1. الإئتمان المتجدد أو الدوار

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

2. الإئتمان التجاري

يمكن تعريف الائتمان التجاري " بأنه نوع من التمويل قصير الاجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين، ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية¹."

وتعتمد المؤسسات على هذا المصدر التمويلي بدرجة أكبر من اعتمادها على الائتمان المصرفي، وقد يعتبر المصدر الوحيد- قصير الأجل- متاح لبعض المؤسسات.

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

وهناك ثلاثة أشكال من الائتمان التجاري هي²:

أ.2. الحساب الجاري

¹- أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص36 .

²- عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الاردن، 2006، ص73.

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

ب.2. الكمبيالات

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

➤ الكمبيالة تعتبر وسيلة إثبات قانونية بيد الدائن؛

➤ يستطيع الدائن تظهير الكمبيالة لتاجر آخر أو خصمها لدى البنك والحصول على قيمتها نقدًا.

ج.2. الشيكات المؤجلة

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

3. التمويل قصير الاجل المضمون

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

أ.3. اتفاقات إعادة الشراء

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

تتضمن هذه الاتفاقات جزئين هما: بيع الاوراق المالية القابلة للتسويق ومن ثم إعادة شراء نفس الأوراق من المشتري، ويشمل الاتفاق اقتراض الأموال لمدة نقل عن أجل استحقاق الأوراق المالية القابلة للتسويق المستخدمة في الاتفاق.

ب.3. الحسابات أو الذمم المدينة

يمكن استخدام هذه الحسابات كضمان للقرض المضمون، إن أبسط شكل لتمويل الحسابات المدينة هو التنازل عنها، وفي التنازل عن الحسابات المدينة فإن المقرض يقوم بتقديم القرض ويقبل الحسابات المدينة للمقرض كضمان، واستنادا لما تقدم فإن المقرض يستلم النقد فورا مقابل تقديم إشعار أو كمبيالة للمقرض.

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

ج.3. المخزون

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

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

ثانيا. مصادر التمويل متوسطة وطويلة الاجل

تتكون مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل من:

1. أموال الملكية:

إن الهيكل المالي لمعظم المؤسسات يتضمن حقوق ملكية (التمويل الممتمك)، وتنشأ هذه الحقوق بشكل أساسي من المدفوعات النقدية التي يقدمها المالكون لشراء الأصول المطلوبة للبدء بعمليات المؤسسة،

ويمكن أن تزداد حقوق الملكية عن طريق احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها في عمليات المؤسسة، وضمن هذا الجزء سيتم استعراض مصادر التمويل الممتك متوسط وطويل الأجل والمتمثلة في: الأسهم الممتازة، الأسهم العادية والتمويل الذاتي.

أ.1. الأسهم الممتازة:

الأسهم الممتازة تصنف ضمن بنود حقوق الملكية للمؤسسة إلا أنها تختلف عن الأسهم العادية، إذ يكون لها الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح، كما لها الأولوية في السداد في حالة التصفية على أن يتم السداد بالقيمة الإسمية للأسهم فقط، وفي حالة تحقيق أرباح في المؤسسة لا يشترط ضرورة توزيع أرباح لحملة الأسهم الممتازة، إلا أنه قد ينص بأن يكون من حق حملة الأسهم الممتازة الحصول على توزيعات مجمعة تغطي الأرباح التي كانت مستحقة لهم في السنة السابقة لم تقم بتوزيعها المؤسسة، ولا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة¹.

وهنا يثار سؤالاً حول ما إذا كانت هذه الأسهم الممتازة جزء من حقوق الملكية أم أنها جزء من الديون؟

يمكن القول رغم أن الأسهم الممتازة لها طبيعة الديون من حيث ثبات الأرباح الموزعة لها والالتزام بسداد قيمتها الإسمية عند التصفية، إلا أنها لا تعد ديون على المؤسسة ولا يترتب على عدم سداد أرباحها إفلاس للمؤسسة، كما أن توزيعات الأرباح الخاصة بها لا تخصم من الوعاء الضريبي.

ب.1. الأسهم العادية:

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

وفي مضمارة دراسة المؤسسة لقرار التمويل بإصدار الأسهم العادية، يتوجب عليها هنا أن تأخذ بنظر الاعتبار الكيفية التي يقيم بها المستثمرون المؤسسة في السوق المالية، وبافتراض أن المعلومات

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

في السوق تكون موزعة توزيعًا غير متماثل (أي عدم كفاءة السوق المالي)، هنا يقيم المستثمرون المؤسسة بأقل من قيمتها، وفي الحالة الأخرى وهي تقييم المؤسسة بأكثر من قيمتها فهنا تكون الفرصة متاحة للمؤسسة من إصدار هذا النوع من الملكية، ومن ذلك يتضح أن المؤسسة توّقت إصدارها لهذا النوع من التمويل بالاسهم العادية على وفق ما تكون عليه قيمة هذا السهم في السوق¹.

ج.1. التمويل الذاتي

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

ج.1.1. تعريف التمويل الذاتي

للمويل الذاتي عدة مفاهيم نذكر منها:

التعريف الأول: "يقصد بالتمويل الذاتي تلك الموارد الجديدة التي تولدها المؤسسة من خلال نشاطها أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية"².

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

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

ج.2.1. مكونات التمويل الذاتي

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثناء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009، ص ص702-703.

² - Elie Cohen, *Gestion financière de l'entreprise et développement financier* _ Economica – EDICEF, Canada, 1991, p 194.

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

إن التمويل الذاتي ما هو إلا ثمرة نشاط المؤسسة خلال الدورة المالية، مع طرح الجزء الموزع على ذوي الحقوق من النتيجة الصافية، مضافا إليه كل من أقساط الاهتلاكات والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي، والتي تعتبر وهمية ولا تمثل مخرجات نقدية حقيقية، فهي بحوزة المؤسسة لذا يجوز أن تضيفها لتساهم في تكوين التمويل الذاتي لها.

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

➤ الاهتلاكات؛

➤ المؤونات والمخصصات؛

➤ الارباح المحتجزة.

❖ التمويل الذاتي = النتيجة غير الموزعة + الإهتلاكات + المؤونات ذات الطابع الاحتياطي

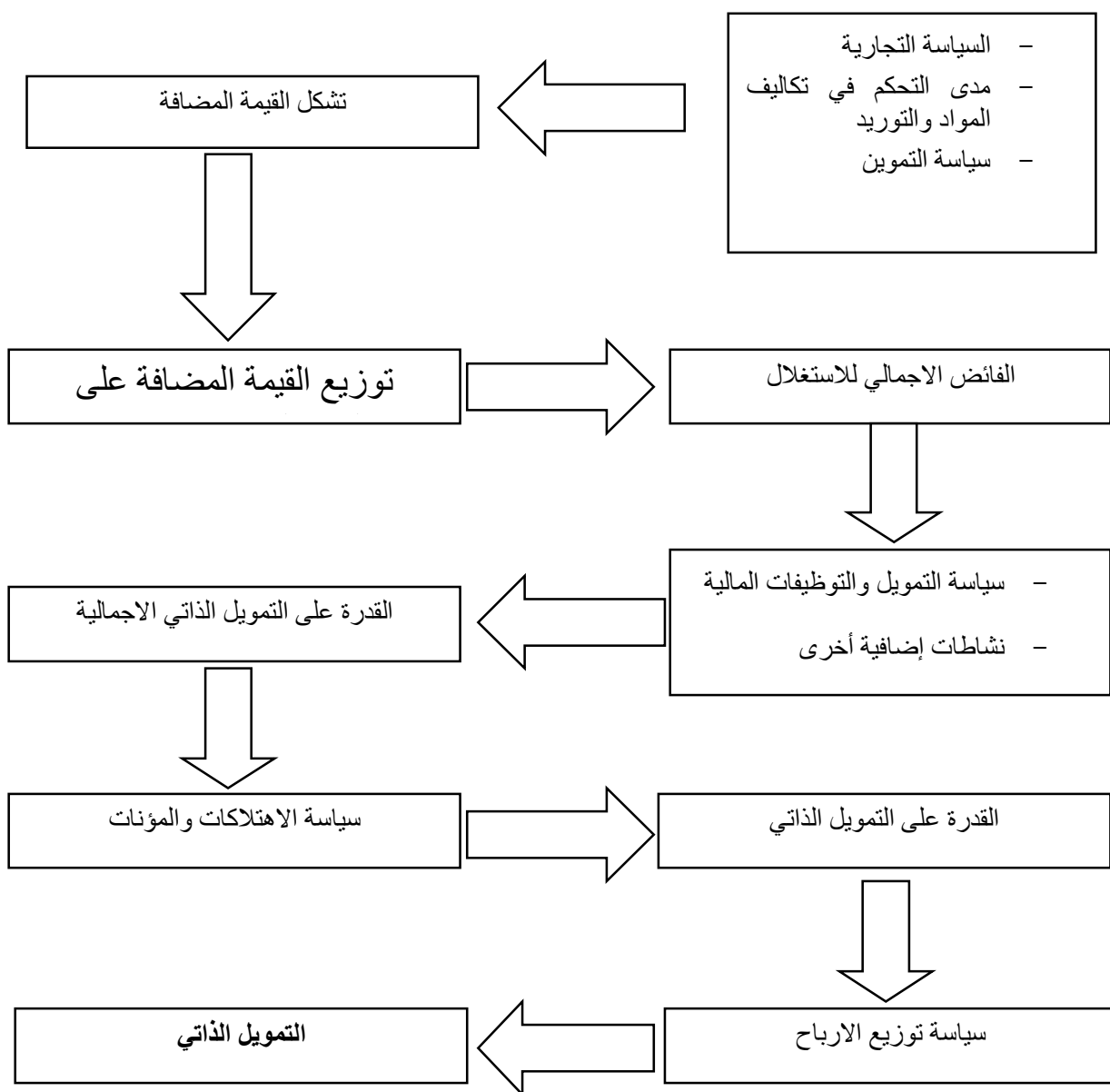
القدرة على التمويل الذاتي CAF = نتيجة الدورة الصافية + الاهتلاكات + المؤونات ذات الطابع الاحتياطي

ج.3.1. مراحل تشكل التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي المحور الاساسي للتمويل خصوصا في مرحلة النمو، حيث يساهم بشكل مباشر في التقليل من المصادر الخارجية للتمويل، ويتشكل التمويل الذاتي بواسطة عدة عناصر أساسية نبرزها من خلال مراحل تكوينه الموضحة في الشكل الموالي:

¹ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 28.

الشكل رقم (1-1): مراحل تشكل التمويل الذاتي



المصدر: من إنجاز الطالب

يتضح من خلال الشكل السابق كيفية تكوين التمويل الذاتي تبعا للمراحل التالية:

- ينطلق من الإيرادات التجارية التي تحققها المؤسسة، حيث يغطي رقم الاعمال الاستهلاكات الوسيطة ليكون مؤشر القيمة المضافة؛
- يساعد مؤشر القيمة المضافة في تحديد سياسة التمويل وعلاقة المؤسسة بمقدمي الخدمات الخارجية والمناولة، وقدرتها على التحكم في استهلاكاتها المباشرة؛
- يذهب رصيد القيمة المضافة المحقق في المرحلة السابقة لتغطية مصاريف المستخدمين ومصاريف الضرائب والرسوم ليُشكّل الفائض الاجمالي للاستغلال؛
- يعبر الفائض الاجمالي للاستغلال عن أداء دورة الاستغلال وقدرتها على توليد فوائض مالية تساهم في تغطية المصاريف المالية والمصاريف الاستثنائية والضرائب على الارباح؛
- القدرة على التمويل الذاتي هو النتيجة الاجمالية المُحققة حسب المراحل السابقة، وهو بمثابة المحصلة النهائية للتدفقات المالية المحققة قبل توزيع الارباح، وهنا تبرز أهمية تحقيق قدرة على التمويل الذاتي مقدر كافٍ، لتتمكن المؤسسة من تسديد مستحققاتها تجاه المساهمين والرصيد المتبقي يتمثل في الفوائض المالية المُعاد استثمارها وهو ما نصلح عليه بالتمويل الذاتي.

2. أموال الاستدانة

تسعى المؤسسات المعاصرة إلى توفير الموارد المالية من مصادر متعددة و بأشكال مختلفة وفقا للظروف السائدة في الأسواق المالية، وتوجهات إدارتها بشأن تحمل المخاطر من عدمها، وبناءا على ماتقدم فإن التمويل المقترض طويلا لأجل يعد من مصادر التمويل الأساسية للمؤسسات ومن أهم هذه المصادر: القروض طويلة الأجل؛ السندات و القرض الاجاري.

كما توجد طرق أخرى للتمويل طويل الاجل للمؤسسة، وهي حديثة نسبيا مثل التمويل عن طريق الاندماجات أو باستعمال الخيارات أو بالتعهدات (التراخيص).

أ. القروض طويلة الأجل

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

- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ إستحقاقه؛
 - الرهونات المرتبطة بالقرض؛
 - فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض؛
 - أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض.
- من الدوافع التي تجعل المؤسسة تلجأ لهذا النوع من التمويل ما يلي¹:
- عدم امكانية طرح أسهم جديدة أو التمويل عن طريق الارياح المحتجزة؛
 - ضعف الطلب في سوق الاوراق المالية واحتمالات عدم تغطية الاصدار؛
 - عدم تأثير الاقتراض في السيطرة الحالية على إدارة المؤسسة؛
 - يقارب هذا النوع من التمويل في طبيعته رأس المال إلى حد ما، لذا يمكن استعماله لتمويل الموجودات الثابتة؛
 - يوفر للمؤسسة مرونة الاقتراض قصير الاجل؛
 - أقل تكلفة من اصدار الاسهم.

ب.2. السندات

السندات هي:"من الديون الطويلة الأجل، فهي تمثل ورقة مديونية تتضمن التزاما بالدفع خلال مدة تزيد عن السنة، تصدرها المؤسسات الخاصة أو الهيئات الحكومية، فالسند هو حصة قرض طويل الأجل مدفوع للجهة المصدرة لهذا السند¹."

¹- براق محمد، غربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الطبعة الاولى، 2014، ص 46.

تعد الاستدانة بواسطة الدعوى العامة للادخار وسيلة من وسائل التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات الكبرى والهيئات العامة، حيث تلجأ المؤسسة إلى الجمهور بواسطة السوق المالي من أجل الاكتتاب وتوظيف أموالهم لدى المؤسسة، حيث تزداد أهمية الدعوى العامة للادخار من الجمهور خاصة في حالة تدني النتائج وتدهور أداء الاقتصاد وعند مقدرة البنوك على منح قروض جديدة استجابة لإجراءات السياسة النقدية في الحد من الائتمان من أجل كبح التضخم حيث يتم تجزئة القرض إلى عدة أجزاء بحيث يمكن للأفراد شراء السندات نظرا لانخفاض ثمنها ودرجة ضمان مهمة في الحصول على الربح والحق في الأصول في حالة التصفية.

ولحامل السند الحق في الحصول على دخل ثابت، يدفع سنويا أو ربع سنوي بصرف النظر عن الأرباح التي حققتها المؤسسة، ويحصل حامل السند على الفوائد قبل دفع توزيعات للملاك مع الأولوية في الحصول على كافة حقوقه عند تصفية المؤسسة².

ب.2.1. أهمية الاستدانة كمصدر للتمويل

تكمن أهمية الاستدانة في توفير الموارد الضرورية لاستمرار النشاط وتبرز ضرورة الاستدانة بوضوح عند عدم تمكن قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي في احداث النمو المطلوب في رأس المال، وذلك بتوفر عاملين أساسيين:

➤ عدم توافق معدل نمو التمويل الذاتي مع معدل نمو الاحتياجات المالية؛

➤ محدودية مستوى التمويل الذاتي بسبب توزيع الارباح المحققة على المساهمين.

تعتبر الاستدانة عاملا مهما في مراحل نمو المؤسسة فهي متغير استراتيجي هام يسهم في تحقيق نمو الاصول الاقتصادية وبالخصوص الرفع من القدرات الانتاجية، وهنا يستعين المسير المالي بتقنية أثر الرافعة المالية وأثرها على المردودية وأرباح الاسهم لتقدير حجم الاستدانة الضرورية لتمويل الاحتياجات المالية.

ب.2.2. حدود اللجوء الى الاستدانة

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

² - عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص36.

رغم ما للاستدانة من أهمية في تمويل الاحتياجات المالية، إلا أن ذلك مرتبط بعوامل وقيود مالية تفرض على المؤسسة التقليل من حجم الاستدانة، وأهم هذه العوامل هي:

➤ **النسب الهيكلية:** هي قاعدة تقليدية تستخدم لتثبيت الهيكل المالي تجنباً للمخاطر التي يمكن أن تمس الوضعية المالية، في حالة تغيير تركيبة الهيكل المالي.

➤ **تغطية المصاريف المالية:** إن ارتفاع مستوى الاستدانة يؤدي إلى ارتفاع المصاريف المالية الأمر الذي يؤثر سلباً على النتائج المحققة والتي تسبب تدهوراً في القدرة على التمويل الذاتي، لذا يتوجب على المسير المالي مراقبة نسبة الاستدانة إلى القدرة على التمويل الذاتي، كما يمكنه مقارنة المصاريف المالية إلى رقم الأعمال ومن ثم اتخاذ قرار الاستدانة أو التخفيض منها.

➤ **مخاطر العسر المالي:** حيث يعتبر من أهم المخاطر المالية وأكثرها حدة، والتي يزيد احتمال تحققها عند اللجوء المعتبر إلى الاستدانة، ومن أجل تفادي هذا المخطر ينبغي إعداد تقديرات للخبزينة على المدى القصير والمتوسط والطويل من أجل التحكم في مستوى التدفقات المالية للخبزينة.

ج.2. القرض الأيجاري:

يعرف بأنه: "عقد يبرم بين مستخدم الأصل ويسمى بالمستأجر وبين مالك الأصل وهو المؤجر، وينص العقد على أن يدفع المستأجر القيمة الأيجارية المتفق عليها، وبذلك تعفى المؤسسة الاقتصادية المستأجرة من مسألة تدبير الأموال لشراء الأصل، لتقتصر التزاماتها المالية على دفع أيجار بشكل دوري للمؤجر، يضمن له تغطية تكلفة الأصل وتحقيق عائد بمعدل يماثل معدل الفائدة على قرض مضمون."¹

ويمكن تعريف القرض الأيجاري على أنه: " عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانوناً لذلك، بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 555.

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

يمكننا من خلال هذه التعاريف استنتاج الخصائص الأساسية للقرض الإيجاري:

➤ إن المؤسسة المستفيدة من هذا النوع من التمويل والتي تسمى المؤسسة المستأجرة غير مطالبة بإنفاق المبلغ الكلي للاستثمار مرة واحدة، وإنما تقوم بالدفع على أقساط تسمى ثمن الإيجار، وتتضمن هذه الأقساط جزء من ثمن شراء الأصل مضافا إليه الفوائد التي تعود للمؤسسة المؤجرة ومصاريف الاستغلال المرتبطة بالأصل المتعاقد حوله.

➤ إن ملكية الأصل أو الاستثمار أثناء فترة العقد تعود إلى المؤسسة المؤجرة وليس المؤسسة المستأجرة، وتستفيد هذه الأخيرة من حق الاستعمال فقط وتبعا لذلك تكون مساهمة المؤسسة المؤجرة قانونية ومالية، بينما تكون مساهمة المؤسسة المستأجرة إدارية واقتصادية.

➤ في نهاية العقد تتاح للمؤسسة المستأجرة ثلاث خيارات إما أن تطلب تجديد عقد الإيجار وفق شروط يتفق بشأنها مجددا وتستفيد بالتالي لفترة أخرى من حق استعمال هذا الأصل دون أن تكسب ملكيته، وإما أن تشتري نهائيا هذا الأصل بالقيمة المتبقية المنصوص عليها في العقد وفي هذه الحالة تنقل الملكية القانونية للأصل للمؤسسة المستأجرة إضافة إلى حق الاستعمال وهذا هو الخيار الأخير أن تمتنع عن تجديد العقد وتمتنع أيضا عن شراء الأصل وتنتهي بذلك العلاقة القائمة بينهما وتقوم بإرجاع الأصل إلى المؤسسة المؤجرة.

تقيم عملية القرض الإيجاري علاقة بين ثلاثة أطراف هي المؤسسة المؤجرة والمؤسسة المستأجرة باختيار الأصل الذي ترغب فيه لدى المؤسسة الموردة، وتقوم المؤسسة المؤجرة بإجراءات شراء هذا الأصل من المؤسسة الموردة ودفع ثمنه بالكامل، ثم تقديمه إلى المؤسسة المستأجرة على سبيل الإيجار طبعاً.

ج.2.1. اجابيات قرض الإيجار

¹ - الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص55.

- كغيره من بدائل التمويل المتاحة أمام المؤسسة لقرض الإيجار الكثير من الايجابيات نذكر منها:
- يسمح للمؤسسة بتمويل استثمارها كلياً بسرعة وسهولة كبيرة، دون أن يحدث ذلك أي تأثير على مستوى الميزانية (لأنه من التعهدات خارج الميزانية) وعلى مستوى قدرة المؤسسة على الاستدانة؛
 - يسهم قرض الإيجار في تأمين المؤسسة ضد المخاطر التقنية، فبمجرد ظهور استثمار بديل يتميز بفعالية أكبر وتقنيات أحدث يمكن للمؤسسة استبداله بشكل أسرع مما سيكون عليه الامر لو قامت المؤسسة بحيازته؛
 - يعطي أفضلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتميز بضعف في قدرتها على الاستدانة في تمويل احتياجاتها للنمو والتطوير دون الحاجة للاقتراض.

ج.2.2. سلبيات قرض الإيجار

- لقرض الإيجار العديد من السلبيات لعل أكثرها:
- يعتبر بديل تمويلي مكلف جدا في حال عدم إمكانية الاستفادة من الوفرات الضريبية؛
 - بسبب سهولة الحصول عليه يعد أقل مردودية مقارنة ببقية البدائل الأخرى.

المطلب الثالث: أساليب التنبؤ بالاحتياجات المالية

أولا. الاحتياجات المالية

تحتاج المؤسسات الاقتصادية لعدة أنواع من التمويلات، والتي تختلف باختلاف احتياجاتها المالية، هذه الاحتياجات التي تكون في الغالب مرتبطة بمرحلة التطور الذي تمر به، بدءا من انشائها فانطلاقها فنموها ثم الى نضجها.

وهنا تكون الاحتياجات عبارة عن تلك الاموال اللازمة للتشغيل، أو لمواجهة الطوارئ، أو لتمويل توسيع نشاط المؤسسة، أو الحصول على استثمارات جديدة، بذلك يمكن أن ندرج الاحتياجات التمويلية التي

يراهما المستثمرون في هذه المؤسسات الاقتصادية ضرورة للبدء في المشروع والاستمرار فيه بنجاح،
ضمن العناصر التالية¹:

1. الاحتياجات المالية في طور التأسيس:

تبدأ هذه المرحلة منذ استقرار فكرة المشروع في ذهن صاحبها الى غاية تجسيدها في أرض الواقع بل تمتد الى غاية نموها الاولي، حيث يحتاج اثناءها صاحب المشروع إلى ما يسمى رأس مال المخاطر² (le capital risque).

ويمكن أن نتعمق أكثر في هذه المرحلة كي نميز بين ثلاثة أنواع من الاحتياجات المالية:

أ. 1. رأس المال الاولي (التأسيسي):

خلال الفترة التأسيسية يحتاج المشروع لتمويل يسبق انطلاقه ويهدف الى اثبات جدواه في ميدان الاعمال، حيث تسمى مرحلة إنشاء المؤسسة بمرحلة الصفر، وعادة ماتكون هناك صعوبة في الحصول على الاموال من المصادر الخارجية، ولذلك فغالبا ما يتخوف المستثمرون أو الممولون وكذا البنوك من هذا النوع من التمويل لأنه يعتبر الاكثر مخاطرة لكون المشروع في بدايته ولا يعرفون مدى كفاءة صاحب المشروع لمقاومة الطوارئ ولا كيف سيتعامل السوق مع المنتج الجديد، أو كيف سيكون رد فعل المنافسة، وغير ذلك من الامور المتعلقة بمستقبل المشروع.

لهذا يقوم صاحب المشروع بإعداد خطة التطوير من أجل إقناع المستثمرين لتمويل الانطلاق أو عند بعث منتج جديد، حيث يتعين على صاحب الفكرة بذل جزء من رأس ماله لبداية تطوير الفكرة، ويستخدم من أجل الحصول على التمويل اللازم تطوير النماذج العملية والنماذج التجريبية ثم النماذج التجارية للسلعة الجديدة وكذلك لتجريب السلعة في السوق ومعرفة مدى الاقبال عليها.

¹ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص ص 19-23.

² - رأس المال المخاطر: هو تقنية خاصة في التمويل والتي لا تقوم على تقديم النقد فحسب، بل أيضا على تقديم المساعدة في إدارة المؤسسة بما يحقق تطورها، إن هذه الاسلوب من التمويل يختلف اختلافا كبيرا عن اسلوب القرض المصرفي، إذ أن رأس المال المخاطر يتم استرداده في نهاية برنامج الاستثمار بعد ادراج عائد يحسب على اساس الربح المحقق ومن دون تقديم أي ضمان عند ابرام عقد المشاركة، ويتحمل المستثمر الخسارة كليا أو جزئيا في حالة فشل المشروع الممول.

ب.1. تمويل الانطلاق الفعلي للمشروع

وهو التمويل المتعلق بالسنوات الاولى من حياة المؤسسة، والتي تكون فيها هذه الاخيرة قد أنهت تصميم وتطوير منتج معين، ولكن تكون بحاجة إلى أموال للانطلاق في تصنيعه وبيعه، وبالتالي تتطلب هذه المرحلة كذلك توفر الاموال الخاصة التي ستمكن من مواجهة جزء من المصاريف الاولية مثل المصاريف الاعدادية مصاريف حيازة المعدات، وكذا مصاريف التشغيل.

حيث تكون مصاريف المؤسسة خلال هذه المرحلة في أغلب الاحيان سالبة نظرا للتكاليف الثابتة التي تتحملها وبالتالي تحميلها على حجم ضيق من الانتاج، وعليه لا يمكن الاعتماد لا على الاموال الخاصة ولا على النتائج المتوقعة من أجل تكوين مصدر تمويل داخلي بل تظطر الى اللجوء الى مصادر تمويل خارجية والتي عادة ما تكون في ظروف غير مواتية بسبب ضعف شهرتها ونتائجها السيئة وحالات عدم التأكد المحيطة بتطورها المستقبلي.

ج.1. الاحتياجات المالية في طور النمو

وهي المرحلة التي تصلها المؤسسات الاقتصادية بعد أن تكون قد تجاوزت مرحلة الانشاء والانطلاق وما يميزها من حالات عدم التأكد راجع الى أن مرحلة النمو تتسم بنمو سريع لمستوى الانتاج والمبيعات، وكذلك الارباح نظرا لقبول منتجاتها من قبل المستهلكين، ومع زيادة المبيعات تبدأ معها التدفقات الموجبة، ومن الناحية المالية سوف ينعكس هذا النمو الذي تشهده المؤسسة في ارتفاع وزيادة احتياجاتها المالية المرتبطة بالاستثمارات التي يتطلبها التوسع في القدرات الانتاجية للمؤسسة. ويمكن أن نفضل في الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مرحلة نموها من خلال التمييز بين ما يلي:

2. الاحتياجات المالية في مرحلة النمو الثانية للمؤسسة

في هذه المرحلة تفكر المؤسسة في الحفاظ على حصة معينة من المبيعات مما يجعلها في احتياج مستمر للتمويل قصير الاجل من أجل تلبية احتياجات رأس المال العامل الناتجة عن نمو وتطور المبيعات وخاصة عندما تكون المؤسسة مقيدة أو مجبرة على البيع بمنح آجال للدفع لزيائنها إذا ارادت كسب سوق معين.

كما تحتاج في هذه المرحلة الى القليل من التمويل الطويل الاجل لتمويل انتاج منتجات بديلة أو تطوير المنتجات الحالية، اذا ما استدعى الامر ذلك لمواجهة متطلبات المنافسة.

3. الاحتياجات المالية في مرحلة التوسع

بالنسبة للمؤسسات التي لديها فرصة للتوسع فإنها تبدأ في تقييم عملية تغيير أسلوبها في التسيير من حيث الاستعانة بالاساليب المالية المتطورة كالتخطيط، الرقابة المالية واعتماد التحليل المالي، هذه الاساليب التي تسمح لها بإنجاز أو تحقيق توسعات جديدة في القدرات الانتاجية للمؤسسة أو في شبكتها التجارية، حيث تحقق المؤسسة في هذه الحالة مردودية عالية أو تكون في طريق تحقيقها، ويحدث نمو متزايد في رقم أعمالها بسبب الرواج الذي تلقاه منتجاتها في السوق، ومنه تحتاج المؤسسة في هذه المرحلة إلى موارد مالية لتوسيع قدراتها الانتاجية وقوتها البيعية بهدف تطوير وتمويل منتجات وحيازات جديدة.

4. الاحتياجات المالية في مرحلة النضج

بعد مرحلة توسع ناجحة تكون المؤسسة قد حققت حصة سوقية معتبرة وتكون قد بلغت أعلى مستوى مردودية ممكنة، وبذلك تصل إلى مرحلة تتسم بالنضوج من حيث استقرار ونمو المبيعات والارباح وكذلك استقرار ونمو التدفقات النقدية.

في هذه المرحلة تحاول المؤسسات الاقتصادية وخاصة الصغيرة والمتوسطة منها الحفاظ على حصتها من المبيعات، وهذا ما يجعلها في احتياج مستمر ولكن بنسبة أقل للتمويل قصير الاجل وذلك من أجل تلبية احتياجات الدورة الاستغلالية وما تتطلبه من سياسات بيعية لأجل، وقليل من التمويل طويل الاجل لتمويل منتجات بديلة أو تطوير المنتجات الحالية، اذا ما استدعى الامر ذلك لمواجهة متطلبات المنافسة.

وبذلك سوف تعرف احتياجاتها التمويلية الاضافية انخفاضاً كبيراً لأن المؤسسة ملزمة فقط بالإبقاء على مستوى رأس المال الثابت ورأس المال العامل وليست ملزمة بالرفع والزيادة فيهما، ونظرياً سوف تعرف المؤسسة مشاكل أقل في الحصول على التمويل مقارنة بالمراحل السابقة.

5. الاحتياجات المالية في مرحلة الانحدار

في هذه المرحلة تبدأ مبيعات المؤسسة تعرف تراجعاً ملحوظاً، بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها لفقدانها تنافسيتها في السوق، مما يزيد من احتياجها لتمويل اضافي لاسيما عند محاولة طرحها لمنتج جديد في السوق وما يرافق هذه العملية من تمويلات معتبرة، وهنا يبرز دور المؤسسات التمويلية مثل البنوك وغيرها في دعم هذه المشروعات ومساندتها ليس بالتمويل المناسب فقط، بل ببرامج متكاملة كعمليات إعادة التأهيل الخاصة بجميع وظائف المؤسسة.

وهكذا يتبين لنا من خلال ماسبق أن الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة متعددة ومختلفة تبعاً لمراحل التطور التي تمر بها هذه المؤسسات طيلة مدة حياتها، منذ استقرار فكرة الاستثمار لدى صاحب المؤسسة الى غاية بلوغها مرحلة النضج ثم الانحدار والتراجع.

ثانياً. أساليب التنبؤ بالاحتياجات المالية

ينقسم التنبؤ المالي إلى نوعين، الأول طويل الاجل ويصمم بغرض تقدير احتياجات المؤسسة من الاموال، في حين النوع الثاني قصير الاجل والذي يركز أساساً على الموازنة التقديرية النقدية، وعلى هذا الاساس سنعرض فيما يلي أهم أساليب هذين النوعين من التنبؤ المالي:

1. أساليب التنبؤ المالي طويل الاجل

ويحتوي هذا النوع أسلوبين هما النسبة المئوية من المبيعات وأسلوب الانحدار، وسنتطرق الى كل نوع على حدى.

أ.1. أسلوب النسبة المئوية من المبيعات في التنبؤ المالي

ويعتبر هذا الأسلوب أبسط أساليب التنبؤ المالي وفيه يتم التعبير عن احتياجات المؤسسة المالية على أساس النسبة المئوية من المبيعات السنوية المستثمرة في كل بند من بنود الميزانية، ومرة أخرى فإننا لن نشغل أنفسنا بكيفية التوصل الى تقدير رقم المبيعات، حيث أن هذا الموضوع من اختصاص رجال التسويق للمؤسسة، ويفترض أن طرق المبيعات هي من المعطيات التي ستستخدم في تقدير الاموال اللازمة.

عمليا يتطلب استخدام هذا الأسلوب فهم أمرين في غاية الأهمية: الاول هو التكنولوجيا الأساسية للمؤسسة، والثاني هو منطق العلاقة بين المبيعات وبين أصول المؤسسة، ولهذا السبب فإن تطبيق هذا الأسلوب يتطلب خبرة طويلة وكمية كبيرة من الحكم الشخصي من جانب مستخدميه.

ب.1. أسلوب تحليل الانحدار في التنبؤ المالي:

هناك أسلوب بديل لأسلوب النسبة المئوية من المبيعات يستخدم في تقدير الاحتياجات المالية وهو أسلوب الانحدار البسيط (والذي يطلق عليه أحيانا أسلوب خريطة التشتت).

ب.1.1. الانحدار الخطي البسيط

يختلف هذا الأسلوب عن أسلوب النسبة المئوية من المبيعات في أن هذا الأسلوب لا يفترض مرور خط العلاقة من خلال نقطة الأصل، وبصورة مبسطة للغاية فإن أسلوب الانحدار الخطي البسيط يتطلب حساب النسبة المئوية من المبيعات وبنود الميزانية المرتبطة عند نقطتين زمنيتين ويتم إيصال النقطتين بخط مستقيم ومد هذا الخط بحيث يمكن استخدامه في التنبؤ بأي بند من بنود الميزانية في نقطة زمنية مستقبلية بشرط معرفة المبيعات المقدره عند هذه النقطة، وتزيد دقة الأسلوب بزيادة عدد النقاط المستخدمة في تحديد خط الانحدار.¹

¹ - عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2007، ص177.

ب.1.2. الانحدار غير الخطي البسيط

يفترض الانحدار غير الخطي البسيط أن ميل الانحدار ثابت وهذا الافتراض يتحقق عادة في الواقع العملي وإن كانت هناك حالات أخرى لا يتحقق فيها هذا الافتراض¹.

ب.1.3. الانحدار المتعدد:

تفترض الأساليب السابقة أن كل نقطة تمثل علاقة تقع على خط أو منحنى العلاقة تماما ومعنى هذا وجود علاقة ارتباطيه بين المبيعات وبنود الميزانية ويندرج حدوث هذا الارتباط العام بحيث تنتشر هذه النقاط حول خط الانحدار ولا بد من البحث عن أسباب أخرى لهذا التشتت حول خط الانحدار لذلك تستخدم أسلوب الانحدار المتعدد لإضافة متغيرات أخرى لتحسين وزيادة دقة التنبؤات المالية².

2. أسلوب التنبؤ المالي قصير الأجل

يرتكز هذا الأسلوب على الميزانية النقدية التقديرية، والتي تعتبر جزءا من نظام الميزانيات التقديرية، التي تساعد على عملية التخطيط المالي.

حيث تعرف الميزانية النقدية التقديرية على أنها: "عبارة عن كشف يحتوي على الإيرادات النقدية المتوقعة، كما يحتوي على المدفوعات النقدية المتدفقة خلال فترة معينة، وبيان فائض أو عجز الإيرادات عن المدفوعات."³

ويتم تحضير هذه الميزانية إما على أساس أسبوعي أو على أساس شهري لتغطية مجموعة من الأشهر، أو على أساس سنوي، وعادة يتم التحكم في تحديد الفترة التي ستعد عنها الميزانية التقديرية النقدية عاملين أساسيين هما:

➤ طبيعة عمل المشروع: فمثلا إذا كان عمل المشروع موسميا، مثل انتاج ملابس موسمية، في هذه الحالة تحضر الميزانية النقدية التقديرية على أساس كل موسم.

¹ - محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 289.

² - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 179.

³ - عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 267.

➤ الفترة التي يمكن الحصول خلالها على معلومات دقيقة: فإذا كانت المعلومات الخاصة بالمقبوضات والمدفوعات النقدية التقديرية متوفرة ومحدودة، فتعد الميزانية فقط عن تلك الفترة، سواء كانت الفترة التي تتوفر فيها المعلومات أسبوع أو شهر.

المبحث الثاني: أساسيات اتخاذ قرار التمويل

يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة وذلك نظرا لأهميته وتأثيره على مستقبلها، بل أكثر من ذلك فهو يؤثر على جميع إدارات المؤسسة، مثل إدارة الإنتاج، إدارة التسويق، إدارة البحث والتطوير وغيرها، لذا فإنه يتعين على إدارة المؤسسة وبالخصوص المدير المالي أن يعطوا لقرار التمويل العناية اللازمة لأنه سينعكس بصورة أو بأخرى على حاضر ومستقبل المؤسسة، في ظل بيئة الأعمال التي تتسم بالتغير المستمر.

المطلب الأول: ماهية قرار التمويل

يكتسي موضوع اتخاذ القرار التمويلي أهمية بالغة، كون نجاح المؤسسة من عدمه يعتمد على نوعية القرار المتخذ، وفي هذا الإطار نحاول تقديم مجموعة من التعاريف لقرار التمويل مع توضيح أهدافه بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية.

أولاً. تعريف قرار التمويل

التعريف الأول: "يشمل القرارات الخاصة بالحصول على الاموال واستخدامها، ويتطلب معرفة الطريقة التي يمكن استخدامها لتقرير ما إذا كان على الشركة الإبقاء على الاستثمار كما هو أو زيادته أو انقاصه، وذلك بالنسبة لجميع أنواع الاصول التي تستخدم فيها الاموال¹."

من خلال هذا التعريف نلاحظ أن القرارات الخاصة بالحصول على الاموال لا تتخذ بمعزل عن القرارات الخاصة بالاستثمار، ولذلك نجد ارتباطه بالحاجة للتوسع أو الإبقاء على الوضع كما هو عليه، وهذا بناءً على عدة عوامل من ضمنها نوع الاستثمار وتكلفة التمويل وبعض العوامل الاقتصادية الأخرى.

¹ - شوقي حسين عبد الله، التمويل والادارة المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1988، ص 51.

التعريف الثاني: "تلك المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الاموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والاموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة.¹"

ركز هذا التعريف في البحث عن التوليفة المثلى من أموال الملكية وأموال الاستدانة والتي تسمح للمؤسسة بتغطية احتياجاتها والتزاماتها المالية، بما يضمن لها تحقيق أهدافها الاستراتيجية.

التعريف الثالث: "تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة فيما بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد.²"

نلاحظ أن هذا التعريف قد ركز على النظرة الحديثة للتمويل من خلال عاملين أساسيين هما: التكلفة والعائد، فالتمويل الأقل تكلفة عادة هو أول ما يستخدم، وتتوقف التكلفة على التوليفة التي يتكون منها هيكل التمويل ونسبة كل عنصر فيه. كما يجب تحقيق معدل عائد على الاموال المستثمرة في الاصول يفوق معدل الفائدة التي يتم دفعها للدائنين، وإلا وقعت المؤسسة في دائرة العجز المالي.

مما سبق يمكن القول بأن قرار التمويل هو البحث في كيفية الحصول على الاموال الضرورية من طرف المدير المالي واستثمارها في المجالات الأكثر فائدة، مع الاخذ في عين الاعتبار لعنصرين أساسيين هما التكلفة والعائد.

ثانيا. مبادئ قرار التمويل

يقوم قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية على مجموعة من المبادئ التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ مثل هكذا قرارات ومن أهم هذه المبادئ نجد³:

1. الاستحقاق

¹ - حمزة الشیخی، إبراهيم الجزراوي، مرجع سبق ذكره، ص 20.

² - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 25.

³ - هيثم محمد الزغبی، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان، 2000، ص 78.

الفصل الأول..... مفاهيم عامة حول اتخاذ قرار التمويل

بمعنى أن الأموال التي تحصلت عليها المؤسسة لها تاريخ استحقاق معين يجب تسديدها فيه، وهذا عند بلوغ أجل استحقاقها.

2. الحق في الدخل

بمعنى أن مصادر التمويل لها الأولوية في الحصول على جزء من النتائج التي تحققها المؤسسة، حيث أن الأولوية لأصحاب الديون ثم أصحاب الاموال الخاصة.

3. الحق في الاصول

في حالة ما إذا وصلت المؤسسة إلى حالة التوقف عن الدفع اتجاه الدائنين، فإن لهم الحق في الحصول على مقابل التنازل عن هذه الأصول حسب الأولوية.

4. الملاءمة

إن تنوع مصادر التمويل وتعددتها يعطي للمؤسسة فرصة من أجل اختيار مصدر التمويل الملائم الذي يناسب المؤسسة من حيث التوقيت والشروط والحجم.

5. ضرورة الموازنة بين المخاطرة والعائد

حيث لا يجب المبادرة بمخاطر مالية جديدة ما لم يكن هناك عائد إضافي متوقع من هذه العملية.

6. الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود

إن الدينار الذي يمكن الحصول عليه الآن أعلى قيمة من نفس الدينار الذي يمكن الحصول عليه العام القادم، ولذلك القاعدة تنص على أنه من الأفضل السعي للحصول على الاموال مبكرا كلما كان ذلك ممكنا.

7. كفاءة أسواق رأس المال

نقصد هنا بكفاءة السوق المالي هو ذلك السوق الذي تعكس فيه قيم الاصول والسندات في أي لحظة مقدار المعلومات المتاحة لدى الجمهور، وبما أن هدف الادارة المالية في المؤسسة هو تعظيم ثروة الملاك أو حملة الاسهم حيث لا يمكن قياس هذه الثروة إلا من خلال كفاءة الاسواق المالية.

8. الاخذ بعين الاعتبار التأثيرات الضريبية

عند اتخاذ أي قرار تمويلي يجب على المدير المالي الاخذ بعين الاعتبار تأثيرات الضريبة على هذا القرار، ومعنى ذلك أن جميع التدفقات النقدية يجب أن تحسب بعد خصم الضرائب.

9. إشكالية الوكالة

حيث تنشأ إشكالية الوكالة من مبدأ فصل الملكية عن التسيير، ونظرا لهذا الفصل فإن المسيرين قد يتخذون قرارات لا تتفق مع أهداف الملاك في تعظيم قيمة الاسهم على الاقل في الاجل القصير، كذلك فإنهم يحاولون تعظيم منافعهم الخاصة من حيث المرتبات والحوافز وذلك على حساب الملاك، كما يتجنبون الدخول في مشروعات ذات مخاطر مرتفعة، على الرغم من ارتفاع العائد لأنها قد تكلفهم فقدان مناصبهم.

المطلب الثاني: العوامل المحددة لقرار التمويل

هناك عدة عوامل يجب أخذها بعين الاعتبار قبل اتخاذ قرار التمويل لأن عملية تحديد أنواع الاموال المستخدمة تعتمد على عدد من العوامل متنازعة، منها ظروف المؤسسة نفسها والحالة الاقتصادية العامة وحالة الصناعة، بالإضافة الى أن ادارة المؤسسة لا تتمتع بحرية كاملة عند اتخاذها القرار المطلق بتحديد المزيج الذي يكون هيكلها المالي، أي تحديد نسبة كل من الاقتراض والملكية.

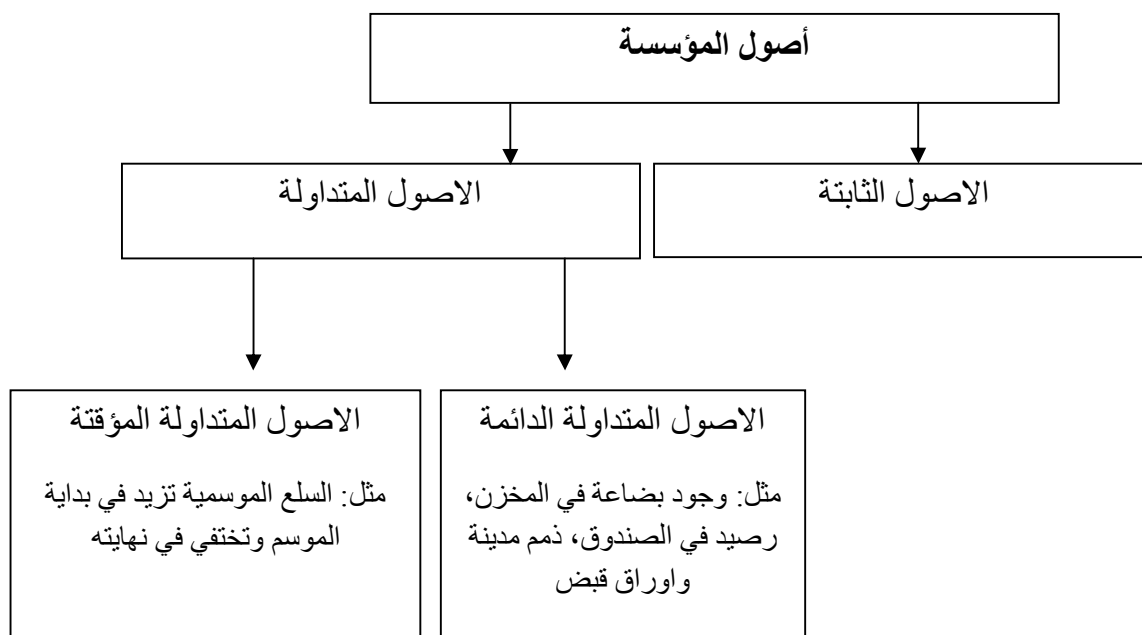
وأهم العوامل التي تحدد أنواع الأموال المستخدمة والمناسبة للمؤسسة هي:

أولا. الملاءمة

ان المقصود بهذا العامل هو الملاءمة بين أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الاصول التي ستقوم هذه الأموال بتمويلها، أي ان الأموال التي تحصل عليها المؤسسة يجب ان تكون مناسبة لأنواع الاصول

المستخدمة ومتماشية مع طبيعتها. فالاموال طويلة الاجل للاحتياجات طويلة الاجل كسواء الاصول الثابتة مثلا، والاموال قصيرة الاجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الاجل مثل الاحتياجات الموسمية¹.

الشكل رقم(1-2): أصول المؤسسة الاقتصادية



المصدر: من إعداد الطالب

ان التقسيم السابق للاصول يساعد على تحديد نوع الاموال الواجب استخدامها لتمويل هذه الاصول، فيجب تمويل الاصول الثابتة بأموال الملكية وهي أموال طويلة الاجل، وتمويل الاصول المتداولة الدائمة بأموال الاقتراض طويلة الاجل (كالاتئمان المصرفي طويل أو متوسط الاجل أو السندات) أما الاصول المتداولة المؤقتة فيجب تمويلها بالاتئمان المصرفي قصير الاجل.

ثانيا. تركيبة الموجودات

تؤثر تركيبة الموجودات في طريقة التمويل، فالمؤسسة التي تتميز بكثافة موجوداتها طويلة الاجل تفضل التمويل المقترض طويل الاجل، بينما تمتاز المؤسسة ذات رأس المال العامل الكثيف بالاعتماد على التمويل المقترض قصير الاجل.

¹ عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 109-110.

ثالثا. حجم المؤسسة

تتوقف قابلية المؤسسة في اعتماد التمويل المقترض على حجمها، فالمؤسسات صغيرة الحجم تعتمد على التمويل الممتمك بشكل أساسي، بينما يزداد اعتماد المؤسسات على التمويل المقترض كلما توسعت وكبر حجمها، ويتباين مقياس الحجم فأما أن يكون موجودات المؤسسة أو مبيعاتها¹.

رابعا. التوقيت

ومعناه اختيار المؤسسة للوقت المناسب للحصول على الاموال بأقل تكلفة ممكنة وعن طريق الاقتراض أو أموال الملكية، وتحقق المؤسسة وفورات كبيرة عن طريق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض والتمويل خلال الدورات التجارية.

ورغم أهمية هذا العامل إلا أن العوامل الأخرى قد تكون أكثر أهمية، ففي بعض الحالات تدعو الحاجة الى الاموال بشكل يجعل من الضروري الحصول عليها حتى ولو كانت تكلفتها مرتفعة نسبيا، وأحيانا قد تتوفر الاموال المقترضة بتكلفة رخيصة، ولكن لعدم الحاجة اليها فإنه لا يتم اللجوء اليها، ولهذا تلعب ظروف السوق وحاجة المؤسسة في تلك الفترة دورا مهما في التوقيت للحصول على الاموال من مصادرها².

خامسا. الشكل القانوني للمؤسسة

تختلف الطبيعة القانونية للمؤسسات، فقد تكون مؤسسة خاصة أو مؤسسة عمومية كما قد تكون ضمن شركات الأموال (شركة المساهمة، شركة التوصية بالاسهم)، أو ضمن شركات الأشخاص (شركة التضامن، الشركة ذات المسؤولية المحدودة)، وفي كل شكل قانوني هناك مصدر للتمويل يتوافق مع أسسه القانونية، فمثلا يمكن للشركة العمومية إصدار أوراق الاكتتاب العام للجُمهور بمختلف أنواعها، ويمكن لشركة المساهمة أن تفتح رأس مالها للمساهمة دون تحديد عدد معين للمساهمين.

¹ محمد علي أبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 168.

² عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 114.

سادسا. التكلفة

تعتبر تكلفة الاموال من أهم العناصر التي تركز عليها القرارات المالية، وذلك على اعتبار أن تكلفة التمويل تعد بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة خاصة به يجب مراعاتها عند استعماله في تغطية الاحتياجات التمويلية المختلفة، وبالتالي فإن أفضل هيكل مالي هو الهيكل الذي تكون التكلفة المتوسطة المرجحة له في ادنى مستوى لها والذي يعظم أرباح السهم في الشركة بالتبعية.

وسوف نتطرق في المبحث الموالي لتكلفة التمويل بأكثر تفصيل.

المطلب الثالث: مراحل اتخاذ قرار التمويل

تختلف خطوات اتخاذ القرار التمويلي من مؤسسة لأخرى وفقا لمعطيات ومعايير كثيرة، منها طبيعة نشاط المؤسسة وحجمها والبيئة التي تعمل فيها، وهذا ما يجعل من الصعب وضع خطوات منهجية موحدة لكل المؤسسات. إلا أن هناك خطوات نمطية تشترك في أتباعها أغلبية المؤسسات الاقتصادية والتي سنذكرها وفق تسلسلها المنطقي¹:

أولا. التعرف على الاحتياجات المالية للمؤسسة

فعلى المؤسسة أن تتعرف باستمرار على الاحتياجات المالية في الفترة الحالية والفترة المستقبلية بعد ذلك يجد ترتيب هذه الاحتياجات وفق أولويتها وأهميتها لكي يتم النظر فيما هو متوفر فيها، وهذا الأمر يتطلب من المخطط المالي أن يضع خطة مالية تتسم بالمرونة وإمكانية التفسير، وعند تأسيس أي مشروع فإنه لا بد من تحديد متطلبات المشروع من أصول ثابتة كالأراضي والمباني.

إن التعرف على الاحتياجات المالية لا يتم فقط عند تأسيس وبداية عمل المشروع فحسب، وإنما يستمر أيضا، ذلك أن هناك مستجدات يخضع لها المشروع باستمرار، ولا بد من دراسة ما تحتاجه المؤسسة من أموال في كل مرة لتغطية هذه الاحتياجات.

ثانيا. تحديد حجم الأموال المطلوبة

بعد أن يتم التعرف على الاحتياجات المالية تبدأ عملية تحديد كمية الأموال المطلوبة لتغطية هذه الاحتياجات، وهذه الخطوة ليست سهلة لأنه من الصعب تقدير كمية الأموال بشكل دقيق، ولهذا لا بد

¹ - عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، مدخل اتخاذ القرارات، مطبعة الأمل، بيروت، لبنان، 1990، ص 13 .

من تحديد حدين لتمويل أي صفقة أو عملية هما الحد الأعلى والحد الأدنى، ومحاولة الالتزام بهذين الحدين للاستناد إلى حساب تكلفة الأصول الرأسمالية وتحديد رأسمالها العامل والنفقات الأخرى الفردية.

ثالثا. تحديد شكل التمويل المناسب

قد تلجأ المؤسسة عند الاعتماد على القروض إلى إصدار بعض الأسهم والسندات وعادة ما يتم تمويل الأنشطة الموسمية بقروض موسمية ذات دفعات موسمية وتجدر الإشارة إلى ضرورة عدم الإفراط في إصدار السندات أو الأسهم لأن ذلك يترتب التزامات معينة على المؤسسة وهذا حال القروض أيضا، ولهذا تأتي ضرورة التناسب بين مدة التمويل وأسلوب التمويل.

رابعا. وضع برنامج زمني للاحتياجات المالية

بعد أن يتم تحديد الاحتياجات ومقدارها و شكل التمويل المناسب فإنه من المفضل أن يتم وضع خطة أو جدول زمني، وأثناء وضع الجدول الزمني لا بد من الأخذ بعين الاعتبار المدة التي يحتاجها الممول لكي يلبي طلبات التمويل المقدمة من طرف المؤسسة.

خامسا. وضع وتطوير الخطة التمويلية

تتضمن الخطة التمويلية النشاطات الممولة والعائدات المتوقعة منها، بالإضافة إلى الضمانات التي تساعد في الحصول على الأموال اللازمة وتجنب المشاكل المتعلقة بالسداد، وأن هذه الخطة تبين أيضا مقدار التدفقات الداخلة والخارجية، الشيء الذي يُطمئن المقرضين على منح أموالهم عندما يعلمون مواعيد استردادها.

سادسا. تنفيذ الخطة التمويلية والرقابة عليها وتقييمه:

إن تنفيذ الخطة يتطلب أن تكون موضوعة بشكل جيد قابل للتطبيق، كما يتطلب المتابعة المستمرة وتصحيح الانحرافات الناجمة عن التنفيذ الخاطئ أو أسباب أخرى، ولا شك أن الخطة التمويلية يمكن أن تتقادم لهذا لا بد من العمل على تجديدها وتعديلها وفق المتطلبات المستجدة.

المبحث الثالث: تكلفة التمويل وأهميتها الاستراتيجية

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

المطلب الأول: تكلفة رأس المال

أولاً. مفهوم تكلفة رأس المال

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

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

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

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

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

¹ - محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 179.

² - براق محمد، غربي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص 49.

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

كما يعرفها أصحاب الاموال بأنها المعدل الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الاموال المستخدمة من قبل المستثمر (المؤسسة الاقتصادية)، وفي الوقت ذاته يضمن لصاحب رأس المال مردودية قابلة للمقارنة مع مردودية أخرى يمكن الحصول عليها في السوق، أو تبعا لمعدل مردودية يحدد مسبقا، وهذا يكون في حالة أموال الاقتراض.

وعليه فإن تكلفة رأس المال بالنسبة لمستخدم الاموال (المستثمر) هي بالمقابل عائد بالنسبة لمالك هذه الاموال.

ثانيا. أهمية حساب التكلفة المرجحة لرأس المال

ترجع أهمية تقدير تكلفة الاموال الى أنها تعتبر من أهم العمليات التي تركز عليها القرارات المالية الاستراتيجية، ويمكن حصر هذه الأهمية في النقاط التالية¹:

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

¹ - براق محمد، غربي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص 62.

ثالثا. صعوبة قياس تكلفة رأس المال

نظرا لأن تمويل المؤسسات يتم من مصادر متعددة، فإن المدير المالي يواجه صعوبات عديدة في قياس تكلفة رأس المال من كل مصدر تمويلي وفي حساب التكلفة المتوسطة لمصادر التمويل المختلفة، ومن أهم صعوبات قياسها نجد:

- استخدام سعر خصم ثابت لجميع سنوات التدفق النقدي ولجميع مصادر التمويل مما قد يُتفق عليه.
- وجود قيم احتمالية غير محددة بالنسبة لبنود تكلفة رأس المال من المصادر المتنوعة.
- اشتراط بعض جهات التمويل تعديل أسعار الخصم دوريا بسبب ظروف التضخم مما يجعل من الصعب حساب تكلفة التمويل بدقة مسبقا.
- عدم توفر معلومات دقيقة عن مصادر التمويل وتكاليف التمويل لكل مصدر حتى يستطيع المدير المالي اتخاذ القرار السليم في اختيار نوع التمويل والتكلفة المثالية له.
- صعوبة تحديد أوزان أهمية تكلفة كل مصدر تمويلي في هيكل رأس المال.
- قد تختلف أوزان الأهمية مع الزمن بالنسبة لكل نوع من التكلفة.

المطلب الثاني: تكلفة أموال الملكية

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

إن لكل مصدر من مصادر التمويل المملوكة التي تعتمد عليها المؤسسة تكلفة معينة خاصة به و سوف نتطرق إلى هذه التكاليف في ما يلي:

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

أولا. تكلفة الاسهم العادية

قبل أن تتخذ المؤسسة القرار بالتمويل بالاسهم العادية يتطلب الامر حساب تكلفة هذا التمويل، وهناك عدة نماذج يمكن استخدامها إلا أن أهمها هو نموذج قوردن (Gordon) وحسب هذا الاخير فإن تكلفة التمويل بالاسهم العادية تصاغ كما يلي¹:

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

حيث تمثل: k_c : تكلفة التمويل بالاسهم العادية.

D_0 : قيمة توزيع أرباح السهم في الفترة الاولى.

P_0 : السعر الحالي للسهم.

F : تكلفة الاصدار للاسهم الجديدة.

g : معدل النمو المتوقع لربح السهم.

ثانيا. تكلفة الاسهم الممتازة

يحصل حملة الاسهم الممتازة على عائد ثابت يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم، غير أن هذا العائد عادة ما يقل عن التكلفة الفعلية التي تتكبدها المؤسسة من جراء الاعتماد على الاسهم الممتازة في التمويل، لان القيمة الفعلية للمتصلات من بيع الاسهم الممتازة عادة ما تقل عن القيمة الاسمية لتلك الاسهم، ويتمثل الفرق في تكاليف الإصدار، وإذا ما أخذنا في الحسبان أيضا أن التوزيعات على حملة الاسهم الممتازة لا تخضع للضريبة، فسوف يتضح أن تكلفة الاسهم الممتازة تفوق العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم وهو ما توضحه المعادلة التالية²:

$$K_r = D \div P(1-C)$$

¹ - محمد براق، غربي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص ص 51-52 .

² - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 89.

حيث تمثل: Kr: تكلفة التمويل للسهم الممتاز؛

D: قيمة التوزيعات السنوية؛

P: القيمة التي بيع بها السهم؛

C: نسبة المصروفات المصاحبة للاصدار.

ثالثا. تكلفة الأرباح المحتجزة

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

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

المطلب الثالث: تكلفة الاقتراض

في حالة عدم كفاية أموالها الخاصة تلجأ المؤسسات الاقتصادية عادة الى الاقتراض ومن بين أهم أموال الاقتراض نجد السندات، القروض الطويلة، المتوسطة وقصيرة الاجل، ولأموال الاستدانة تكلفة متمثلة في معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة عن طريقها، حتى يمكن الاحتفاظ بالايرادات المتوفرة لحملة الاسهم بدون تغيير.

يتم التمويل عن طريق الاقتراض إما بواسطة الحصول على قروض من البنوك أو بواسطة إصدار

سندات القرض، حيث أن تكلفة التمويل عن طريق الاقتراض تتوقف على اعتبارات عديدة منها¹:

¹ - منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي - مدخل صناعة القرارات-، دار وائل للنشر، عمان، الاردن، الطبعة الثانية، 2005، ص 295.

أولاً. الوضع الاقتصادي وحالة السوق المالية

حيث يؤثر ذلك على سوق الإصدار والتسديد ومعدل الفائدة والتكلفة الحقيقية للقروض بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية.

ثانياً. الوضع القانوني للمؤسسة

حيث تتفاوت معدلات الفائدة على القروض الممنوحة وخاصة وحدات القطاع العام والقطاع الخاص.

ثالثاً. جنسية المؤسسة مصدرة القرض

حيث يلاحظ تفاوت معدلات الفائدة على القروض التي تصدرها المؤسسات الوطنية عن تلك التي تصدرها المؤسسات الاجنبية، رغم تشابه النشاط ودرجة المخاطرة.

رابعاً. حجم وسمعة المؤسسة المصدرة للقرض

وهذا يؤثر على نجاح عملية الاكتتاب وعلى معدل الفائدة، فالسمعة مؤشر على الكفاءة الادارية للمؤسسة الاقتصادية.

خامساً. الضمانات المقدمة لأداء القرض

إن معدلات الفائدة تختلف بين القروض المكفولة بضمانات عينية أو شخصية، عن تلك غير المكفولة بأي ضمان، حيث يقل الخطر في الاولى عن الثانية.

وجدير بالذكر أن هناك اعتبارات يجب على المؤسسة مراعاتها قبل اتخاذ قرار التمويل بالقروض وهي كالتالي:

➤ التأكد من قدرة المؤسسة على أداء الفوائد وأقساط القروض الواجبة التسديد من مواردها الذاتية،

حيث تتوقف هذه القدرة على حجم التمويل الداخلي ودرجة خطر النشاط.

➤ هيكل رأس المال: إن ارتفاع نسبة المديونية تقلل امكانية أو فرصة الحصول على قروض

اضافية، بسبب زيادة الخطر المالي وهذا يؤثر على قدرة المؤسسة على أداء الفوائد وأقساط

القروض، ويختلف الوضع إذا كانت الوحدة غير مدينة، حيث لا يتأثر وجودها في الاجل القصير بالخطر المالي لأنه لا يوجد أي توزيعات للفوائد واجبة الدفع على المؤسسة تجاه الغير.

➤ القيد بسوق الاوراق المالية: معنى ذلك مدى انتماء الوحدة الى سوق المال لأن ذلك يعطي المؤسسة الحق في اصدار السندات وطرحها للاكتتاب، ويؤثر ذلك على تكلفة السندات، وبشكل عام يمكننا القول أن تكلفة الاموال تتوقف على المقابل الذي يفرض على المستثمر ويحفزه على تقديم مدخراته.

ويمكن قياس تكلفة التمويل عن طريق الاقتراض كما يلي:

$$ت ق = ف (1 - ض) 100$$

حيث: ت ق = تكلفة الاقتراض؛

ف = معدل فائدة القرض؛

ض = معدل ضريبة الدخل.

ويعود سبب طرح معدل ضريبة الدخل من تكلفة الفائدة، ذلك أن الفائدة تعامل ضمن المصاريف التي تطرح من الايرادات لغرض حساب ضريبة الدخل، وهذا يعني أن الدولة تتحمل جزءا من الفوائد مساوية لنسبة الضريبة المذكورة، وبالتالي فإن الوفرات الضريبة تخفض من تكلفة الفائدة، وتحسن من وضع المالي للمؤسسة.

كما أن تكلفة المديونية هنا هي تكلفة حدية بمعنى أنها التكلفة المضافة التي تتحملها بسبب زيادة المديونية.

المطلب الثالث:مداخل حساب تكلفة مصادر التمويل

أولاً. مدخل الأوزان الفعلية (التاريخية)

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

1. تكلفة الأموال على أساس القيمة الدفترية

يقصد بالقيمة الدفترية وزن كل عنصر من عناصر التمويل حسب قيمته في سجلات المؤسسة. في هذه الحالة يمكن حساب متوسط تكلفة الأموال كما يلي:

$$م = مج \text{ وس} \times ك س$$

حيث: م = التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال؛

وس= الوزن الترجيحي لكل عنصر تمويلي؛

ك س= تكلفة التمويل لكل عنصر؛

مج = مجموع مصادر التمويل الموجودة في الهيكل المالي.

2. تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية

يقصد بالقيمة السوقية قيمة كل عنصر من عناصر التمويل في السوق وخاصة القيمة السوقية للسهم على اختلاف أنواعها، والسندات تتعرض لتقلبات في قيمتها السوقية، أما القروض فليس لها قيمة سوقية، ومن ثم فهي تبقى كما هي ويعتبر حساب تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية أكثر ملائمة من مثيله المحسوب على أساس القيمة الدفترية، وذلك بسبب توافر شرط وحدة القياس، فتكلفة

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 576.

كل عنصر تحسب على أساس ما هو سائد في السوق، لذا يصبح من الضروري أن يتم حساب وزن العنصر على أساس قيمته السوقية.

ثانياً. مدخل الأوزان المستهدفة

سبق أن ذكرنا أنه من أهم الانتقادات الموجهة إلى مدخل الأوزان الفعلية، هو أن التشكيلة التي يتكون منها المزيج التمويلي قد تختلف من وقت لآخر، مما قد يترتب عليه عدم الاستقرار في تكلفة الأموال، وجعلها عديمة الجدوى، وللتغلب على هذه المشكلة يقترح استخدام مدخل بديل هو مدخل الأوزان المستهدفة، ويقتضي هذا المدخل قيام المؤسسة بوضع هيكل مالي مستهدف تسعى إلى تحقيقه وعدم الانحراف عنه قدر الإمكان، ويوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليها في التمويل، والوزن النسبي لكل مصدر، وعلى أساس هذا الهيكل يتم تقدير تكلفة الأموال بالنسبة للمؤسسة ككل¹.
تحسب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال وفق هذا المدخل كما يلي:

$$WA = W1 . K1(1-T) + W2. K2 +.....+ Wn.Kn$$

حيث: WA = التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال؛

$W1$ = نسبة الديون في الهيكل المالي؛

$K1$ = تكلفة التمويل لعنصر الديون؛

T = معدل الضريبة؛

n = عدد مصادر التمويل في الهيكل المالي.

¹ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 93.

المبحث الرابع: الادوات المستخدمة في اتخاذ القرار التمويلي

يستخدم متخذ القرار التمويلي مجموعة من الأدوات التي تساعده في اتخاذ القرار والتي نذكر من أهمها: التحليل المالي بواسطة المؤشرات والنسب المالية، تحليل التعادل، الرافعة المالية والتشغيلية والتي سنتطرق إليها فيما يلي:

المطلب الاول: التحليل المالي

يعرف التحليل المالي على أنه: " ذلك المجال من علوم التسيير الذي يهتم بالجوانب المالية داخل المؤسسة ويسعى الى تحقيق وتطبيق مختلف الاهداف والمخططات المالية، حيث يستخدم في تحقيق ذلك مجموعة من الطرق والأساليب والتقنيات التي تساعد المؤسسة على الاندماج مع مكونات المحيط المالي.¹"

أولاً. التحليل بالنسب المالية

التحليل المالي بالنسب يعني ايجاد علاقات كمية بين عناصر قائمة المركز المالي أو قائمة الدخل، والنسب المالية عديدة ومتشابهة ولا بد على المسير المالي حسن اختيار النسبة التي تلائم الهدف المطلوب والتي تزوده بالمعلومات المطلوبة.

ومن بين أهم النسب المستخدمة في التحليل المالي نجد:

1. نسب السيولة

تستخدم نسب السيولة كأدوات لتقييم المركز الائتماني للمؤسسة والذي يعبر عادة عن مدى قدرتها في الوفاء بالتزاماتها قصيرة الاجل.

وتشمل ما يلي:

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

أ.1. نسبة التداول (السيولة العامة): توضح هذه النسبة قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها قصيرة الاجل اعتمادا على أصولها المتداولة، ويفضل أن تكون هذه النسبة تساوي أو تفوق (2)، وتحسب هذه النسبة على النحو التالي:

$$\text{نسبة التداول} = (\text{الأصول المتداولة} \div \text{الخصوم المتداولة})$$

ب.1. نسبة السيولة السريعة: تقيس هذه النسبة مقدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها القصيرة الاجل من المصادر النقدية وشبه النقدية الموجودة لديها، دون الاضطرار الى تسيل المخزون، وضمن هذه الشروط تعتبر هذه النسبة مقياسا أكثر تحفظا للسيولة من نسبة التداول لاقتصارها على الاصول الاكثر سيولة، وتحسب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = [(\text{الأصول المتداولة} - \text{البضاعة}) \div \text{الخصوم المتداولة}]$$

ويفضل أن تكون هذه النسبة تساوي أو تفوق 1 الصحيح.

2. نسب الهيكل المالي

تحدد الهيكل المالية للمؤسسة طريقة ومصدر تمويل الاستخدامات، وحجم الاستدانة المالية، ويهدف استخدام هذه النسب بشكل عام الى دراسة تمويل استخدامات المؤسسة، والحكم على درجة استقلاليتها المالية ومقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، بالاضافة لغرضها في الحصول على قروض جديدة.

أ.2. نسب التمويل

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

أ.1.2. نسبة تمويل الأصول الثابتة: تبين هذه النسبة مستوى تغطية الاستثمارات الصافية عن طريق الاموال الدائمة وتحسب بالعلاقة التالية¹:

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

➤ إذا كانت النسبة أكبر من الواحد فيعني أن الأموال الدائمة مولت كل الاصول الثابتة، ويبقى فائض استعمل في تمويل الاصول المتداولة، حيث يشكل رأس المال العامل الصافي الاجمالي.

➤ إذا كانت أصغر من الواحد، دل ذلك على أن الأموال الدائمة غير كافية لتمويل الاصول الثابتة أي أن جزء منها مول بالخصوم المتداولة مما يدل على أن رأس المال العامل الصافي الاجمالي سالب.

➤ إذا كانت النسبة مساوية للواحد الصحيح، معنى ذلك أن الأموال الدائمة مولت الاصول الثابتة.

وعليه يجب أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد لكي يتحقق التوازن المالي.

أ.2.2. نسبة التمويل الخاص (الذاتي)

تعتبر هذه النسبة مكملة للنسبة الأولى و تحسب بالعلاقة التالية²:

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

➤ نقيس هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة. إذا ساوت هذه النسبة الواحد الصحيح، فإن رأس المال العامل الخاص يكون معدوماً، أي أن الأصول الثابتة مغطاة بالأموال الخاصة، أما الديون طويلة الأجل - إن وجدت - فهي تغطي الأصول المتداولة، مكونة بذلك صافي رأس المال العامل.

¹ - خميسي شيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013، ص 94.

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

أ.3. نسبة الإستقلالية المالية

تقيس هذه النسبة مدى استقلالية المؤسسة عن دائئها و تحسب وفق العلاقة التالية:

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

➤ يجب أن تكون أكبر أو تساوي (1) هذا يعني أن الاموال الخاصة أكبر من الديون. وتشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة و بالتالي درجة استقلاليتها، إذ أن الحجم الكبير للديون يجعل المؤسسة غير مستقلة في اتخاذ قراراتها المالية، فكلما كانت هذه النسبة كبيرة استطاعت أن تتعامل المؤسسة بمرونة مع الدائئين في شكل اقتراض و تسديد الديون، أما إذا كانت النسبة صغيرة فهذا يعني أنها في وضعية مثقلة بالديون، ولا تستطيع الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها من قروض إضافية إلا بتقديم ضمانات و قد تكون هذه الضمانات مرهقة.

أ.4. نسبة الديون إلى إجمالي الأصول

تحدد هذه النسبة هامش الأمان للمقرضين، و تحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية¹:

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

تجيب هذه النسبة عن مدى مقدرة المؤسسة على تسديد ديونها في حالة الإفلاس إذا ما تم بيع أصولها، و كلما كانت النسبة صغيرة كان ذلك أفضل، و يستحسن أن لا تتجاوز (0.5). حيث أنه كلما انخفضت هذه النسبة زاد هامش الأمان بالنسبة للدائئين، في حالة إشهار إفلاس المؤسسة و بيع أصولها، و على العكس من ذلك، يفضل الملاك نسبة الإقتراض مرتفعة لأحد السببين: زيادة نصيبهم من الأرباح، أو زيادة أموال الملكية تعني التنازل عن جزء من السيطرة على المؤسسة، و ارتفاع هذه النسبة تعني ارتفاع مساهمة الإقتراض في تمويل الأصول.

¹ - عبة قطاف، أثر التشخيص المالي على تنافسية المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2009، ص 71.

3. نسب المديونية

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

أ.3. نسبة المديونية العامة

هذه النسبة تعتبر مؤشر دقيق حول الوضع المالي للمؤسسة على المدى الطويل، وتحسب بالعلاقة التالية:

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

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

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

ب.3. نسبة المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل إلى أموال الملكية

تحسب نسبة المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل إلى أموال الملكية بالعلاقة التالية:

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

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

ج.3. نسبة المديونية قصيرة الأجل إلى أموال الملكية

تحسب نسبة المديونية قصيرة الأجل إلى أموال الملكية بالعلاقة التالية:

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

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

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

ثانيا. التحليل بواسطة المؤشرات المالية

هناك عدة مؤشرات لتقييم الهيكل المالي للمؤسسة، يستند عليها المدير المالي للحكم على التوازن المالي للمؤسسة، واتخاذ القرار المناسب بشأن تمويل دورتي الاستثمار والاستغلال، ومن بين أهم هذه المؤشرات نجد مؤشر رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل ومؤشر الخزينة.

1. رأس المال العامل

يعتبر رأس المال العامل أداة من أدوات التحليل المالي المستعملة في تقييم البنية المالية للمؤسسة، والحكم على مدى توازنها المالي بتاريخ معين، ويتمثل رأس المال العامل في ذلك الجزء من الأموال الدائمة المستخدم في تمويل جزء من الأصول المتداولة بعد تمويل كل الأصول الثابتة.¹

تنص قاعدة التوازن المالي الأدنى على أن توازن البنية المالية للمؤسسة يتحقق إذا كانت أصولها الثابتة تمول عن طريق مواردها الدائمة، والأصول الجارية تمول عن طريق الخصوم الجارية، ويهدف أن يكون هناك هامش أمان يجب على المؤسسة أن تُكوّن ما يسمى برأس المال العامل، وذلك عن

¹ - زغيب مليكة، بشنقيير ميلود، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 49.

طريق زيادة حجم الأصول الجارية عن حجم الخصوم الجارية، أي الاعتماد جزئياً على الأموال الدائمة في تمويل الأصول الجارية، ويتم تقدير حجم هذا الهامش تبعاً لطبيعة نشاط المؤسسة وحجمها في السوق.

يتم حساب رأس المال العامل رياضياً وفق العلاقة التالية:

$$\begin{aligned} \text{من منظور أعلى الميزانية: رأس المال العامل الدائم} &= \text{الموارد الدائمة} - \text{الأصول الثابتة} \\ \text{من منظور أسفل الميزانية: رأس المال العامل الدائم} &= \text{الأصول المتداولة} - \text{الخصوم المتداولة} \end{aligned}$$

حيث: **الموارد الدائمة** = رؤوس الأموال الخاصة + الديون المالية طويلة ومتوسطة الأجل + مخصصات الاهتلاكات والمؤونات

الأصول الثابتة (الأصول غير الجارية) = التثبيتات المعنوية + التثبيتات العينية + التثبيتات المالية

الأصول المتداولة (الأصول الجارية) = قيم الاستغلال + القيم المحققة + القيم الجاهزة

الخصوم المتداولة (الخصوم الجارية) = الديون قصيرة الأجل

2. أهمية رأس المال العامل

يستنفذ المدير المالي معظم وقته في القرارات التشغيلية اليومية والمتمثلة بإدارة رأس المال العامل، لما له من أهمية بالغة في تحسين الوضع المالي للمؤسسة، حيث تكمن أهميته فيما يلي:¹

➤ يساعد وجود رأس المال العامل موجب على إعطاء حكماً ملائماً على الوضعية الاقتصادية والمالية للمؤسسة من جهة، ومواجهة مختلف الاخطار المحتملة من جهة أخرى؛

¹ - بتصرف وبالاعتماد على:

- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الاردن، 2007، ص 213.

- خميسي شيحة، مرجع سبق ذكره، ص 83.

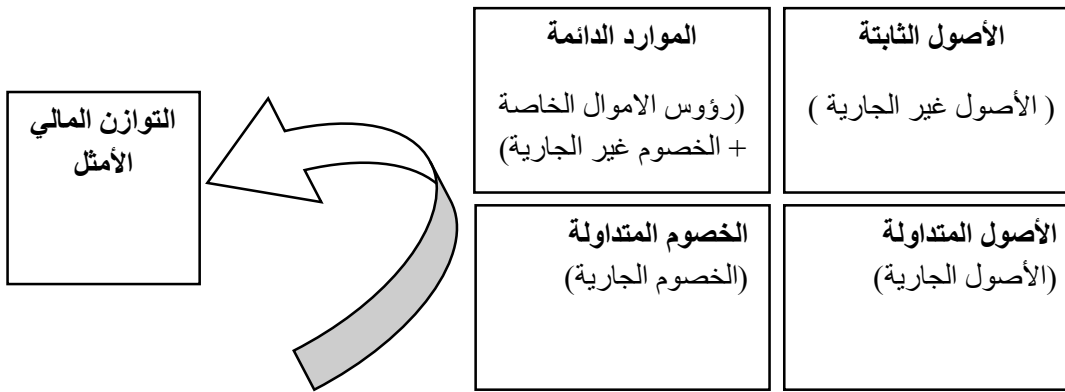
- يكتسي حساب رأس المال العامل أهمية كبيرة بالنسبة للدائنين، إذ أنه يعطي فكرة عن سيولة المؤسسة في الأجل القصير، كما أنه يعكس قدرة المؤسسة على تمويل عملياتها الجارية، وقدرتها على سداد ديونها عند تاريخ استحقاقها.
- يشكل رأس المال العامل نسبة كبيرة من مجموع موجودات المؤسسة، بالرغم من اختلاف مستواه من صناعة إلى أخرى، إلا أن عموم المؤسسات الصناعية تحتفظ برأس مال عامل يزيد على نصف مجموع موجوداتها، وأن هذه الأخيرة في تغير وتقلب مستمرين، لذلك يكرس المدير المالي معظم قراراته لإدارة هذه الموجودات؛
- المحافظة على سيولة وربحية المؤسسة، فالمزيج المناسب من مكونات رأس المال العامل يحافظ على سيولة المؤسسة، من حيث إمكانية تحويل هذه المكونات إلى نقد دون خسائر، وفي نفس الوقت يؤثر على ربحية الشركة، حيث أن تمويل الزيادة في رأس المال العامل تُحمّل المؤسسة تكاليف التمويل والفوائد؛
- يعتبر رأس المال العامل كهامش أمان مالي يُمكن المؤسسة من تمويل عدم التطابق المحدث في أجال تحقيق الأصول المتداولة، وكذا تحقيق ديمومة التوازن المالي لها؛
- العلاقة المباشرة بين نمو المؤسسة والحاجة إلى زيادة رأس المال العامل، فنمو المؤسسة ممثلاً بزيادة حجم مبيعاتها يتطلب مستويات عالية من رأس المال العامل، لدعم هذا النمو في الانتاج والمبيعات؛
- المساهمة في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، من خلال تدنية كلفة رأس المال العامل بدون تضخيم للسيولة أو اضطراب في العملية التشغيلية.

3. حالات رأس المال العامل

يعتبر رأس المال العامل مؤشر هام عن التوازن المالي طويل المدى، وذلك حسب ثلاث حالات وهي:¹

أ.3. رأس المال العامل معدوم: أي أن المؤسسة غطت أصولها الثابتة بواسطة مواردها الدائمة دون وجود فائض أو عجز وهي حالة نادرة الحدوث، وتدعى بحالة التوازن المالي الأمثل، والشكل الموالي يوضح هذه الحالة.

الشكل رقم (1-3): حالة التوازن المالي الأمثل

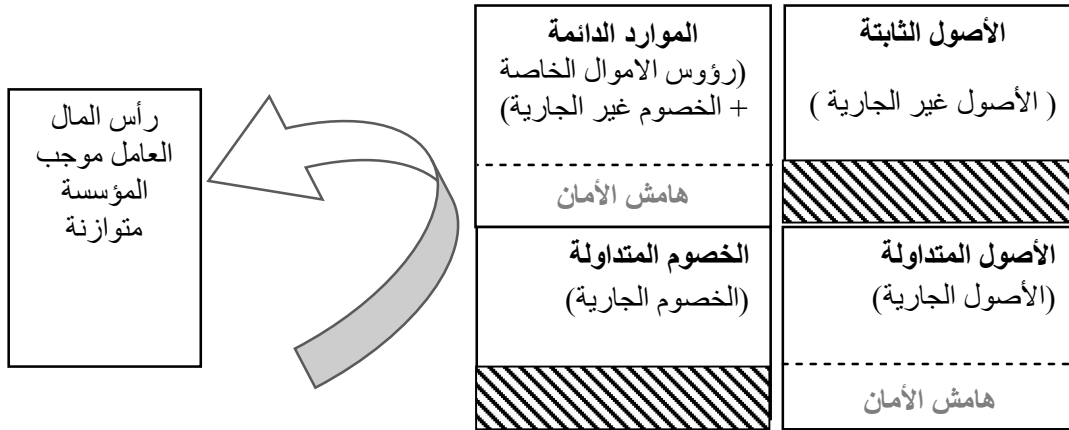


المصدر: من إعداد الطالب

ب.3. رأس المال العامل موجب: وهو ما يعني أن الأصول غير الجارية أكبر من الموارد الدائمة، أي وجود فائض في التمويل مصدره الموارد الطويلة ومتوسطة الأجل، ويدعى هامش الأمان، وهو ما يوضحه الشكل رقم (1-4).

¹ - خميسي شيحة، مرجع سبق ذكره، ص 85.

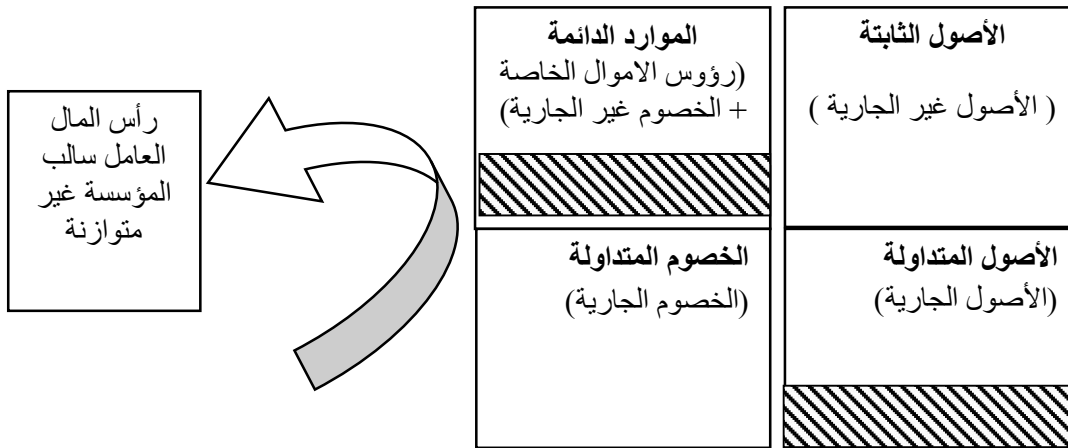
الشكل رقم (1-4): حالة رأس المال العامل موجب



المصدر: من إعداد الطالب

ج.3. رأس المال العامل سالب: معناه أن هناك تمويل جزئي للأصول الثابتة (غير الجارية) بواسطة الموارد الدائمة، والجزء الآخر مُوَلَّ بواسطة الديون قصيرة الأجل، والشكل التالي يوضح ذلك.

الشكل رقم (1-5): حالة رأس المال العامل سالب



المصدر: من إعداد الطالب

يوضح الشكل رقم (1-5) أن المؤسسة عجزت عن تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية الثابتة باستخدام مواردها المالية الدائمة، وحققت بذلك عجز في تمويل هذه الاحتياجات، وبالتالي فهي بحاجة إلى تقليص مستوى استثماراتها إلى الحد الذي يتوافق ومواردها المالية الدائمة.

4. أنواع رأس المال العامل

إضافة إلى رأس المال العامل تستطيع المؤسسة حساب رؤوس أموال عاملة أخرى، تُمكنها بدقة من معرفة مصادر التوازن أو اللاتوازن لهياكلها المالية.

أ.4. رأس المال العامل الخاص

يسمح بمعرفة مدى تغطية الأموال الخاصة المتكونة من حقوق الملكية للمساهمين للأصول غير الجارية، دون الاستعانة بالجزء المتبقي من الموارد الدائمة، والمتمثلة في القروض الطويلة ومتوسطة الأجل، أو مدى اكتفاء المؤسسة بالأموال الخاصة من دون الاستعانة بالموارد المالية الأجنبية، ويحسب بطرح الأصول غير الجارية من الأموال الخاصة التي ساهمت جزئيا أو كليا في تمويلها، وذلك حسب العلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الخاص} = \text{الأموال الخاصة} - \text{الأصول غير الجارية}$$

ب.4. رأس المال العامل الأجنبي

يوضح رأس المال العامل الأجنبي قيمة الموارد المالية الأجنبية التي تدخل ضمن تشكيلة الهيكل المالي للمؤسسة والمتمثلة في إجمالي الديون، حيث لا ينظر هنا للديون بالمفهوم السلبي لها، بل كمورد ضرورية لتنشيط عملية الاستغلال، وأصبح من الضروري على المؤسسات أن تؤمن لنفسها موارد مالية متاحة عند الضرورة، ويحسب بالعلاقة التالية:¹

$$\text{رأس المال العامل الأجنبي} = \text{مجموع الخصوم} - \text{الأموال الخاصة}$$

كما يمكن حساب رأس المال العامل الأجنبي بدلالة مجموع الديون، وذلك حسب العلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الأجنبي} = \text{مجموع الديون}$$

¹ - مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 39.

ج.4. رأس المال العامل الإجمالي

يقصد برأس المال العامل الإجمالي مجموع عناصر الأصول التي تستغرق سرعة دورانها السنة أو أقل، والتي تتضمن كل من قيم الاستغلال، القيم غير المحققة والقيم الجاهزة، وبحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الإجمالي} = \text{مجموع الأصول المتداولة}$$

أو يحسب كذلك بالعلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الإجمالي} = \text{مجموع الأصول} - \text{الأصول غير الجارية}$$

5. احتياجات رأس المال العامل

من الجانب المالي، يجب أن يكون هناك توافق بين درجة سيولة الأصول الدورية ودرجة استحقاق الخصوم الدورية، وغالبا ما نجد هذه القاعدة المالية صعبة التحقيق، نظرا لعدم تحقيق بعض الأصول الدورية في آجالها العادية، فتصبح سيولة هذه العناصر ضعيفة مقارنة مع استحقاق عناصر الخصوم قصيرة الأجل.

يؤدي عدم التوافق بين هذين المعيارين (السيولة والاستحقاق)، إلى ظهور احتياجات لرأس المال العامل.

أ.5. تعريف احتياجات رأس المال العامل

يعرف بأنه ذلك الجزء من رأس المال العامل الذي تحتاج إليه المؤسسة فعلا لمواجهة احتياجات السيولة، عند مواعيد استحقاق الديون قصيرة الأجل، وتتضمن تسيير دورة الاستغلال بصفة عادية.¹ وبحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{احتياجات رأس المال العامل} = (\text{الأصول المتداولة} - \text{خزينة الأصول}) - (\text{الخصوم المتداولة} - \text{خزينة الخصوم})$$

حيث: خزينة الأصول = القيم الجاهزة (الحساب الجاري البريدي، البنك، الصندوق)؛

¹ - المرجع نفسه، ص 39.

خزينة الخصوم = التسبيقات البنكية (السحب على المكشوف).

وتحسب احتياجات رأس المال العامل كذلك وفق العلاقة التالية:

احتياجات رأس المال العامل = احتياجات دورة الاستغلال – موارد دورة الاستغلال

حيث: احتياجات دورة الاستغلال = قيم الاستغلال + القيم القابلة للتحصيل

موارد دورة الاستغلال = الديون قصيرة الأجل – السلفات المصرفية

ب.5. حالات احتياجات رأس المال العامل

يأخذ الاحتياج في رأس المال العامل الحالات التالية:

ب.5.1. احتياجات رأس المال العامل الموجبة: معنى ذلك أن المؤسسة بحاجة إلى مصادر أخرى تزيد مدتها عن السنة، وذلك لتغطية احتياجات الدورة، فهذا يدل على أن احتياجات التمويل لم تغطى بموارد الدورة، وبالتالي فالمؤسسة بحاجة إلى رأس مال عامل لتمويل هذا الاحتياج.

ب.5.2. احتياجات رأس المال العامل سالبة: يدل هذا على أن المؤسسة غطت جميع احتياجات الدورة بواسطة مواردها، وبالتالي على المؤسسة أن تفكر في استثمار الفائض للرفع من مردوديتها.

ب.5.3. جاحتياجات رأس المال العامل معدومة: تحدث هذه الحالة عندما تتساوى احتياجات الدورة مع مواردها، حيث تعبر عن التوازن الأمثل، وهي حالة نادرة الحدوث.

6. الخزينة

أ.6. تعريف الخزينة

تعرف خزينة المؤسسة على أنها "مجموع الأموال التي تكون تحت تصرفها خلال دورة الاستغلال، وتشمل صافي القيم الجاهزة، أي ما تستطيع التصرف فيه فعلا من مبالغ سائلة".¹

وتحسب الخزينة بالعلاقة التالية: الخزينة = رأس المال العامل - احتياجات رأس المال العامل

¹ - ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 51.

وتحسب كذلك بالعلاقة الموالية:

الخزينة = القيم الجاهزة - خزينة الخصوم (السلفات المصرفية)

ب.6. الحالات الممكنة للخزينة

ترتبط حالة الخزينة بمؤشر رأس المال العامل واحتياجاته، لذلك تنتج لنا الحالات الممكنة التالية:¹

ب.6.1. الخزينة الصفرية

معنى هذا أن رأس المال العامل يساوي احتياجات رأس المال العامل، وهي حالة نادرة الحدوث وتعتبر عن الحالة المثلى للخزينة، وهنا تكون المؤسسة قد حققت توازنها المالي، لكن لا بد من توخي الحذر في مثل هذه الحالة لمواجهة أي احتياجات مالية غير متوقعة.

ب.6.2. الخزينة الموجبة

بمعنى أن رأس المال العامل أكبر من احتياجات رأس المال العامل، وتصل المؤسسة إلى هذه الحالة عندما تتمكن من تغطية موارد الخزينة المتمثلة في السلفات المصرفية، بواسطة استخدامات الخزينة والمتمثلة في القيم الجاهزة، مما يتولد عنه فائض في السيولة، وهو ما ينتج عنه تجميد لأموال مكلفة دون عوائد مرجوة، وعلى المدير المالي استغلال هذا الفائض من الاموال، في شراء مواد أولية أو تقديم تسهيلات للزبائن.

¹ - بتصرف واعتمادا على:

- معوج بلال، دور التحليل بالموشرات المالية في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير غير منشورة، في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2016/2015، ص 96.

- شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2009 \ 2010، ص 122.

ب.6.3. الخزينة السالبة

تكون الخزينة سالبة عندما تفوق احتياجات رأس المال العامل قيمة رأس المال العامل، بمعنى أن المؤسسة في حالة عجز، لعدم قدرة مواردها على تغطية احتياجاتها، مما يتطلب من المؤسسة البحث عن موارد إضافية جديدة لتغطية هذا العجز، كالاقتراض من البنوك أو تحصيل حقوقها لدى الغير، أو التنازل عن بعض استثماراتها دون أن يؤثر ذلك على طاقتها الإنتاجية.

وتعتبر هذه الحالة من أخطر الوضعيات التي يمكن أن تكون عليها خزينة المؤسسة، وهذا لأنها من الممكن أن تكون سبب في إفلاس المؤسسة، بسبب عدم قدرتها نهائيا على الدفع اتجاه دائئيتها.

المطلب الثاني: تحليل التعادل

يعد تحليل التعادل أداة مهمة من أدوات التخطيط المالي، حيث يظهر العلاقة بين الإيرادات والتكاليف، وبالتالي الخسارة أو الربح على مستويات الإنتاج.

أولا. تعريف نقطة التعادل

يمكن تعريف نقطة التعادل بأنها النقطة التي تتساوى عندها الإيرادات الكلية للمشروع بالتكاليف الكلية، وعند هذه النقطة فإن المؤسسة لا تحقق ربح ولا خسارة.

وجدير بالذكر أنه عند هذه النقطة يكون المشروع قد غطى جميع التكاليف الثابتة لديه، وبعد هذه النقطة تكون جميع إيرادات المؤسسة هي أرباح بعد طرح التكاليف المتغيرة منها.

1. تعريف التكاليف المتغيرة:

هي التكاليف التي تتناسب مع الكميات المنتجة، وتختلف حسب مستوى هذه الأخيرة زيادة أو انخفاضا، وتكون هذه التكاليف مساوية للصفر عندما تتوقف المؤسسة عن الإنتاج¹.

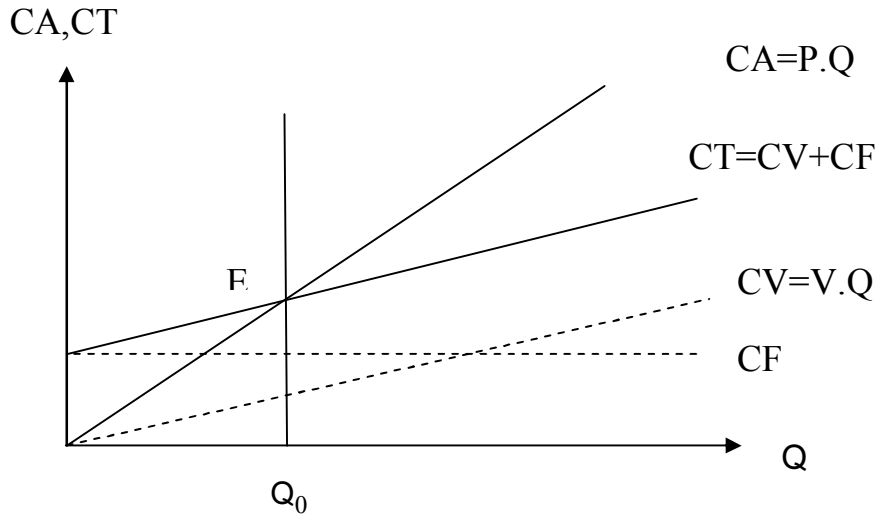
ومن الامثلة على التكاليف المتغيرة نجد: تكاليف العمالة المباشرة، تكاليف المواد والمستلزمات.

2. تعريف التكاليف الثابتة:

¹Elie Cohen, op.cit,P 97.

هي التكاليف التي لا ترتبط بحجم الانتاج حيث على المؤسسة دفعها سواء انتجت او لم تنتج، مثل المصاريف الادارية، التأمين، الايجارات، وغيرها.

الشكل رقم: (1-6) التمثيل البياني لنقطة التعادل



المصدر: Elie Cohen, op.cit, P 97

حيث: CA = رقم الاعمال؛

P = السعر؛

Q = كمية الانتاج؛

CT = التكاليف الثابتة خارج التكاليف المالية؛

CV = التكاليف المتغيرة؛

E = نقطة التعادل؛

Q_0 = حجم الانتاج الذي يحقق نقطة التعادل.

من الشكل رقم (1-3) نلاحظ أنه عند نقطة التعادل (E) فإن المؤسسة لا تحقق ربحاً ولا خسارة، أما عند حجم مبيعات أقل من نقطة التعادل أي (Q أقل من Q_0) فإن المؤسسة تحقق خسارة، وعند حجم مبيعات أكبر من نقطة التعادل فإن المؤسسة تحقق أرباح أي (Q أكبر من Q_0).

ثانيا. أهداف تحليل التعادل

ويمكن ان نذكر منها:

- تحديد حجم المبيعات اللازم لتغطية المصاريف التشغيلية؛
- تحديد صافي الربح المتوقع تحقيقه قبل الفوائد والضرائب عند مستويات الانتاج المختلفة؛
- تحديد حجم المبيعات اللازم للوصول الى حجم ربح معين.

المطلب الثالث: الرافعة المالية والتشغيلية

أولا. الرافعة المالية

تعرف الرافعة المالية على أنها: " درجة اعتماد المؤسسة في تمويل نشاطاتها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت، سواء أكان قرضا أو سهما، ويجب على المؤسسة الإلتزام بدفعها، مما يؤثر على الارباح التي يحصل عليها مالكي المؤسسة، كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها."¹

ومن أجل الفهم الجيد للأثر الناجم عن لجوء المؤسسة لمصادر تمويل ذات تكاليف ثابتة، وخاصة أموال الاستدانة على مردوديتها المالية، يجدر بنا التطرق أولا إلى مفهوم كلا من المردودية الاقتصادية والمردودية المالية.

¹ - علي عبد عذاب، أثر الرافعة المالية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية العراقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 16، العدد 57، جامعة بغداد، العراق، 2021، ص 46.

1. المردودية الاقتصادية

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

تقاس المردودية بمعدل المردودية الاقتصادية كما يلي¹:

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

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

2. المردودية المالية: (مردودية الاموال الخاصة)

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

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

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

3. أثر الرافعة المالية

مبدأ أثر الرافعة المالية هو أنه عندما تقوم المؤسسة بالاستنادة واستثمار الاموال المقترضة في مجال نشاطها الصناعي والتجاري، فإنها تحصل من جراء ذلك على نتيجة اقتصادية التي من المفروض أن تكون أعلى من التكاليف المالية للاستنادة، ففي هذه الحالة تحقق المؤسسة فوائض

¹-إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص 268.

تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاموال المقترضة، هذا الفائض سوف يعود الى المساهمين ويرفع بذلك مردودية الاموال الخاصة، ومن هذه الخاصية سمي بأثر الرافعة.

تعطى الصياغة الرياضية لأثر الرافعة المالية كما يلي¹:

$$R_{cp}=[Re+(Re-i).D\div Cp].(1-iS)$$

حيث تمثل R_{cp} : مردودية الاموال الخاصة؛

Re : معدل المردودية الاقتصادية؛

$(Re-i)$: الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة؛

$D\div Cp$: الرافعة المالية؛

D : الاستدانة الصافية (الديون البنكية والمالية القصيرة والمتوسطة والطويلة الاجل مخفضا منها القيم

المنقولة للتوظيفات المالية والمتاحات)؛

Cp : الاموال الخاصة؛

$[(Re-i) . D\div Cp]$: أثر الرافعة المالية؛

i : المصاريف المالية (تكلفة الاستدانة)؛

iS : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

4. حالات أثر الرافعة المالية

باستخدام العلاقة السابقة لأثر الرافعة المالية نقوم بدراسة أثر الاستدانة على المردودية، وذلك وفقا

للحالات التالية²:

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص 270.

² - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، الطبعة الثانية، مرجع سبق ذكره، ص 290-292.

أ.4. حالة المؤسسة عديمة الاستدانة

وهي حالة نادرة الحدوث على أرض الواقع وعندها تمويل الاحتياجات المالية حصرا بواسطة التمويل الذاتي والرفع في رأس المال:

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

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

ب.1. حالة المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الفائدة: ($Re > i$)

عندما تكون المردودية الاقتصادية (Re) أكبر من معدل الفائدة (i) ، فإن نسبة المردودية المالية (R_{cp}) تزداد كلما ازدادت نسبة الاستدانة ($D \div C_p$) وبالتالي يكون أثر الرافعة إيجابيا.

ب.2. حالة المردودية الاقتصادية تساوي معدل الفائدة: ($Re = i$)

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

ب.3. حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة: ($Re < i$)

عندما تكون نسبة المردودية الاقتصادية (Re) أقل من معدل الفائدة (i)، فإن نسبة المردودية المالية (R_{cp}) تتخفض كلما ازدادت نسبة الاستدانة ($D \div C_p$)، وبالتالي يكون أثر الرافعة سلبيا أي أنه كلما زاد حجم الديون كلما تناقصت المردودية المالية.

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

ثانيا. الرافعة التشغيلية

يعرف الرفع التشغيلي بأنه: "تضخيم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة."¹ وهذا يعني بالضرورة إحلال الآلات مكان الأيدي العاملة، فإذا نجحت المؤسسة في تخفيض تكاليفها المتغيرة والمتمثلة في الأيدي العاملة وزيادة تكاليفها الثابتة والمتمثلة في الآلات فإنها تستطيع زيادة أرباحها.

إلا أنها سوف تتعرض لمخاطر أكبر، حيث أن عدم نجاحها في عملية الرفع التشغيلي سوف يلحق بالمؤسسة خسائر أكبر، بالمقارنة مع الخسائر التي كانت سوف تتحقق بدون رفع تشغيلي.

إن مفهوم الرافعة مأخوذ من الفيزياء ويعني: "إمكانية رفع (زحزحة) كتلة ثقيلة بتطبيق قوة صغيرة نسبياً وذلك باستخدام الرافعة."²

وفي مجال الإدارة المالية فإن الرافعة التشغيلية المرتفعة تجعل المؤسسة أكثر حساسية لتأثيرات التغير في المبيعات، ذلك أن أي تغير طفيف في المبيعات يؤدي إلى تغيرات أكبر بكثير في الأرباح، مما يجعل الأرباح التشغيلية للمؤسسة أكثر تقلباً.

إن الدرجة العالية من التقلب في الأرباح التشغيلية للمؤسسة تعني أن مخاطرتها التشغيلية مرتفعة بالمقارنة مع مؤسسة تكون أرباحها أكثر استقراراً بسبب تدني رافعتها التشغيلية وبالتالي تكون أقل مخاطرة.

1. قياس درجة الرافعة التشغيلية:

إن درجة الرافعة التشغيلية تقيس التأثير على الربحية، الناشئ عن التغير في كل من اتجاه وحجم كمية الإنتاج المباع، بمعنى ارتفاع أو انخفاض في كمية الانتاج المباع، فمقياس الرافعة التشغيلية له تطبيقات عديدة وهامة في العديد من المجالات والسياسات المالية. ويمكن قياس درجة الرفع التشغيلي من خلال المعادلة التالية:

¹ - عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 245.

² - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 196.

$$\text{درجة الرافعة التشغيلية} = \frac{\text{(سعر الوحدة الواحدة - التكاليف المتغيرة للوحدة) \times حجم المبيعات}}{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}$$

انطلاقاً من مستوى الرفع التشغيلي يمكن أن نميز حالتين بالنسبة لاتخاذ قرار التمويل في المؤسسة:

أ.1. في حالة ارتفاع درجة الرفع التشغيلي لدى المؤسسة

يعني ذلك زيادة المخاطر التشغيلية¹ الناجمة عن زيادة التقلب في النشاط وعدم استقرار مبيعات وأرباح المؤسسة، وهذا يعني عدم قدرة المؤسسة على تغطية الأعباء الثابتة المترتبة على الاستدانة، وفي هذه الحالة لابد للمسير المالي اتخاذ قرار التمويل بأموال الملكية.

ب.1. في حالة انخفاض درجة الرفع التشغيلي لدى المؤسسة

عند انخفاض درجة الرفع التشغيلي لدى المؤسسة، يعني ذلك انخفاض المخاطر التشغيلية، وهنا يمكن للمسير المالي أن يعتمد على الاستدانة في الهيكل المالي بسبب استقرار المبيعات والأرباح، وبالتالي قدرة المؤسسة على تغطية الأعباء المالية الثابتة.

¹ - المخاطر التشغيلية: تعرف بأنها التغير العشوائي في رقم الاعمال خارج الرسم والذي يحدث تأثيراً سلبياً على تحقيق الاهداف المسطرة والتي تقاس بمجموعة من المعايير من بينها نتيجة الاستغلال، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية.

خلاصة الفصل الأول

يكتسي قرار التمويل أهمية بالغة باعتباره العصب المحرك للمؤسسة الاقتصادية والدعامة الأساسية لتزويدها بالاحتياجات المالية التي تضمن لها النمو والاستمرارية، ومن خلال هذا الفصل حاولنا تناول مصادر التمويل المختلفة للمؤسسة، سواء المصادر قصيرة الأجل أو متوسطة وطويلة الأجل، حيث تقوم المؤسسة باتخاذ القرار التمويلي بتحديد التوليفة المناسبة من هذه المصادر، بما يوفر التوافق بين تغطية الاحتياجات المالية وتكلفة الحصول على هذه الاموال.

وبما أن اتخاذ قرار التمويل يستلزم معرفة مالية وإلمام بمختلف المصادر المتاحة كان لا بد من معرفة العوامل المؤثرة والمحددة له أيضا، والتي تتمثل في: حجم المؤسسة وملاءمة عنصر التمويل لطبيعة الاصول الممولة والتوقيت المناسب للحصول على الاموال بأقل تكلفة ممكنة، كذلك الشكل القانوني للمؤسسة، لأن لكل شكل هناك مصدر تمويلي يتوافق مع أسسه القانونية، وأهم عنصر يجب أن تركز عليه القرارات التمويلية هو تكلفة التمويل، وذلك على اعتبار أن هذه الاخيرة تعد بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فلكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة خاصة به يجب مراعاتها عند استعماله في تغطية الاحتياجات المالية المختلفة.

وحتى تكون القرارات التمويلية للمسير المالي سليمة لا بد له من استخدام مجموعة من الادوات التي تساعده على ذلك، ومن بين هذه الادوات نجد التحليل المالي الذي هو عبارة عن معالجة منظمة للبيانات المتاحة بهدف الحصول على معلومات تستعمل في عملية اتخاذ القرار، كذلك نجد تحليل التعادل أو عتبة المردودية، والتي تعني مستوى النشاط الذي يكون فيه مجموع الإيرادات يغطي مجموع التكاليف، أي لا ربح ولا خسارة، ويمكن استعمال نموذج نقطة التعادل لاتخاذ القرار التمويلي المناسب لنشاط المؤسسة، وذلك عن طريق مقارنة كل من زمن الوصول الى نقطة التوازن، وكذا النتائج المحتملة من أجل كل توليفة اختيار، كما نجد أيضا تحليل الرفع المالي والرفع التشغيلي، والمقصود بالرفع المالي استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة والتي يجب على المؤسسة دفعها، أي أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المؤسسة فكلما ازداد اعتماد هذه الاخيرة على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي.

الفصل الثاني:

الطرح النظري لأمثلية الهيكل

المالي للمؤسسات الصغيرة

والمتوسطة

تمهيد

بعد معرفة مصادر التمويل المختلفة وتكلفة كل مصدر، بالإضافة إلى العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار قبل اتخاذ قرار التمويل، وجب على المدير المالي اختيار التوليفة المثلى من بين هذه المصادر التي يترتب عليها تشكيل هيكل مالي أمثل للمؤسسة، مما يمكن من:

- تدنية معدل تكلفة الأموال؛
- تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة؛
- تعظيم ثروة المالكين من خلال زيادة قابلية المؤسسة على إيجاد فرص استثمارية جديدة؛
- تحقيق منافع من وجهة النظر الاجتماعية حيث ينجم عنه الاستخدام العقلاني لموارد المجتمع، وبالتالي زيادة ثروته الكلية من خلال استغلال الفرص الاستثمارية للمؤسسات، وبالنتيجة زيادة معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي.

إن موضوع اختيار توليفة الهيكل المالي يعد من بين أكثر الموضوعات جدلا بين المفكرين في مجال الإدارة المالية، خاصة ما تعلق منها بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تعتبر هذه الأخيرة ذات خصوصيات اقتصادية ومالية معينة، مما أدى إلى ظهور العديد من النظريات التي عالجت أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة، ومن بين هذه النظريات ما يؤكد فكرة وجود هيكل مالي أمثل ومنها ما ينفي وجود هذه الفكرة إطلاقا، كما ظهرت نظريات حديثة ساهمت في تفسير السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خلافا للنظرية الكلاسيكية التي تنطلق أساسا من فرضيات غير متوفرة في حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وعليه نحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على مختلف النقاشات وتحليلها بخصوص هذا الموضوع، بدءا بإسهامات النظرية الكلاسيكية في تفسير السلوك المالي للمؤسسات، مرورا بنظرية مودكلياني وميلر: (Modigliani and Miller) التي تعتبر من أهم النظريات في الأدبيات المالية التي تتحدث عن الهيكلة المالية للمؤسسة، وانتهاء بالأطر النظرية المتوافقة مع خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المبحث الأول: النظريات الكلاسيكية لدراسة الهيكل المالي

إن مشكلة اختيار هيكل مالي للمؤسسات قد أثار جدلا حادا بين الماليين، فقد ذهب التقليديون (الكلاسيك) إلى الاعتقاد بوجود مستوى أمثل للمديونية تتخفف عنده تكلفة الأموال، وتصل فيه قيمة المؤسسة إلى أقصاها، من جهة أخرى نجد أن نظرية كل من مودكلياني وميلر (1958) نصت على عدم وجود هيكل مالي أمثل، بمعنى لاوجود لعلاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة وتكلفة تمويلها، وبالنتيجة قيمة المؤسسة، وهذا في ظل افتراض عدم وجود ضرائب.

المطلب الأول: نظرية صافي الربح (وجود هيكل مالي أمثل)

قبل سنة 1958 وهو تاريخ نشر نموذج (Modigliani and Miller) وحسب المنظور الكلاسيكي

يوجد معدل أمثل للاستدانة في هيكل تمويل المؤسسة، فلاستدانة خاصيتين متضادتين من وجهة نظر المساهمين، فمن جهة فهي تمثل بالنسبة لهم إلزامية سداد بشكل منتظم فوائد القروض، الامر الذي من شأنه أن يولد فقدان مكافآت رأس المال إذا كانت النتيجة المحققة غير كافية، ومن جهة اخرى فإن الفرق بين مايمكن ان يدره استثمار ممول بواسطة قرض وتكلفة رأس المال المقترض يكون في صالح المساهمين.¹

إن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة رأس المال من خلال التغيير في نسبة الرفع المالي، فارتفاع هذه الاخيرة سوف يضمن انخفاض في تكلفة الاموال مما يؤدي الى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة.

أولا. الفرضيات الأساسية لنظرية الربح الصافي

تتأسس نظرية الربح الصافي على الفرضيات التالية:

- معدل العائد الذي يطلبه المساهمون يكون أكبر من معدل العائد الذي يطلبه المقرضون؛
- كل مصدر تمويل يولد تكلفة خاصة به وبشكل مستقل عن الهيكل المالي الكلي للمؤسسة؛
- لا تتغير تكلفة الاستدانة K_d وتكلفة الاموال الخاصة K_{cp} إذا تغيرت نسبة الرفع المالي D/CP حيث:
 D : الاستدانة الصافية (الديون البنكية والمالية القصيرة والمتوسطة والطويلة الاجل مخفضا منها القيم المنقولة للتوظيفات المالية والمتاحات).

¹-إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص 347.

Cp: الاموال الخاصة.

إذا كان $K_{cp} \neq K_d$ فإن السلوك العقلاني سيكون بزيادة العنصر الاقل تكلفة في التمويل، ويلاحظ في كثير من الاحيان أن تكلفة الديون K_d أقل من تكلفة الاموال الخاصة K_{cp} بسبب امكانية خصم التكاليف المالية من الضرائب على الديون، في هذه الحالة التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال K_0 تكوندالة متناقصة للمعدل $(D/CPL=)$.

ويمكن تقديم مثل هذا التحليل على أنه مجرد امتداد لطرق حساب متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال

$$K_0 = (D/D+CP)K_d + (CP/D+CP)K_{cp}$$

بضرب المقدار $1/CP$ في البسط والمقام نحصل على:

$$K_0 = (D/CP/D/CP+CP/CP)K_d + (CP/CP/D/CP+CP/CP)K_{cp}$$

ومنه:

$$K_{cp} + (1/1+D/CP)K_0 = (D/CP/1+D/CP)K_d$$

ولدينا $(D/CPL=)$ ، فنحصل على:

$$K_0 = (L/1+L) K_d + (1/1+L)$$

بحيث: K_d و K_{cp} ثابتين، و K_0 تمثل دالة متناقصة ل L إذا كان $K_d < K_{cp}$

ثانيا. نظرية الربح الصافي كمفسر للهيكل المالية

تحدد هذه النظرية علاقات متباينة بين التكلفة الاجمالية للتمويل والهيكل المالي حسب معدل المردودية التي وصلت اليه المؤسسة.

سننتظر فيما يلي إلى تحليل سلوك كل من المقرضين والمساهمين والذي نقتصره هذه النظرية كما يلي:

1. سلوك المقرضين:

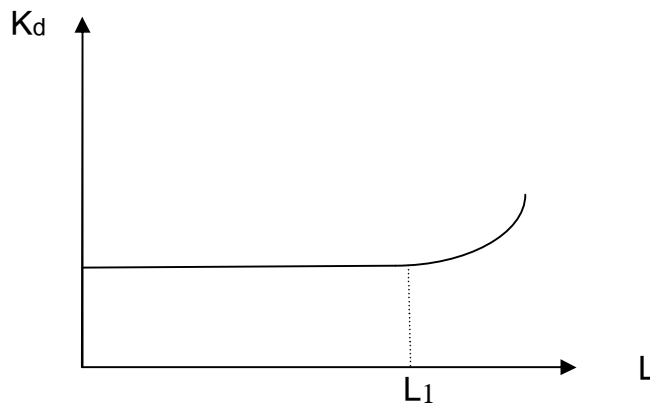
بالنسبة لهذه النظرية فإن الزيادة في ديون المؤسسة قياسا بالعلاقة $(D/CPL=)$ من شأنه أن تدفع المقرضين الى الرفع من مطالبهم مما يزيد من تكلفة الديون المستحقة للمؤسسة.

الفصل الثاني..... الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- من أجل $L < L_1$ أي بالنسبة للمستويات المنخفضة من الاستدانة فإن K_d يبقى ثابت؛
- من أجل $L > L_1$ يرى المقرضون تفاقم المخاطر المالية التي تتكبدها المؤسسة بسبب مصاريف الإقراض ولذلك يطالبون بزيادة المكافآت.

في هذه الحالة L_1 لا يمثل الحد الأقصى للاستدانة وإنما يمثل عتبة دخول المؤسسة الى مستوى مخاطرة، وفي هذه الظروف يمكن تمثيل العلاقة $K_d = K_d(L)$ كما يلي:

الشكل رقم (2-1): سلوك المقرضين



المصدر: Elie Cohen, OP CIT, Page 242:

2. سلوك المساهمين

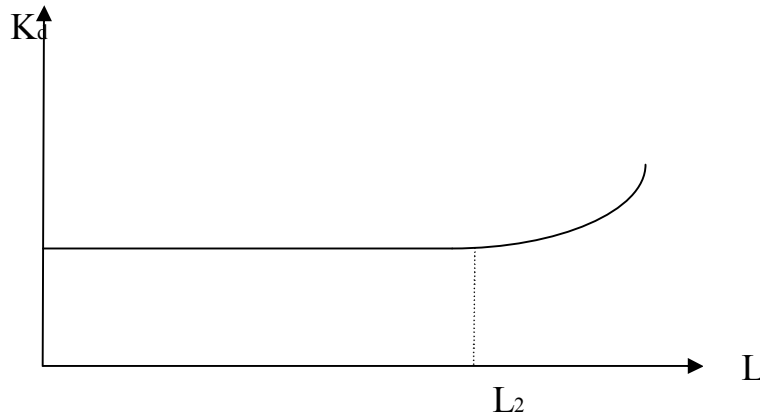
نظرية الربح الصافي تقترح سلوك المساهمين مماثل لتحليل سلوك المقرضين، لذلك يستجيب المساهمون للزيادة في L بزيادة قدرها معدل المكافأة المتوقع من المؤسسة، أي تكلفة الاموال الخاصة K_{cp} .

حسب التمثيل الاول تعرف تلفة الاموال الخاصة تغيرات مماثلة لتكلفة الاستدانة، وبالتالي العلاقة

$$K_d = K_d(L) \text{ تكون ثابتة لكل قيم } L \text{ أقل من حد معين } L_2.$$

فأي تجاوز ل L_2 يؤدي ارتفاع في K_{cp} في هذه الحالة يمكن تمثيل العلاقة $K_d = K_d(L)$ على النحو التالي:

الشكل رقم (2-2): سلوك المساهمين



المصدر: Elie Cohen, OP CIT, Page 244

حسب هذه النظرية فإن تكلفة رأس المال تنخفض كلما زادت قيمة الاستدانة وانخفضت قيمة الاموال الخاصة، أي كلما زادت نسبة الديون إلى الاموال الخاصة، وكلما كان انخفاض تكلفة رأس المال يعني ارتفاع قيمة المؤسسة، فإن أفضل هيكل مالي للمؤسسة هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة.

ما يعاب على هذه النظرية هو تجاهلها للتكاليف الإضافية التي تتحملها المؤسسة عندما تحاول البحث عن الاستفادة من مزايا أثر الرافعة، التي كان من المفترض أن تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاموال الخاصة نتيجة لتعرض المردودية المالية لتقلبات أكبر مع زيادة نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة.

المطلب الثاني: النظرية التقليدية (وجود هيكل مالي أمثل)

جاءت هذه النظرية بقيادة (David Durand & Gordon Shapiro)، حيث يتركز مفهومها في أن القيمة الكلية للمؤسسة يمكن أن تزداد في السوق، كما أنها تركز على إمكانية تخفيض التكلفة الكلية للأموال من خلال تحديد الخليط المناسب لمصادر التمويل من الاستدانة وأموال الملكية.

كما يسلم التقليديون بوجود هيكل مالي أمثل والذي يحقق أقل تكلفة للأموال ويعظم معدل العائد على حق الملكية، وتتشابه هذه النظرية مع نظرية صافي الربح حيث يفترض أصحاب هذه النظرية وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الاموال إلى أدنى حد وعندها تصل القيمة السوقية للمؤسسة إلى حدها الأقصى¹.

¹-Jacques Teulié et Patrick Topsacalian, **Financ, Librairie Vuibert**, Paris, 1994 , P 315.

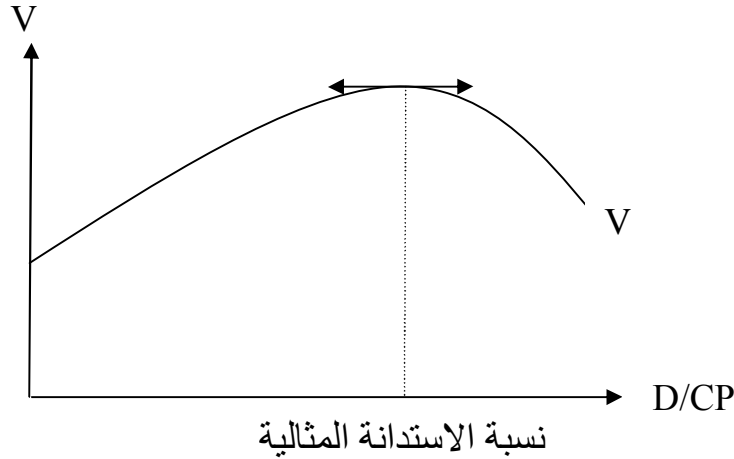
الفصل الثاني..... الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أولاً. فرضيات النظرية

يفترض التقليديون أن تكلفة الاقتراض تظل ثابتة الى حد معين من الاقتراض، بعده تزيد المخاطر المالية مما يستوجب ارتفاع سعر الفائدة، وهذا يعني أنه بعد مستوى معين من الاقتراض ترتفع تكلفة الاقتراض بزيادة معدل الرفع المالي، ومن ناحية أخرى نجد أيضاً أن معدل العائد المطلوب من جانب الملاك سيزداد مع ازدياد نسبة الاقتراض.

كما يفترض مؤيدو هذه النظرية أن تكلفة التمويل الذاتي سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في المؤسسة.

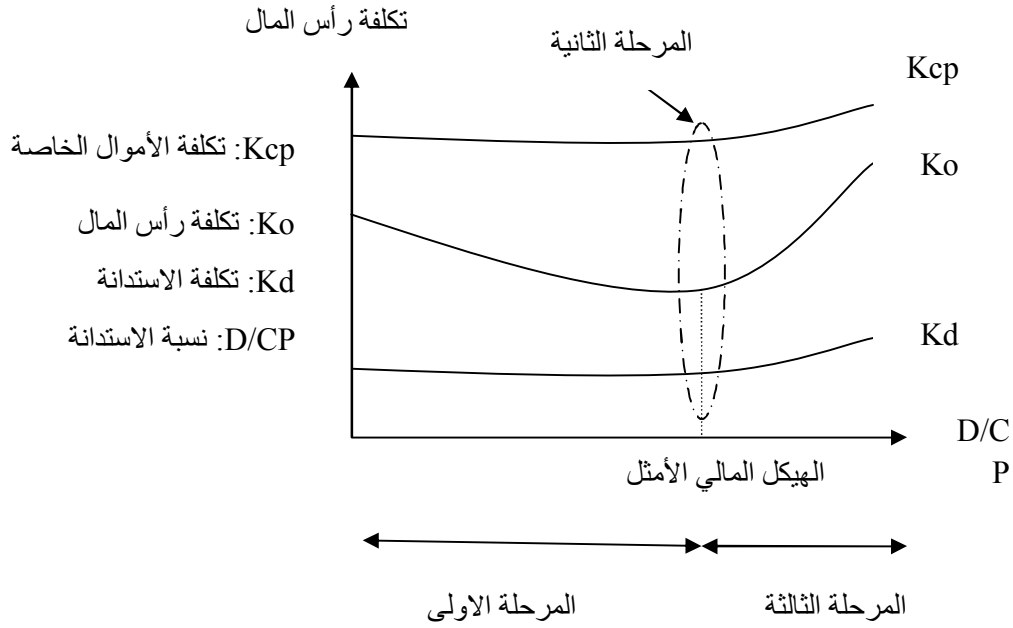
الشكل رقم (2-3): مستوى الاستدانة وقيمة المؤسسة حسب النظرية التقليدية



المصدر: منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 187.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الشكل رقم (2-4): الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور التقليدي



المصدر: Josette Peyrard, Gestion Financière Internationale, vuibert :

5^{eme} édition ,Paris, 1999, P 333.

في إطار النظرية التقليدية تتحدد نسبة الاستدانة المثلى التي تجعل من القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها في ثلاث مراحل:

المرحلة الأولى: تتميز بظهور تغيرات بطيئة في تكلفة الأموال الخاصة مع كل زيادة في مقدار الاستدانة، إلا أن الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة ضمن هذه المرحلة تبقى ثابتة، وبسبب ذلك فإن القيمة السوقية للمؤسسة تبدأ بالارتفاع كلما زادت نسبة الرفع المالي في الهيكل المالية، وهذا مرده للتغيرات التي تحصل في تكلفة رأس المال واتجاهها نحو الانخفاض.

المرحلة الثانية: تتصف باستعمال المؤسسة لنسب من القروض في هيكلها المالي، بحيث لا تؤثر تلك النسبة على قيمتها السوقية، نظرا لان المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض والمتمثلة في انخفاض تكلفته نسبيا سوف يقابلها ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة التمويل الذاتي، وهنا تتشكل نقطة الاستدانة المثالية أو الرافعة المثالية (Optimal Leverage).

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المرحلة الثالثة: تتجاوز المؤسسة نقطة الاستدانة المثلى حيث تأخذ تكلفة رأس المال في الارتفاع التدريجي بسبب ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بمعدلات أكبر تفوق الوفورات الضريبية المحققة من استعمال القروض في التمويل، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة رأس المال، وانخفاض قيمة المؤسسة بالتبعية.

من خلال ما سبق فإننا نخلص إلى أن هذه النظرية تحاول التدايل على وجود هيكل تمويلي أمثل، بحيث من أجل هذا الهيكل فالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال تكون في حدها الأدنى، وبالتالي فالمؤسسة تستطيع من الناحية العملية ممارسة تأثير على تكلفة تمويلها بفعل تأثيرها على هيكل تمويلها.

ثانيا. الانتقادات الموجهة للنظرية التقليدية

الانتقادات الموجهة لهذه النظرية تكمن في تجاهلها للمخاطر المالية المرتبطة بأثر الرافعة المالية، التي كان من المفترض أن تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لتعرض المردودية المالية لتقلبات أكبر مع زيادة نسبة الاستدانة، كما لم تحدد هذه النظرية كيفية حساب مستوى التمويل الأمثل الذي تنخفض عنده تكلفة الأموال وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة، حيث أن عملية الحساب تتم بعد التمويل وليست قبله، وهو ما قد يشكل مخاطر مالية على المؤسسة من خلال أثر الرافعة السلبية.

المطلب الثالث: نظرية صافي ربح العمليات (عدم وجود هيكل مالي أمثل)

يستند أصحاب هذه النظرية على افتراض أساسي وهو أن تكلفة الاستدانة ثابتة لا تتغير أيا كانت نسبة المديونية في المؤسسة، كما أنه سترداد المخاطر التي يتعرض لها المساهمون مع زيادة نسبة الاستدانة، والذي بدوره يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب وبالتالي ارتفاع تكلفة حقوق الملكية، ومن ناحية أخرى فإن هذه الزيادة يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاستدانة التي تتميز بتكلفتها المنخفضة نسبيا، مما يؤدي إلى ثبات تكلفة التمويل الكلية مهما تغيرت نسبة الاستدانة¹.

وبالتالي فالقيمة السوقية للمؤسسة ثابتة ولا تتأثر بالتغيرات التي تحدث على توليفة التمويل المتبعة، والسبب في ذلك هو أن القيمة السوقية تتأثر بمخاطر الاعمال التي تؤثر بدورها في التكلفة المرجحة

¹-Jacques Teulié et Patrick Topsacalian, op, cit, P 316.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لرأس المال، لذا تبقى قيمة المؤسسة ثابتة ومستقلة عن التغيرات في الهيكل المالي، ومن ثم لا يوجد هيكل أمثل للتمويل الذي يدني التكلفة الاجمالية لهذا الأخير ويعظم قيمة المؤسسة¹.

أولا. فرضيات نظرية صافي ربح العمليات

تستند هذه النظرية على عدة افتراضات هي:

- الهيكل المالي حيادي في تحديد قيمة المؤسسة؛
 - معدل الفائدة على القروض ثابت؛
 - انعدام الضريبة على أرباح المؤسسة؛
 - يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال، لذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم (تكلفة الأموال المرجحة) يظل ثابت لا يتغير أيضا.
- تتحدد القيمة السوقية (V) للمؤسسة حسب نظرية صافي ربح العمليات بخصم صافي ربح العمليات (NOI) بمعدل ثابت وهو تكلفة الاموال الكلية (K)، وهذا كما يلي $V = \frac{NOI}{K}$.
- أما القيمة السوقية للمؤسسة ماهي إلا مجموع القيمة السوقية للأموال الخاصة (CP) إضافة إلى القيمة السوقية للقروض (D) وهذا كما يلي: $V = CP + D$.
- وكذا القيمة السوقية للأموال الخاصة تحسب عن طريق خصم صافي ربح العمليات بمعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين كما يلي: $CP = \frac{NOI}{K_0}$.
- وبما أن معدل العائد المطلوب K_0 ما هو إلا تكلفة الأموال الخاصة لذا فإنه يمكن حساب تكلفة هذه الاخيرة بالمعادلة الرياضية التالية:

$$\frac{D}{CP} K_0 + (K_0 - K_d) K_{CP} =$$

¹ - عبد المجيد تيمواوي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه علوم غير منشورة، في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013/2014، ص 27.

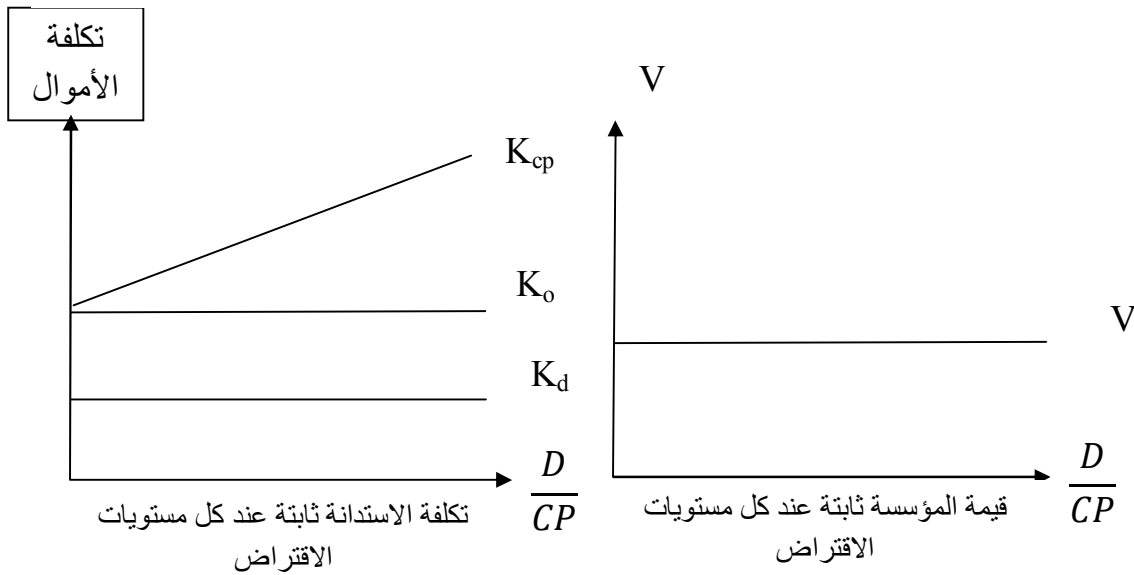
الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

وباعتبار أن تكلفة رأس المال K_0 ثابتة فإن تكلفة الأموال الخاصة K_{CP} سوف تزداد بمعدل ثابت مع الزيادة في نسبة الاستدانة إلى حق الملكية بسبب زيادة درجات المخاطرة.

يوضح الشكل رقم (5-2) والشكل رقم (6-2) العلاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة وبين مستويات الاستدانة حسب نظرية صافي ربح العمليات.

الشكل رقم (6-2): تكلفة رأس المال حسب نظرية صافي ربح العمليات

الشكل رقم (5-2): القيمة السوقية للمؤسسة حسب نظرية صافي ربح العمليات



المصدر: Charles André Vailhen, **Evaluation de l'entreprise et cout du capital**, finance, vuibert gestion, Paris, 1981, P 17.

يلاحظ من الشكلين السابقين أنه مع تزايد الرافعة المالية ترتفع تكلفة الأموال الخاصة بالصورة التي تمتص معها الوفورات الناجمة عن انخفاض تكلفة التمويل بالاستدانة، وذلك لزيادة الخاطرة المالية نتيجة احلال القروض محل الاموال الخاصة.

وعليه نجد أن القيمة الاجمالية للمؤسسة في السوق مستقلة عن هيكلها المالي، وبالتالي فحسب هذه النظرية لا وجود لهيكل مالي أمثل الذي يدني التكلفة الاجمالية للمؤسسة ويعظم قيمتها .

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ثانيا. الانتقادات الموجهة لنظرية صافي ربح العمليات

إن أهم انتقاد يمكن توجيهه لنظرية صافي ربح العمليات هو إهماله للمخاطر المالية التي يمكن أن يتعرض لها المساهمون بسبب زيادة نسبة الاستدانة، مما يعني أن القرارات المتعلقة بتغيير هيكل التمويل لا أهمية لها لتساويها في الأثر رغم اختلافها.

المبحث الثاني: نظرية مودكلياني وميلر: (Modigliani and Miller)

من أبرز المناقشات في طور النظرية المالية الحديثة تلك التي أثارها مودكلياني وميلر والمعروفان بإختصار (M&M)، بحيث حاز كل منهما على جائزة نوبل في الاقتصاد، وبالتعاقب سنة 1985 و1990، وتضمنت مقالتهما التي نشرت سنة 1958 أهم النظريات في الادبيات المالية التي تتحدث عن الهيكل المالية للمؤسسة، وأهم ما يميز نظرية M&M هو اختلافه الجذري مع ما جاء به المدخل التقليدي للهيكل التمويلي، حيث تقر هذه النظرية بنفي فكرة وجود هيكل مالي أمثل، وهذا مع افتراض عدم وجود ضرائب على أرباح المؤسسة، وفي بحث لاحق بعنوان (ضرائب دخل الشركة وكلفة رأس المال: تصحيح) سنة 1963، أدخل العالمان عنصر الضرائب في تحليلهما، وخلصا إلى وجود هيكل تمويلي أمثل نحصل عليه عند مستوى الاستدانة الأقصى.

المطلب الأول: نظرية مودكلياني وميلر: (Modigliani and Miller) في غياب الضرائب

قام الباحثان مودكلياني وميلر: (Modigliani and Miller) بدراسة عامل الرفع المالي مفترضين بادئ الأمر عدم وجود ضرائب على المؤسسات وعلى المستثمرين الأفراد، واستندا في ذلك على مجموعة من الافتراضات النظرية البحتة والتي نذكر منها ما يلي¹:

- أسواق رأس المال هي أسواق منافسة تامة (سوق كفي)، مما يعني عدم وجود تكاليف وساطة لمعاملات البيع والشراء في الأوراق المالية (المعلومات متاحة للجميع)؛
- ليست هناك أي ضرائب على المؤسسات أو الأفراد، عدم وجود تكلفة للصفقات، وأن المستثمرين يمكنهم الاقتراض بنفس معدل الفائدة؛

¹Samira Rifki, Abdessadeq Sadq, **un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises**, in revue du financière, 2001, N° 31, P11.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- توقعات المستثمرين متماثلة؛
 - عدم وجود خطر إفلاس؛
 - يستطيع الأفراد والمؤسسات الاقتراض والاقتراض بدون شروط وبمعدل بدون خطر؛
 - لا وجود لأرباح محتجزة، حيث توزع المؤسسات كل أرباحها.
- يقوم جوهر هذه النظرية على أساس أن القيمة السوقية للمؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها، والتي بدورها تتوقف على العائد المتوقع منها والتي تتأثر بالمخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، وبالتالي مهما كانت التشكيلة التي يتكون منها الهيكل المالي فقيمة المؤسسة لا بد وأن تتساوى مع القيمة الكلية للاستثمارات المكونة لها، سواء تم تحويل هذه الاستثمارات بواسطة القروض أو بواسطة الاموال الخاصة، وهذا يعني أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار لا قرارات التمويل¹.

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

أولاً. الحقيقة الأولى لمودكلياني وميلر

تتمثل في أنه لا يمكن للمؤسسة أن تزيد من قيمتها السوقية وبالتالي قيمة الأموال الخاصة ، حيث تتوقف قيمة المؤسسة على التدفقات الناتجة من الاستثمارات والمتمثلة في صافي ربح العمليات (Net Income Theory) والذي يرمز له بـ (NOI) ، وبالتالي فإن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال العلاقة التالية:

¹Sergio Focardi, Frank J Fabozzi, The matimatics of financial modeling and investement management, Wiley, new jersey ; 2008, P 84.

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

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

$$V = \frac{NOI}{K}$$

حيث K : التكلفة الكلية للأموال.

نفرض أن لدينا مؤسستين متماثلتين في حجم ونوعية الاصول الخاصة بهما، و أنهما تتحققان نفس الارباح إلا أن إحداها ممولة بالأموال الخاصة ونرمز لها بالرمز V_u أما المؤسسة الثانية فتعتمد على الديون في تمويلها، ونرمز لها بالرمز V_L ، حيث $V_u < V_L$ معنى ذلك أنه لا يوجد مستثمر عقلاني ورشيد يقبل بشراء أسهم المؤسسة التي تلجأ للديون بسبب ارتفاع قيمة أسهمها، ولأنه من المريح لهذا المستثمر شراء الأسهم في المؤسسة ذات القيمة الأقل V_u ، ثم يقوم هو بأعمال الاقتراض بحيث يحقق نفس النتائج التي تحققها المؤسسة المستدينة، أي أنه يمكن للمستثمر أن يصل بنفسه إلى نتائج متطابقة لنتائج المؤسسة المستدينة دون الحاجة إلى دفع السعر المرتفع، وبدون شك أن سلوك المستثمر العقلاني من شأنه أن يرفع من قيمة V_u ويقلل من قيمة V_L حتى نصل الى التساوي بينهما ويتحقق توازن السوق.

ولاستكمال الاثبات يجب توضيح السياسة التي يمكن أن ينتهجها المستثمر الرشيد بالشكل الذي يحقق التطابق في النتائج ويمكن إظهار هذه السياسة كما يلي:

- نفرض أن المؤسسة التي لا تستعمل الديون قيمتها $V_U = S_U$ حيث S_U تمثل الاموال الخاصة ونفرض أن المؤسسة تحقق عائد معين نرمز له بالرمز Earn وأنه يتم توزيع هذا العائد بالكامل مع افتراض ثبات معدل نمو التوزيعات.
- القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة قيمتها $V_L = S_L + D_L$ حيث D_L قيمة الديون، وانها تحقق عائد يساوي العائد مطروح منه مبلغ الفائدة أي $i - \text{Earn}$ حيث i مبلغ الفائدة، علما أن الفائدة تحسب كما يلي: $i = t \times D_L$ حيث t معدل الفائدة.

فإذا قام المستثمر بشراء نسبة من الشركة V_U ولتكن aV_U بمعنى أنه يستثمر المقدار aS_U ويحقق العائد $a\text{Earn}$ و تدعى هذه بالاستراتيجية الأولى (ST1).

وإذا قام بشراء نفس النسبة a من المؤسسة المقترضة معنى ذلك أنه يقوم بشراء aS_L ويحقق عائد مقداره $a(\text{Earn} - i)$ وتسمى هذه بالاستراتيجية الثانية (ST2).

فإذا كانت $V_L > V_U$ فإنه يمكن أن يحقق نفس نتائج الاستراتيجية الثانية (ST2)، وذلك من خلال الاستراتيجية التالية:

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يقوم بشراء aS_u في المؤسسة الاولى، على أن يفترض aD_L وبالتالي تكون الكمية المستثمرة والتي قام المستثمر بدفعها هي : $aS_u - aD_L = a(S_u - D_L)$ ويحقق عائد قدره $a(Earn - i)$.
 $aEarn$.

وتسمى هذه بالإستراتيجية الثالثة (ST3)، وحيث أن الإستراتيجية الثالثة والثانية تحققان نفس العائد

$a(Earn - i)$ ما يعني تساوي المبالغ المستثمرة في الإستراتيجيتين أي أن:

$$a(S_u - D_L) = a(S_u - D_L) \dots\dots\dots (1)$$

$$\iff (1) \quad S_u = S_L + D_L$$

وبما أن : $V_U = S_U$ و $V_L = S_L + D_L$ فإن $V_U = V_L$

أما إذا لم تتساوى المبالغ المستثمرة فإن ذلك يدل على عدم كفاءة السوق، وهو ما يتعارض مع افتراض الكفاءة، أي أن عدم التساوي هو أمر غير وارد.

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

ثانيا. الحقيقة الثانية لمودكلياني وميلر

يقر العالمان (مودكلياني وميلر) أن العائد المطلوب تحققه على الأموال الخاصة يرتبط طرديا مع حجم الاستدانة إذ يزيد العائد المطلوب تحقيقه بالنسبة للأموال الخاصة كلما ازدادت القروض، ويرجع ذلك إلى زيادة مخاطر الأموال الخاصة مع زيادة الاستدانة وبالتالي ضرورة زيادة العائد المطلوب تحقيقه نتيجة لذلك¹ .

أي أن تكلفة الأموال الخاصة K_{CP} تساوي تكلفة الاموال الخاصة K_0 لمؤسسة لا تلجأ إلى الديون، يضاف الي ذلك علاوة مقابل المخاطر المالية نتيجة الاقتراض، وتتحدد هذه العلاوة بناء على الفرق $(K_0 - i)$ وحجم الاقتراض D/CP_L حيث:

i تكلفة الاقتراض الثابتة؛

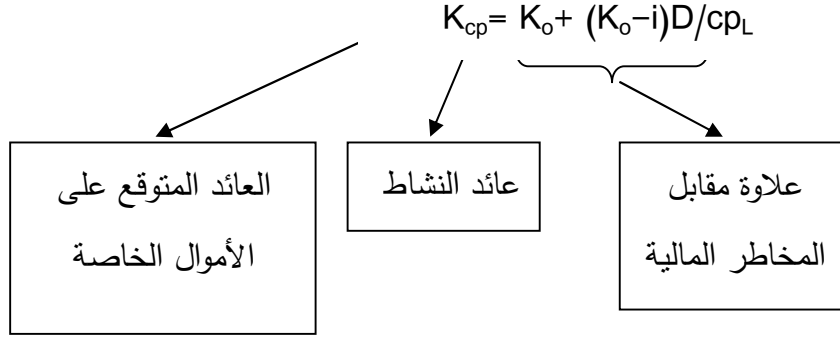
D قيمة الاستدانة الكلية؛

¹ - حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 520 .

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

Cp_L القيمة الكلية للأموال الخاصة.

فيكون لدينا:



ومنه فالعائد المتوقع على الأموال الخاصة دالة خطية في ديون المؤسسة ميلها $(K_o - i)$ وأن K_o تمثل الجزء المقطوع من المحور الرأسي. ويمكننا إثبات ذلك من خلال التحليل التالي:

$$NOI = (NOI - tD) + tD$$

$$NOI/V_L = (NOI - tD)/V_L + tD/V_L$$

$$NOI/V_L = \frac{(NOI - tD)}{S_L} \cdot \frac{S_L}{V_L} + \frac{tD}{D} \cdot \frac{D}{V_L}$$

$$K_o = K = K_{cp} \cdot \frac{S_L}{S_L} + D + t \cdot \frac{D}{S_L} + D$$

$$K_{cp} = S_L + \frac{D}{S_L} K_o - t \cdot \frac{D}{S_L} + D$$

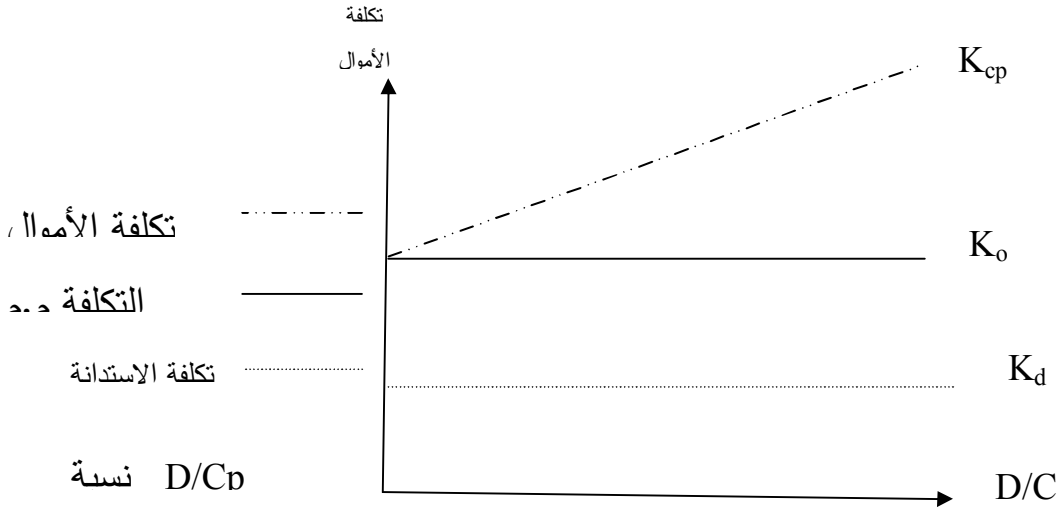
$$K_{cp} = K_o + \frac{D}{S_L} K_o - t \cdot \frac{D}{S_L}$$

$$K_{cp} = K_o + (K_o - i) \frac{D}{S_L}$$

يمكن التعبير عن النتيجة السابقة من خلال المنحنى البياني التالي:

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الشكل رقم (2-7): أثر الاستدانة على التكلفة الكلية للأموال حسب مودكلياني و ميلر (غياب الضرائب)



المصدر : Denzil Watson & Antony
Head, Corporate Finance Principles &

من الشكل السابق يتضح أن المؤسسة يمكنها تبني أي مزيج تمويلي في هيكلها المالي (قروض أو/ و أموال الملكية)، لأن ذلك لن يؤثر على التكلفة الكلية للأموال وبالتالي على قيمة المؤسسة. من بين الانتقادات التي تعرضت لها نظرية مودكلياني و ميلر في حالة غياب الضرائب نذكر مايلي:

➤ فرضية مجانية الأسواق المالية ، لأنه من غير الواقعي تحقيق عدم وجود أي تكاليف للتحويل وتكاليف إصدار الأوراق المالية، فوجود هذه العناصر يضعف من عملية المراجعة التي

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تفترض مسبقا وجود إمكانية إحلال مطلق بين الأوراق المالية، التي يكون لها خصائص متطابقة من حيث المخاطرة والمردودية¹.

➤ فرضية عدم وجود ضرائب، في حين أن الفوائد قابلة للتخفيض في حساب الضرائب، بينما المساهمين ليس لهم الحق إلا في الأرباح بعد الضرائب، مما قد يؤثر على تكلفة الدين والاموال الخاصة².

➤ انتقدت كذلك هذه النظرية من حيث فرضية أن كل من المؤسسات والمستثمرين الافراد يكون لهما نفس القدرة على الاقتراض بنفس معدل الفائدة، وهو ما يقلل من فكرة المراجعة، كذلك فمن المؤكد أن الاسواق المالية تختلف في معاملاتها للأعوان الاقتصاديين، فهي لا تقتصر في تطبيق معدل واحد في السوق حيث يختلف معدل الفائدة حسب طبيعة المتعامل سواء كان فردا أو مؤسسة.

المطلب الثاني: نظرية مودكلياني وميلر: (Modigliani and Miller) في وجود ضرائب

بعد الدراسة التي قام بها العالمان مودكلياني وميلر: (Modigliani and Miller) سنة 1958، والتي نصت على عدم وجود علاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة وقيمتها السوقية، لم يكتفيا بهذه الدراسة فقط، بل تجاوزا ذلك ودرسا أثر الهيكل التمويلي للمؤسسة في ظل وجود الضرائب، كمتغير يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، من خلال المقال الذي نشره سنة 1963³.

بوجود الضرائب على المؤسسات توصل مودكلياني وميلر إلى أن استخدام القروض في الهيكل المالي للمؤسسة يؤدي إلى زيادة قيمتها، يحصل ذلك لأن الفائدة تعد من المصاريف القابلة للخصم من الأرباح الخاضعة للضريبة، مما يعني أن قسما أكبر من الربح التشغيلي يذهب إلى المستثمرين، حيث يرى العالمان أن القيمة السوقية لمؤسسة تعتمد على الاستدانة تساوي القيمة السوقية

¹ - محمد بشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2016، ص 195.

² - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 373.

³ - Franco Modigliani and Merton H. Miller, **Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction**, The American Economic Review, Volume 53, issue 3(jun, 1963), PP 433-443.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لمؤسسة مماثلة لا تعتمد على الاستدانة، إضافة إلى قيمة المزايا الناتجة من استخدام القروض، وهذه الأخيرة ماهي إلا قيمة الوفورات الضريبية التي تحققها المؤسسة نتيجة اعتمادها على القروض، والتي تحسب بضرب قيمة الاستدانة D بمعدل الضريبة T على أرباحها، ويمكن التعبير على ذلك باستخدام المعادلة التالية¹:

$$V_L = V_U + T.D$$

حيث أن: V_L : القيمة السوقية لمؤسسة مرفوعة (مستدينة)؛

V_U : القيمة السوقية لمؤسسة غير مرفوعة (غير مستدينة)؛

$T.D$: القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاستدانة.

يمكن إيجاد قيمة الوفورات الضريبية T.D بطريقة أخرى، وهي باستعمال تكلفة الاستدانة المعدلة، كما يلي²:

$$TD = \frac{Kd . t . D}{Kd}$$

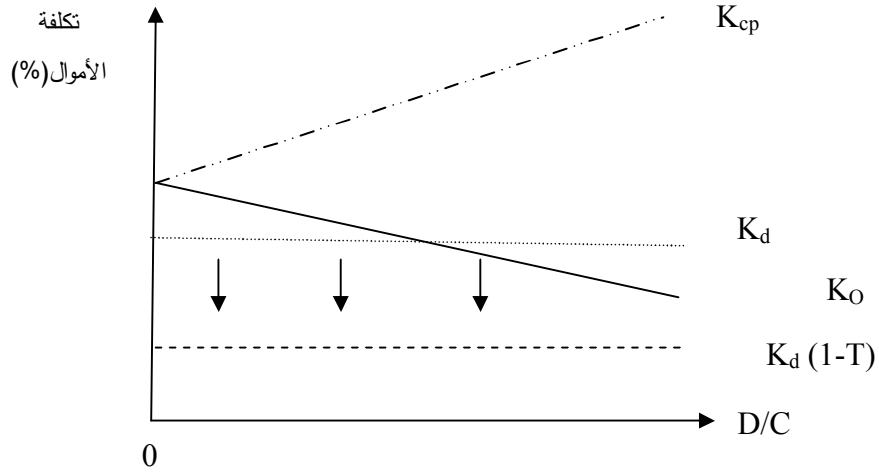
حيث T معدل الضريبة على دخل المؤسسة و Kd تكلفة الاستدانة و D قيمة الاستدانة، وعليه فإن الهيكل المالي الأمثل هو لما تسدين المؤسسة أقصى ما يمكن، أي عند مستوى استدانة تمثل 100% من هيكل التمويل، كما يوضحه الشكل رقم(11). وفي هذه الحالة سوف تتخفف تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن.

¹ - مليكاوي مولود، الاستراتيجية والتسيير المالي، دار هومة، الجزائر، 2018، ص148.

² - زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، مجلة العلوم الانسانية، المجلد ب، العدد 31، جامعة قسنطينة، جوان 2009، ص160.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الشكل رقم (2-8):تكلفة رأس مال المؤسسة المستدينة في ظل وجود الضرائب(1963)



المصدر: Denzil Watson & Antony Head, op, cit, P 313.

ويؤكد (مودكلياني وميلر) على أنه لا ينبغي أنة يزيد أو يقل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة والمؤسسة غير المستدينة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وإذا حدث العكس فإن عملية المراجعة¹ كفيلة بإعادة التوازن بين المؤسستين.

¹ - يقصد بالمراجعة عمليات البيع والشراء لأصلين متماثلين يتداولان بسعرين مختلفين، بدافع تحقيق الربح، حيث تؤدي عمليات الشراء إلى ارتفاع سعر الأصل ذي السعر الأقل، في حين تؤدي عمليات البيع إلى انخفاض سعر الأصل ذي السعر الأعلى، ويستمر ذلك إلى أن تنتهي فرص تحقيق الربح، وهي النقطة التي يتحقق عندها التوازن في سوقي الأصلين.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الجدول رقم (2-1): المنظور الكلاسيكي والحديث حول وجود هيكل تمويلي أمثل من عدمه للمؤسسة

النتيجة	المنظور	
يوجد هيكل مالي أمثل: كلما زادت نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة كلما كان انخفاض تكلفة رأس المال، وبالتالي يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة	الكلاسيكي (التقليدي)	
لا يوجد هيكل مالي أمثل.	غياب الجباية	مودكلياني
قيمة المؤسسة التي تعتمد على الاستدانة تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على الاستدانة. لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، لكن يمكن وضع حد أدنى للاستدانة.	وجود الجباية	وميلر : Modigliani and Miller

المصدر: من إعداد الطالب.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المبحث الثالث: النظريات الحديثة للهيكل المالي

بعد ظهور نظرية مودكلياني وميلر (Modigliani and Miller) سنة 1958 والتي قامت على عدة فرضيات غير واقعية، حيث استبعدت أية مخاطر مرتبطة باستخدام القروض في الهيكل المالي للمؤسسة، لأنه كلما اتجهت هذه الأخيرة إلى استعمال القروض كلما أدى ذلك إلى تزايد مجموعة من المخاطر المالية واحتمالات الإفلاس، والتي تنتج عن عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، وهو ما يشكل خطراً حقيقياً على المؤسسة، كما تزداد تكاليف الوكالة التي تنشأ بين المسيرين والمساهمين وحتى الدائنين بسبب إحساسهم بالخطر.

المطلب الأول: نظرية المفاضلة ((Trade-Off Theory (TOT))

إن أهم ما يميز هذه النظرية إدخال بعض التعديلات على النظرية المصححة لمودكلياني وميلر، باحتساب تكاليف التمويل المقترض وموازنتها مع القيمة الحالية للوفورات الضريبية، إذ تفترض هذه النظرية أنه يمكن إعادة النظر في نسبة الاستدانة المثلى من خلال المفاضلة بين تكاليف ومنافع التمويل المقترض، وأثر ذلك على الخطط الاستثمارية للمؤسسة.

أولاً. فرضيات نظرية المفاضلة

تقوم هذه النظرية على الفرضيات التالية:

- تحدد المؤسسة نسبة مديونية مستهدفة، وبالطريقة نفسها تعدل ديونها لغرض الوصول إلى نسب الرفع المستهدفة من قبل المسيرين؛
- عدم وجود تكلفة لتعديل الهيكل المالي للمؤسسة، أو أنها قد تكون موجودة ولكن بنسب منخفضة يمكن إهمالها؛
- إن نسب الإستدانة المثلى للمؤسسة يمكن تحديدها من خلال المفاضلة بين تكاليف ومنافع الإقتراض مع الاحتفاظ بموجوداتها وخططها الإستثمارية مستقرة، وإن هذه النسبة تساهم في تعظيم قيمة المؤسسة، وذلك من خلال الموازنة بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس والوكالة.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- أسواق رأس المال ذات أداء جيد، وبهذا فهي تستجيب للضرائب المختلفة والتي تنقسم إلى الضرائب على أرباح المؤسسة، وضرائب على دخل المستثمرين؛
- قيام المؤسسة باستبدال القروض بأموال الملكية أو العكس، لحين تعظيم قيمتها، وإن أية مؤسسة بإمكانها وضع مجموعة من هياكل التمويل المستهدفة، والتي تحقق حالة التوازن بين تكاليف ومنافع الاستدانة، إذ أن بعض من هذه الهياكل تعظم قيمة المؤسسة؛
- إن قرار التمويل لا يكون بمعزل عن قرار الإستثمار، إذ أن قرار التمويل يتخذ لأغراض الحصول على الفرص الإستثمارية، وهذا يتناقض مع ما افترضته نظرية مودكلياني وميلر.

ثانيا. التأثيرات الناجمة عن وجود تكلفة الإفلاس

تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها التمويلي من الاستدانة وأموال الملكية لمخاطر الافلاس، ويرجع ذلك لاحتمال فشل المؤسسة في تسديد ما عليها من قروض أو/ وفوائد عند تواريخ استحقاقها، إن هذا الاحتمال يعطي الحق للمقرضين لاتخاذ اجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة، أما بالنسبة للمؤسسة التي يتكون هيكل تمويلها من أموال ملكية فقط، فإنها لا تلتزم تجاه برد قيمة الأسهم التي يمتلكونها أو إجراء توزيعات حتى لو تحققت أرباح، ومن ثم لا تكون عرضة لمثل هذه الإجراءات القانونية¹.

تشمل تكلفة الإفلاس على تكاليف مباشرة وأخرى غير مباشرة، وتتمثل التكاليف المباشرة في تكاليف دفع معدلات أعلى من الفائدة للمقرضين لتعويضهم عن المخاطر المرتفعة والناجمة عن الاستدانة، وإذا توجهت المؤسسة للإفلاس أو التصفية فإنها تتحمل مصروفات إدارية وقانونية تدفع للمحامين لإدارة عملية التصفية، أما التكاليف غير المباشرة فتتمثل في انخفاض مبيعات المؤسسة وتراجع شهرتها نتيجة لوجود المؤسسة في مستويات قصوى من الضائقة المالية، بسبب ارتفاع الأموال المقترضة، وإذا أشهرت المؤسسة إفلاسها فإنها ستضطر إلى بيع أصولها بأقل من قيمتها السوقية².

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص 375.

² -Denzil Watson & Antony Head, op, cit, P 288.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

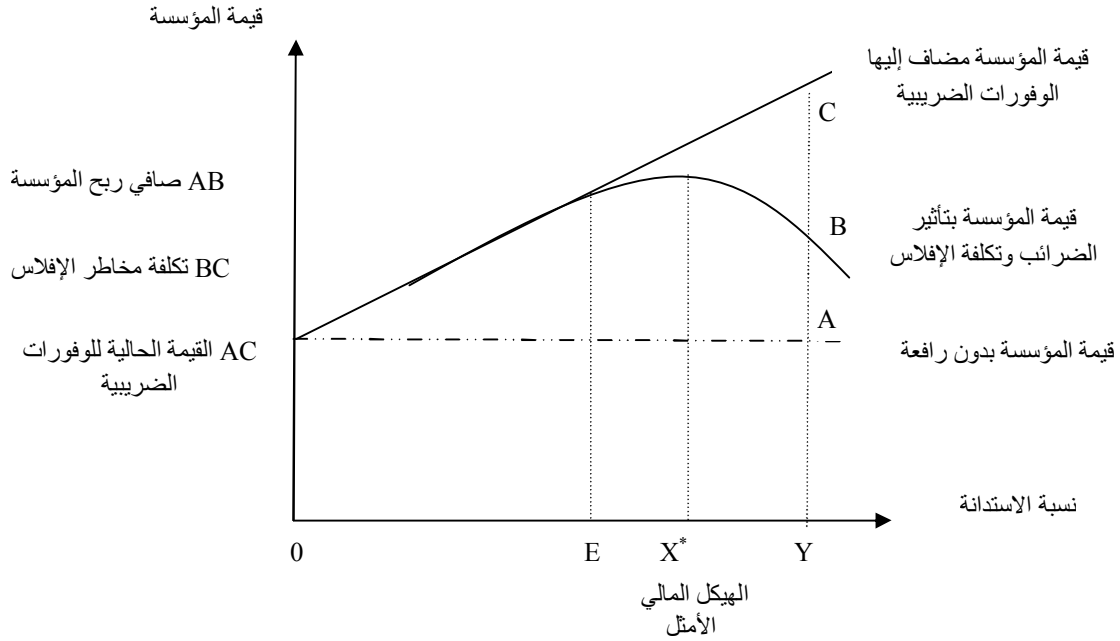
يوضح الشكل رقم (2-9) القيمة السوقية للمؤسسة عند مستويات مختلفة من الاستدانة وذلك في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس، وكما يظهر في الشكل أنه في البداية تأخذ تكلفة الأموال في الانخفاض المستمر (يقابلها ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة كما هو موضح في الشكل)، حتى تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة E حينئذ تستمر في الانخفاض ولكن بمعدل أقل، وعندما تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة X^* تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع (يقابلها انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة).

وتفسير ذلك أنه عندما كانت نسبة الاستدانة أقل من E تكلفة الإفلاس كانت معدومة، ومن ثم فإن تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة خضعت فقط لتأثير الضريبة (الوفر الضريبي)، والذي ترتب عليه انخفاض مضطرد في تلك التكلفة وارتفاع قيمة المؤسسة مع ازدياد نسبة الاستدانة، وقد بدأت تكلفة الإفلاس في الظهور بعد النقطة E، إلا أن حجم تكلفة الإفلاس كان أقل من حجم الوفورات الضريبية التي صاحبت زيادة نسبة الاستدانة، الأمر الذي أدى إلى استمرار انخفاض تكلفة الأموال وارتفاع قيمة المؤسسة، وإن كان ذلك بمعدل أقل، إلى أن وصلت نسبة الاستدانة إلى النقطة X^* التي توافق أدنى تكلفة للأموال وأقصى قيمة للمؤسسة.

إذن يتشكل الهيكل المالي الأمثل حسب هذه النظرية عندما تكون القيمة الحالية للوفورات الضريبية والناجمة عن الاقتراض الإضافي موازنة للزيادة الحاصلة في القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس،

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الشكل رقم (2-9): أثر تكلفة الإفلاس والضريبة على القيمة السوقية للمؤسسة



المصدر: Denzil Watson & Antony Head, op, cit, P 289.

والمطلوب من المدير المالي اختيار تلك النسب من الاقتراض، التي تضاعف قيمة المؤسسة من خلال التبادل بين منافع وتكاليف الاقتراض¹.

ثالثاً. نتائج نظرية المقايضة

لقد توصل أصحاب هذه النظرية إلى جملة من النتائج نذكر منها²:

- تحتفظ المؤسسة بهيكل تمويلي مستهدف يؤدي إلى تعظيم قيمتها؛
- يتوقع أن تعتمد المؤسسات ذات مخاطر الأعمال المرتفعة بدرجة أقل على القروض، مقارنة بالمؤسسات ذات مخاطر الأعمال المنخفضة، قبل أن تتعادل التكاليف المتوقعة للإفلاس مع الوفر الضريبي، لأن زيادة درجة تغير الأرباح قد تؤدي إلى زيادة احتمال الإفلاس عند أي مستوى للديون وبالتالي زيادة التكاليف المتوقعة للإفلاس؛

¹ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 218.

² عبد المجيد تيمائي، مرجع سبق ذكره، ص 60.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- يتوقع أن تتماثل الهياكل المالية للمؤسسات التي تنتمي إلى نفس الصناعة النوعية، لأنها قد تتشابه من حيث الأصول ومخاطر الأعمال والربحية؛
- يتوقع أن تعتمد المؤسسات ذات الأصول الملموسة على مزيد من الاقتراض بالمقارنة بالمؤسسات ذات الأصول غير الملموسة (الشهرة، فرص النمو)، لأن الأصول غير الملموسة يتوقع أن تفقد قيمتها عند وقوع الإفلاس مقارنة بالأصول الملموسة.

رابعاً. هيكل التمويل المستهدف

لقد أدى الجدل حول وجود هيكل مالي يجمع بين القروض وأموال الملكية إلى تطور فكرة وجود هيكل مالي مستهدف للمؤسسة، إذ يفترض بهيكل التمويل المستهدف عدم وجود مستوى استنادة مثلى منفردة، وبدلاً من ذلك تركز على وجود مدى مستهدف من هيكل التمويل، وأنه ضمن هذا المدى يتم تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، والتي تتخفض عنده تكلفة التمويل، هذه الفكرة موضحة في الشكل رقم(15)، فالمؤسسة التي تستطيع المحافظة على البقاء ضمن نسبة مئوية قريبة من المدى المستهدف، فإن قرارات تمويلها سوف تتسجم مع غاية تعظيم قيمتها السوقية¹.

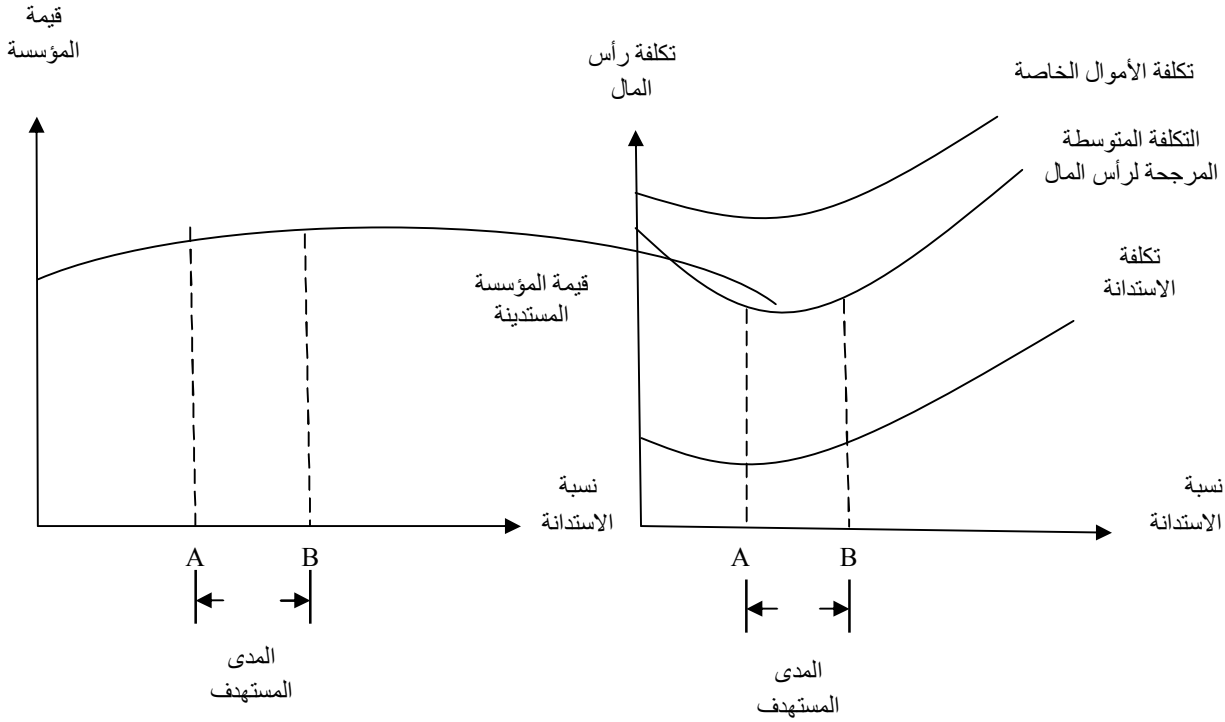
من الناحية التطبيقية، فإنه لا توجد طريقة لحساب هيكل التمويل الأمثل، لأنه من غير الممكن البقاء عند هيكل مالي أمثل بشكل مستمر، الأمر الذي يؤدي بالمؤسسة إلى محاولة العمل بالمدى المستهدف الذي يجعلها قريبة مما تعتقد بأنه هيكل مالي أمثل، ومن المؤكد أن الأرباح المحتجزة وبقية مصادر التمويل الجديدة ستنسب في تغيير الهيكل المالي للمؤسسة، وتبرر التركيز على وجود مدى مستهدف من هيكل التمويل بدلاً من نقطة واحدة مثلى.

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 254.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الشكل رقم (2-10): المدى المستهدف من هيكل

التمويل



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 255.

لغرض إيجاد ذلك الهيكل المستهدف الذي يعظم قيمة المؤسسة فلا بد من توافر النقاط التالية¹:

- إن المؤسسة ذات مخاطرة الأعمال المنخفضة بإمكانها الإقتراض بنسبة أكبر قبل ظهور تكلفة العسر المالي؛
- إن المؤسسة التي تستخدم موجودات ملموسة بإمكانها الإقتراض بنسب أكبر من المؤسسات ذات الموجودات غير الملموسة؛

¹ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 218.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

➤ إن المؤسسة ذات معدلات الضريبة العالية بإمكانها الإقتراض بنسبة أكبر للإستفادة من الوفورات الضريبية.

المطلب الثاني: نظرية الوكالة

لقد نشأة نظرية الوكالة كمحاولة لحل مشكلة تعارض المصالح، وذلك من خلال عد المؤسسة على أنها سلسلة من التعاقدات الاختيارية بين الأطراف المختلفة في المؤسسة، من شأنها الحد من سلوك الإدارة بتفضيل مصالحها الشخصية على مصالح الأطراف الأخرى.

أولاً. مفهوم علاقة الوكالة

عرف Jensen and Meckling (1976) علاقة الوكالة على أنها " عقد يقوم بموجبه شخص أو أكثر (المدير أو المديرون) بإشراك شخص آخر (الوكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم، والتي تتضمن تفويض بعض سلطة اتخاذ القرار للوكيل.¹"

في أسواق رأس المال العامة والخاصة على السواء، يلتقي الأفراد الذين لا يملكون المهارات أو الرغبة في إدارة الأعمال التجارية بأفراد لديهم أفكار أو منتجات جيدة وقد لا يملكون الأموال اللازمة لطرح هذه المنتجات في السوق، تمثل هذه العلاقة بين المالكين والمديرين في مؤسسة ما علاقة وكالة، حيث يقوم المساهمون من معظم المؤسسات بتفويض سلطة اتخاذ القرار إلى مجلس الإدارة، ويقوم مجلس الادارة بدوره بتفويض السلطة إلى الرؤساء التنفيذيين.

ثانياً. مفهوم تكلفة الوكالة

هي المصاريف التي تترتب على حالة الصراع المحتملة بين المسيرين ومالكي المؤسسة والدائنين، وتصنف هذه التكاليف بحسب هيكل رأس المال المستخدم في تمويل المؤسسة إلى نوعين هما: تكلفة الوكالة للملكية وتنتشأ بسبب عدم تماثل المعلومات بين المساهمين (الموكل) والمسيرين (الوكيل)،

¹ - Slimani Samiha, **Firm Performance versus Managerial Power In determining CEO compensation: A Critical Study**, Abaad Iqtissadia, volume 7, N° 2, Boumardes, P 567.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

وتكلفة الوكالة للدين والتي تزداد بازدياد مستوى المديونية وذلك بسبب التدابير الوقائية التي يضعها الدائن، فضلا عن تكاليف مالكي المؤسسة (المساهمين)¹.

تقترح هذه النظرية تفسيراً لسلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة، مثل المدراء أو المسيرين، الملاك أو المساهمون، المقرضين والمدنيين بشكل عام، ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على اختيار هيكل التمويل، وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين أساسيتين وهما:

➤ ليس بالضرورة أن تكون أهداف المسيرين والملاك متطابقة؛

➤ ثم إن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها.

في عام 1976 أسقط كل من Jensen and Meckling افتراض تماثل دالة الهدف لشركاء المؤسسة (الملاك، المسيرين والمقرضين)، فالملاك هدفهم تعظيم قيمة المؤسسة وللمسيرين أهداف عديدة، كما أن للمقرضين أهداف أخرى والتي قد تكون متناقضة في أغلب الأحيان، وتؤدي هذه التعددية في الأهداف إلى ظهور ما يدعى بصراع الوكالة.

كما أثبتنا أن هناك تكلفة وكالة للديون تلعب دوراً هاماً في اتخاذ قرار التمويل، وبظهور هذه التكلفة أصبح الهيكل المالي الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معاً، وكما هو الشأن في تكاليف الإفلاس، فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك، وهذا برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، مما يجعل الملاك يرفعون معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار، والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة².

ثالثاً. أهداف نظرية الوكالة

1. التضارب بين مصالح المساهمين والمسير:

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص ص 234-235.

² - Jensen Michael, Meckling William, **The theory of the firm: managerial behavior agency costs and ownership structure**, journal of financial economics, volume 3 N° 4, october, 1976, pp 305-360.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إذا كان المسير لا يحوز شخصيا على كامل حقوق الملكية في المؤسسة، فإن وكالة التسيير التي تنجم عن هذه الوضعية عادة ما تكون مصدر لتكاليف الوكالة، أسباب التضارب في المصالح يمكن أن تكون على شكل محاولة الوكيل تحويل ثروة غير مالية لصالحه، باعتبار أنه لا يستفيد من العوائد الكلية لنشاطه، مع تحمله شخصيا للمسؤولية¹.

الخلاف يمكن أيضا أن يكون ناتجا عن حرص المسير الدائم على استمرار نشاط المؤسسة، حتى وإن كانت التصفية أكثر فائدة من المنفعة من وجهة نظر المساهمين، فظاهرة الاستثمار المفرط من جانب المسير تمثل هي الأخرى عامل للخلاف إذا كان المساهمون يرون أن توزيع التدفقات المالية المتاحة هو الأجدى.

2. التضارب بين مصالح المساهمين والمقرضين

إن العلاقة التي تنشأ بين المقرض (البنك) والمؤسسة تخضع لمبدأ عدم التناظر في المعلومة، ويتمثل هذا المبدأ في اعتبار وجود تباين في المعلومة من حيث المستوى والنوعية بين الأعوان الاقتصاديين وهذا طول فترة علاقة القرض، وعليه فأتثناء هذه الفترة قد يجد البنك نفسه في وضع استحالة التحقق التام من الجهود التي تبذل من قبل المؤسسة (الوكيل) بسبب انعدام المعلومة، في هذه الحالة فإن مخاطر عدم التأكد بالنسبة للمقرض تعرف بإمكانية أن تقوم المؤسسة بتحويل رؤوس الأموال المقترضة لغايات أكثر مخاطرة مما تم تقديره، بشكل يعظم قيمة الاستثمار على حساب المخاطرة، هذه الوضعية تطرح مشكلة " إجلال الأصول " المرتبط بطبيعة المكافأة التعاقدية للمدينين (المقرضين).

إن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للإستدانة إلى الأموال الخاصة، بمعنى أنه سوف يؤثر على تشكيلة الهيكل المالي الأمثل، وبعبارة أكثر وضوحا سوف يترتب على ظهور تكلفة الوكالة تدني نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي.

وهو ما يوضحه الشكل التالي، حيث نلاحظ أن نسبة الاستدانة المثلى قد انخفضت من X^* إلى Y ، مع مراعاة أن النقطة Y هي تلك النقطة التي تتعادل عندها الوفورات الضريبية مع تكلفة الوكالة، وقبل

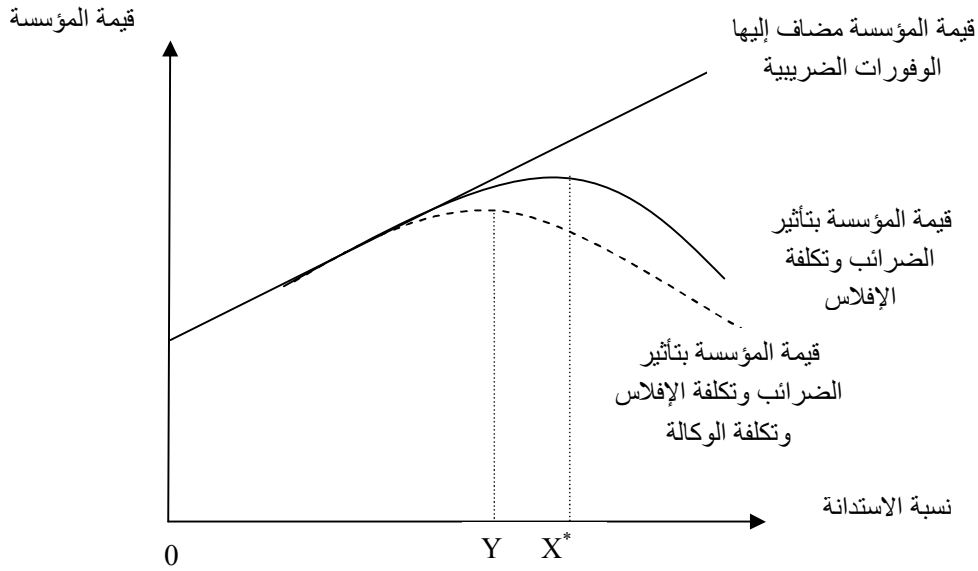
¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص ص 381-382.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

بلوغ نسبة الاستدانة تلك النقطة تكون الوفورات الضريبية أكبر من تكاليف الوكالة، أما بعدها فسيحدث العكس.

الشكل رقم (2-11): القيمة السوقية للمؤسسة في ظل تأثير الضريبة ووجود تكلفة الإفلاس

والوكالة



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص 387.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المطلب الثالث: نظرية الإشارة

تقوم نظرية الإشارة على الافتراض القوي بأن مديري المؤسسات لديهم معلومات أفضل من موردي التمويل، هذا يعني أنهم في موقع أفضل لتوقع التدفقات المستقبلية للمؤسسة ومعرفة حالة مؤسستهم، وبالتالي فإن أي إشارة يرسلونها تشير إلى أن التدفقات ستكون أفضل من المتوقع، أو أن المخاطر ستكون أقل، والتي قد تمكن المستثمر من خلق القيمة، لذلك المستثمرون يراقبون باستمرار هذه الإشارات¹.

ومن ثم هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المسيرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أداء أقل، وما يميز هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة، هذه الإشارات متعددة، منها هيكل رأس المال، سياسة مكافآت رأس المال أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة.

تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين أساسيتين هما²:

- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث أنه بإمكان المسيرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛
- حتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تُدرك ولا تُفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

من أجل توضيح هذه النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، نفترض على سبيل المثال أن مختبرات البحث والتطوير التابعة لمؤسسة ما ولتكن P قد اكتشفت منتجاً جديداً، وهو محمي ببراءة اختراع، ويريدون الحفاظ على سرية المنتج الجديد لأطول فترة ممكنة لتأخير دخول المنافسين إلى السوق، ومنه

¹ Pierre Vernimmen, Corporate Finance theory and practice, UK, John Wiley & Sons, Ltd, fourth edition, 2014, p 614.

² عبد الوهاب دادان، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي - الإسهامات النظرية الأساسية -، مجلة الباحث، العدد 4، 2006، ص 112.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يجب بناء مصنع جديد لصنع هذا المنتج، لذلك يجب زيادة رأس المال، فكيف يمكن للمؤسسة P رفع رأس مالها¹؟

إذا اتخذت المؤسسة قرار برفع رأس مالها عن طريق اصدار وبيع أسهم، فإنه يترتب على صنع المنتج تدفق نقدي مناسب، مما يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم وزيادة الطلب عليه، وسيحقق مُشترُّ الأسهم الجديدة ثروة كبيرة، فالمساهمون بما في ذلك المسيرين فسيكونون في وضع مالي جيد، ولكن ليس كما كانوا سيفعلون إذا لم تبع المؤسسة P أسهما قبل أن يرتفع السعر.

لذلك فيما يخص اختيار تشكيلة الهيكل التمويلي فإن المؤسسة التي يتوقع أن يبشر مستقبلها بنتائج إيجابية للغاية، فيجب عليها تجنب إصدار وبيع أسهم جديدة، وبدلاً من ذلك، يجب عليها البحث عن وسائل أخرى لرفع رأس المال مثل اللجوء إلى القروض، مما يؤدي إلى تعظيم قيمة السهم من ناحية، وانخفاض متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال من ناحية أخرى.

نأخذ مؤسسة أخرى ولتكن N، لنفترض أن المسيرين لديهم معلومات بأن الطلبيات متوقفة بشكل حاد على منتجاتها، بسبب قيام أحد المنافسين بتركيب تقنية جديدة، أدت إلى تحسين جودة منتجاتها، مما يتطلب من المؤسسة N تطوير منشآتها الإنتاجية بتكلفة عالية فقط للحفاظ على مبيعاتها الحالية، وهذا ما يترتب عليه انخفاض العائد على الاستثمار، ولكن ليس بقدر ما إذا كان لم يتخذ أي إجراء، فكيف يجب على المؤسسة N زيادة رأس المال المطلوب؟ الوضع هنا هو عكس ذلك الذي تواجهه المؤسسة P، حيث أن المؤسسة N إذا استخدمت القروض في ظل هذه الظروف فسيؤدي بها إلى الإفلاس.

لذلك يمكن القول بأنه على المؤسسات التي يتوقع أن تحقق نتائج غير جيدة في المستقبل اللجوء إلى زيادة رأس المال، عن طريق إصدار وبيع أسهم جديدة لتجنب حدوث إفلاس، وجلب مستثمرين جدد لتقاسم أي خسائر متوقعة.

¹ - Eugene F. Brigham & Michael C. Ehrhardt, **Financial Management Theory and Practice**, USA, 12th edition, thomson south-western, 2008, P 580.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إن فـالمؤسسات المتوقـع أن يكون لها مستقبل جيد تفضل التمويل عن طريق الاستدانة، في حين تفضل المؤسسات المتوقـع أن يكون لها نتائج سيئة في المستقبل التمويل عن طريق الرفع في الأموال الخاصة.

في سياق عدم تماثل المعلومات، تتنبأ نظرية الإشارة بما يلي¹:

- إصدار أوراق الدين هو إشارة موجبة في السوق يؤدي إلى رفع القيمة السوقية للمؤسسة المعنية؛
- إصدار أوراق الملكية هو إشارة سلبية في السوق يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة المعنية.

المطلب الرابع: نظرية التسلسل الهرمي

أولاً. مضمون النظرية

بهدف تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، ظهرت في منتصف الثمانينات نظرية أخرى من بين النظريات الحديثة، تعرف بنظرية التسلسل الهرمي أو الالتقاط التدريجي للتمويل، والتي استهدفت أساساً بالدرجة الأولى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، واستبعدت هذه النظرية فرضية وجود نسبة مثلى للإستدانة، أي أن المؤسسة تعتمد ترتيب تفضيلي لتشكيلة من مصادر التمويل بحسب الأولوية، وليس السعي إلى تحقيق هيكل تمويلي أمثل.

يرجع الفضل في إرساء دعائم هذه النظرية إلى الكاتب الباحث Myers، والذي تأثر بالنظريات والأبحاث المالية السابقة، بما في ذلك كتاب دونالدسون (Donaldson 1961)، حيث أثبت بأن الإختيار العكسي في المؤسسة يعني ضمناً أن الأرباح المحتجزة أفضل من القروض، وهذه الأخيرة أفضل من الأسهم فيما يخص التمويل².

¹ - مليكاوي مولود، مرجع سبق ذكره، ص 171.

² - Murray Z. Frank and Vidhan K. Goyal, **trad-off and pecking order theories of debt, handbook of empirical corporat finance**, volume 2, 2008, p 150.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

1. نموذج (Williamson 1988)

قام ويليامسون (Williamson)¹ بتحليل قرار التمويل في المؤسسة كصفقة يكون فيها درجة خصوصية الأصل المراد تمويله الدور المركزي في عملية التمويل وبالتالي الهيكل المالي، فالديون والأموال الخاصة لا يمكن اعتبارها كوسائل تمويل بل يتم تحليلها من خلال تكاليف الوكالة الخاصة بها.

يفترض ويليامسون (Williamson) أن أطراف التعاقد (مساهمون، مسيرون والمدينون) لهم رشادة محدودة (قدرة محدودة على التفكير والحساب) وهم في واقع الأمر انتهازيون، فانطلاقا من الأطراف التي تم التعاقد معها تستطيع الأطراف الأخرى تغيير سلوكها ليصب في نهاية الأمر في مصلحتها، بعد امضاء العقد يمكن لهذا السلوك أن يولد تعديلات قبلية حتى يتسنى للعلاقة التعاقدية أن تستمر على المدى الطويل، وعندما يتعلق الأمر بعقد تمويل لا يمكن اعتبار الديون والرفع من رأس المال كمجرد موارد تمويل، لكن أيضا كأداة تسمح بتحقيق هذه التعديلات.

فحسب ويليامسون (Williamson) فإن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله يلعب دورا كبيرا في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه، فعندما يتعلق الأمر بتمويل استثمار في شكل أصل خاص (أصل ليس له إلا استعمالات محدودة من قبل قلة من المؤسسات وليس له سوق ثانوي متطور)، يكون محل عقد غير تام بين المؤسسة وحاملي رؤوس الأموال حتى يمكن ذلك من اجراء تكيف لهذا العقد لاحقا.

ومنه فاتخاذ قرار التمويل بالأموال الخاصة في هذه الحالة (بإصدار أسهم بحجم ليس بكبير)، سيكون أكثر فعالية مقارنة بالتمويل عن طريق الاستدانة، وبالمقابل فإن هذه الأخيرة لا تسمح بتحقيق التعديلات قبلية وخاصة عند وجوب تسديد الفوائد والأقساط حسب جدول الاستحقاق بشكل منتظم²، وبالتالي فإذا كان الاستثمار خاصا، فالمقرضون يضعون في الحسبان هذه المخاطر، وهو ما يدفعهم

¹ - محمد بشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 222 .

² - عبد الوهاب دادان، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2009، ص 326.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إلى المطالبة بتكاليف تمويل عالية، أما إذا تعلق الأمر بأصل غير خاص، يكون التمويل بالقروض والتي تعتبر أكثر مصادر التمويل بساطة وملاءمة، واحتمالات القيام بتعديلات قبلية ضئيلة، باعتبار أن هذا الإستثمار من المحتمل أن يولد عوائد بشكل منتظم، وبالتالي حسب Williamson فإن العامل الأساسي الذي يفسر نمط التمويل هو درجة خصوصية الأصل.

2. نموذج ماييرز وماجليف 1984 (& Majluf Myers)

قدم ماييرز وماجليف 1984 (& Majluf Myers) نموذج¹ حول السلوك التمويلي للمؤسسات في ظل تفاعل قرارات التمويل والإستثمار للحد من عدم كفاءة القرارات الإستثمارية الناجمة عن عدم تماثل المعلومات، معتمدين على اقتراحات دونالدسون (Donaldson 1961)، من خلال إسقاط افتراض تماثل المعلومات مبينا العلاقة بين قراري الإستثمار والتمويل، عندما يتوافر لدى المسيرين معلومات خاصة عن قيمة أصول المؤسسة ليست متاحة للمستثمرين، حيث يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى تقييم الأسهم العادية للمؤسسة على نحو خاطئ من قبل السوق.

وعليه فإن المديرين إذا كان لديهم معلومات داخلية تدفعهم للعمل وفقا لمصلحة حملة الأسهم القدامى، فإنهم سوف يمتنعون عن إصدار أسهم عادية جديدة، حتى ولو ترتب على ذلك رفض الفرص الإستثمارية الجيدة، لأن سوء تقييم أسعار الأسهم قد يصل إلى الحد الذي يستطيع عنده المستثمرون الجدد أن يستحوذوا على ما هو أكبر من صافي القيمة الحالية للمشروع الجديد، حتى ولو كانت صافي قيمته الحالية موجبة، غير أنه يمكن للمؤسسة تجنب حالة قصور الإستثمار باللجوء إلى موارد التمويل الأخرى.

فحسب هذا النموذج فإن المؤسسات تفضل تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي (الأرباح المحتجزة، الاحتياطات وأقساط الاهتلاك)، وإذا ثبت أن هذا المصدر غير كافي يلجأ المديرين إلى

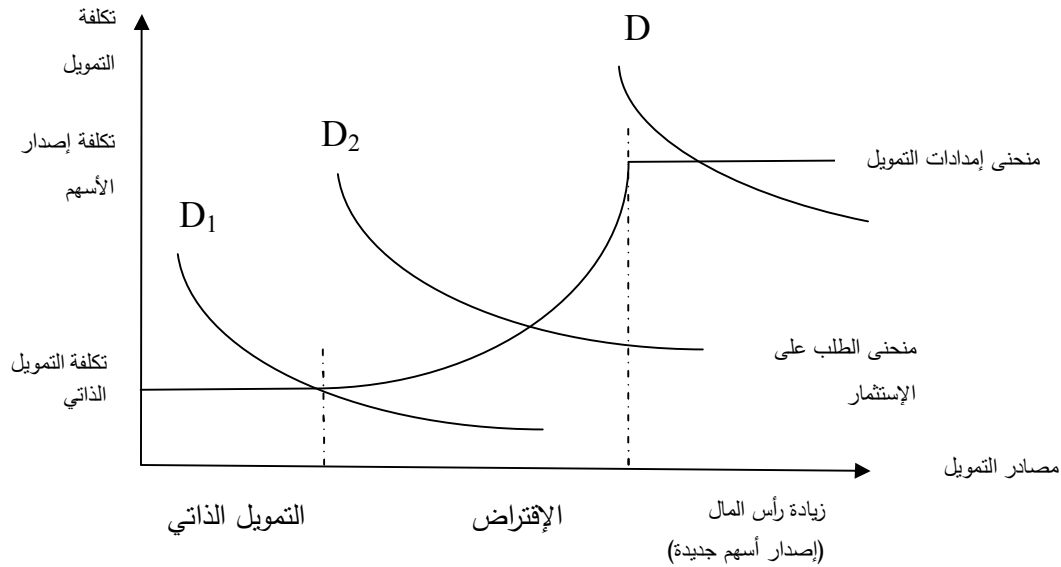
¹ - عبد المجيد تيمايوي، مرجع سبق ذكره، ص ص 75-76.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المصادر الخارجية فيتجهون أولا إلى التمويل عن طريق الإستدانة، وأخيرا إلى التمويل بإصدار أسهم جديدة للرفع من رأس مال المؤسسة، ولا يستعمل هذا النوع من التمويل إلا في الحالات الاستثنائية¹.

يبين الشكل رقم (14) التسلسل الهرمي لمصادر التمويل، فالإستثمارات تمولا أولا عن طريق الأموال الداخلية ثم عن طريق القروض وأخيرا بإصدار أسهم جديدة، كما نلاحظ ان تكلفة التمويل ترتفع كلما اتجهت المؤسسة نحو استعمال التمويل الخارجي، فتكلفة التمويل الذاتي أقل من تكلفة الاستدانة، وتكلفة هذه الأخيرة أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة.

الشكل رقم (2-12): منحى التسلسل الهرمي للتمويل حسب نظرية أفضلية مصادر التمويل



المصدر: Benoit Mulkey & Mohamed Sassenou, **La hiérarchie des financements des investissements des PME**, Revue Economique, vol 46, N° 02, 1995, P 348.

ثانيا. الانسجام بين نموذج (Williamson) ونموذج (& Majluf Myers)

إذا ما حاولنا مقارنة النموذجين السابقين، فإنهما اعتمدا نفس القاعدة وهي الاختيار، ولكن بتطبيق إجراءات متباينة، وهذا ما يؤدي إلى التساؤل عن المساهمة التفسيرية لكل نموذج بشأن السلوك

¹- Mihaela Brindusa Tudose, **Capital Structure and Firm Performance**, economy transdisciplinarity cognition, vol 15, N° 02, Romania, 2012, p 78.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الخاص باختيار طرق التمويل، لقد أجريت العديد من الاختبارات الميدانية لما جاء به النموذجين من أجل الحكم على دقة نتائجهما، ومن بين أهم الاختبارات نذكر تلك التي قام بها كل من Balakrishman.S et Fox. I في الولايات المتحدة الأمريكية، كاختبارات نموذجية وشهيرة نشرت نتائجها سنة¹ 1933، وكذا الاختبار الذي قام به Evelune Poicelot-butel بفرنسا لذات الهدف سنة 1996، نتائج هذه الاختبارات نوردتها بشكل مختصر ومقارن في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-2): مقارنة نتائج الاختبارات الميدانية لنموذج Myers و Williamson

نتائج اختبارات Evelune Poicelot-butel	نتائج اختبارات Balakrishman.S et Fox. I	فرضيات نموذج Myers و Williamson
➤ غياب كلي لوجود علاقة ذات دلالة	➤ اختبار يؤكد صحة علاقة Williamson	نموذج Williamson: تمتلك المؤسسات أصولاً خاصة تفضل تمويلها عن طريق الرفع في رأس المال
➤ عدم وجود علاقة دالة بين التدفق النقدي المتاح ومقدار الرفع في رأس المال	➤ عدم إمكانية تأكيد وجود العلاقة	نموذج Myers: المؤسسات التي تتوفر على تدفقات نقدية متاحة Freecash-flow تمويل استثماراتها عن طريق الرفع في رأس المال كأولوية

المصدر: Samira Rifki, Abdessadeq Sadq، op cit, p 21.

¹ - عبد الوهاب دادان، مرجع سبق ذكره، ص 327.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لقد تبين وجود صعوبة في اختبار النماذج النظرية، وبالتالي ضرورة اللجوء إلى التقريب، فبالرغم من هذه النقائص إلا أن مبدأ التمويل المتدرج يبقى الأكثر قدرة على تفسير السلوك التمويلي لبعض أصناف المؤسسات، خصوصا المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ثالثا. الانتقادات التي وجهت لهذه النظرية

هناك مجموعة من الإنتقادات التي تم توجيهها لهذه النظرية أهمها¹:

- تتجاهل هذه النظرية العوامل التي قد تؤثر على اختيار المؤسسة لمصدر التمويل، ومنها مثلا سعر الفائدة، أو العلاقات بينها وبين الجهة المقرضة؛
- إن تكاليف كل من المعاملات والمعلومات ليست سببا رئيسيا يجعل متخذي القرار في المؤسسات يفضلون التمويل الداخلي على الخارجي، بل هناك سبب رئيسي أهم وهو ميزان السيطرة واتخاذ القرار في المؤسسات، ذلك أن إصدار أسهم جديدة مثلا قد يؤدي إلى تغيير هذا الميزان.

المبحث الرابع: النظريات المالية المتوافقة مع خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إن المساهمات النظرية المتعلقة بتفسير الهياكل التمويلية والتي تعرضنا لها في المباحث السابقة، لا تمثل في معظمها أدوات يمكن من خلالها تفسير الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكونها تنطلق أساسا من فرضيات لا يمكن الأخذ بها في حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نظرا للخصوصية التي تتميز بها هذه الأخيرة، فهي تمتاز بمخطر الإستغلال المرتفع، وعدم وجود سوق مالي منظم، وانعدام التناظر في المعلومة.

المطلب الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أولا. مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لقد لوحظ من خلال استعراض التجارب التي قدمتها بعض الدول والهيئات المتخصصة في الأبحاث حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، اختلافا في المعايير المستخدمة لتحديد مفهومها، حيث

¹ رضوان العمار، دانيا إبراهيم غيا، نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40، العدد6، سورية، 2018، ص 72.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يختلف المعيار المستخدم باختلاف النصوص التشريعية والتنظيمية المعتمدة، حيث استخدمت بعض الهيئات معيار رأس المال كأداة لتحديد مفهوم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، بينما استخدمت دول أخرى معيار حجم العمالة، ويعد هذا الأخير أكثر المعايير استخداماً، وسنستعرض في هذا الإطار بعض التعاريف لعينة من الدول والهيئات للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة.

1. الإتحاد الأوروبي

وضع الإتحاد الأوروبي في سنة 1996 تعريف موحداً للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بناءً على توصيات المفوضية الأوروبية التي حددت أهداف وضع التعريف والمتمثلة في المعاملة التفضيلية، وبرامج الإعانة، والدعم الموجه، ولم يتغير التعريف المعتمد في سنة 1996 إلى غاية سنة 2003، أين تم اعتماد تعريف موحد من قبل المجلس الأوروبي حيث قام برفع العتبات المعتمدة في تعريف 1996 على النحو التالي¹:

➤ تضم المؤسسة المتوسطة أقل من 250 عامل، وتحقق رقم أعمال سنوي أقل أو يساوي 50 مليون أورو (40 مليون أورو في سنة 1996)، أو إجمالي أصول لا يتعدى 43 مليون أورو (27 مليون أورو في سنة 1996).

➤ تشغل المؤسسة الصغيرة عدداً من الأشخاص يقل عن 50، تحقق رقم أعمال سنوي لا يزيد عن 10 ملايين أورو (7 ملايين أورو في سنة 1996)، أو إجمالي أصول ميزانيتها أقل أو يساوي 10 ملايين أورو (5 ملايين أورو في سنة 1996).

➤ تشغل المؤسسة الصغيرة جداً أقل من عشرة أشخاص، ورقم أعمالها السنوي لا يتعدى 2 مليون أورو أو إجمالي أصول ميزانيتها لا يتعدى 2 مليون أورو.

2. الصين

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة جزءاً مهماً في الإقتصاد الصيني، حيث تشكل 99.81% من إجمالي المؤسسات المتواجدة في النسيج الإقتصادي الصيني، ويختلف تعريف المؤسسات الصغيرة

¹ - العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الإقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، في العلوم الإقتصادية كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التنموية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010/2011، ص ص 163-164.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

والمتوسطة باختلاف فئة الصناعة في الصين، ويتم تحديدها على أساس مجموعة من المعايير وهي: عدد الموظفين، إجمالي الأصول، بالإضافة إلى إجمالي الإيرادات السنوية للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة، وقد صنفت هذه الأخيرة وفق قانون ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصادر سنة 2003¹، ويحدد هذا القانون المبادئ التوجيهية لتصنيفها، عن طريق استبدال المعايير القديمة لعام 1988 والمعايير التكميلية لعام 1992، كما يبين ذلك الجدول التالي:

الجدول رقم (2-3): تصنيف الصين للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

نوع المؤسسة	الصناعات	حجم العمالة	مجموع الأصول	رقم الأعمال السنوي
مؤسسة صغيرة	صناعة	> 300	40 مليون يوان	> 30 مليون يوان
	بناء	> 600	40 مليون يوان	> 30 مليون يوان
	فندق ومطاعم	> 400		> 30 مليون يوان
مؤسسة متوسطة	صناعة	300-2000	40-400 مليون يوان	30-300 مليون يوان
	بناء	600-3000	40-400 مليون يوان	30-300 مليون يوان
	فندق ومطاعم	400-800		30-150 مليون يوان

المصدر: Noor Hazlina Ahmad, Qaisar Iqbal, and Hasliza Abdul Halim, Op.cit, p 02.

3. اليابان

استندت اليابان إلى معياري رأس المال واليد العاملة لتحديد تصنيفات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يعرفها القانون الأساسي المعدل في الثالث من ديسمبر 1999 على النحو الذي يوضحه الجدول التالي:

¹- Noor Hazlina Ahmad, Qaisar Iqbal, and Hasliza Abdul Halim, **Challenges and opportunities for SMEs in industry 4.0**, IGI Global, USA, 2020, p 02.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الجدول رقم (2-4): تصنيف اليابان للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

نوع القطاع	عدد العمال	رأس المال (الين ¥)
الصناعة، البناء والنقل	أقل من 300 عامل	أقل من 300 مليون
تجارة بالجملة	أقل من 100 عامل	أقل من 100 مليون
خدمات	أقل من 100 عامل	أقل من 50 مليون
تجارة بالتجزئة	أقل من 50 عامل	أقل من 50 مليون

Nadin Levratto, *La PME objet frontièreM une analyse termes de cohérence entre: l'organisation interne et le marché*, communication au colloque les PME dans les sociétés contemporaines de 1880 à nos jours, pouvoir, représentation, action, université de Paris 1 panthéon/Sorbonne 20 et 21 janvier 2006, p 04.

4. الجزائر

ارتكز مفهوم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر على ما ورد في القانون 17-02 المؤرخ في 11 جانفي 2017، والذي استند إلى أهداف السياسات الداعمة للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة، والآليات المخصصة لها، فيما يتعلق بالإنشاء والإنماء والديمومة.

" تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، مهما كانت طبيعتها القانونية، بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/ أو الخدمات:

- تشغل من واحد (1) إلى مائتين وخمسون (250) شخصا،
- لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي أربعة (4) ملايين دينار جزائري؛
- تستوفي معيار الإستقلالية.¹

يشترط التعريف ضرورة تمتع المؤسسة بالاستقلالية، حيث حدد نسبة الحد الأقصى لمساهمة الغير بها ب 25%.

¹ المادة رقم 5 من القانون رقم 17-02 المؤرخ في 11 جانفي 2017، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 02، ص 5.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

" تعرف المؤسسة المتوسطة بأنها مؤسسة تشغل ما بين خمسين (50) إلى مائتين وخمسون (250) شخصا، ورقم أعمالها السنوي ما بين أربعمائة (400) مليون دينار جزائري إلى أربعة (4) ملايين دينار جزائري، أو مجموع حصيلتها السنوية ما بين مائتي (200) مليون دينار جزائري إلى مليار (1) دينار جزائري.¹

" تعرف المؤسسة الصغيرة بأنها مؤسسة تشغل ما بين عشرة (10) إلى تسعة وأربعين (49) شخصا، ورقم أعمالها السنوي لا يتجاوز أربعمائة (400) مليون دينار جزائري، أو مجموع حصيلتها السنوية لا يتجاوز مائتي (200) مليون دينار جزائري.²

" تعرف المؤسسة الصغيرة جدا بأنها مؤسسة تشغل ما بين شخص واحد (1) إلى تسعة (9) أشخاص، ورقم أعمالها السنوي أقل من أربعين (40) مليون دينار جزائري، أو مجموع حصيلتها السنوية لا يتجاوز عشرين (20) مليون دينار جزائري.³

¹ - المادة رقم 8 من القانون رقم 17-02 المؤرخ في 11 جانفي 2017، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 02، ص 6.

² - المادة رقم 9 من القانون رقم 17-02 المؤرخ في 11 جانفي 2017، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 02، ص 6.

³ - المادة رقم 10 من القانون رقم 17-02 المؤرخ في 11 جانفي 2017، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 02، ص 6.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الجدول رقم (2-5): تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب التشريع الجزائري

نوع المؤسسة	حجم العمالة	رقم الأعمال السنوي	مجموع الأصول
متوسطة	من 50 إلى 250	ما بين 400 إلى 4 ملايين د.ج	ما بين 200 مليون إلى 1 مليار د.ج
صغيرة	من 10 إلى 49	لا يتجاوز 400 مليون د.ج	لا يتجاوز 200 مليون د.ج
صغيرة جدا	من 1 إلى 9	أقل من 40 مليون د.ج	لا يتجاوز 20 مليون د.ج

المصدر: من إعداد الطالب، اعتمادا على القانون رقم 17-02 المؤرخ في 11 جانفي 2017، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 02، ص 5-6.

ثانيا. خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالعديد من الخصائص الإيجابية التي تمكنها من تحقيق مزايا تنافسية مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، غير أن لها خصائص سلبية لا يجب الإغفال عنها.

1. الخصائص الإيجابية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أ. 1. سهولة التأسيس

يستطيع أي شخص عادي انشاء مؤسسة صغيرة أو متوسطة حتى وإن لم يكن يملك مؤهلات علمية، ومما لاشك فيه أن تأسيس مؤسسة صغيرة سيكون أيسر (من حيث الإجراءات القانونية)، وأسرع (من حيث مدة التأسيس)، من إنشاء مؤسسة كبيرة، ففي فرمسا مثلا تستغرق عملية تأسيس مؤسسة صغيرة أو متوسطة أقل من 24 ساعة.

ب. 1. الإستقلالية في الإدارة

يسيطر نمط الملكية الفردية أو العائلية في تسيير المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، وهذا ما يكسبها ميزة المرونة والسرعة في اتخاذ القرار، لإرتباط الإدارة بالملكية، مما يمنحها صفة الإستقلالية في الإدارة.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ج.1. بساطة الهيكل التنظيمي

تتصف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببساطة هيكلها التنظيمي، وبمستوى تعقيد أقل، حيث يتميز بقلّة التخصص في العمل إلى الدرجة التي يقوم فيها العامل بأداء عدة وظائف، مما يساعد في اتخاذ القرار بسرعة وسهولة، كما يُمكن من استقرار اليد العاملة في هذا النوع من المؤسسات، جراء تمركز القرار في يد مالك المؤسسة والشركاء.

د.1. سرعة التكيف مع متغيرات السوق

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدرجة عالية من المرونة في مختلف النواحي المتعلقة بنشاطها، حيث تتجسد في سرعة تكيفها مع مختلف التغيرات التي تحدث في السوق، ذلك أن صغر الحجم وقلّة التخصص يسمحان لها بتغيير درجة ومستوى النشاط أو طبيعته، على اعتبار أنه غير مكلف مما لو تعلق الأمر بمؤسسة كبيرة.

هـ.1. قصر مدة استرداد الأموال المستثمرة

وذلك نتيجة قلّة حجم رأس المال المستثمر، قصر دورة الإنتاج، بالإضافة إلى سرعة دوران المخزون، مقارنة مع المؤسسات كبيرة الحجم. وهذا ما يسمح لها بإعادة استثمار الأموال في مشاريع إنتاجية أخرى في مدة قصيرة.

و.1. مجانية وسهولة انتقال المعلومة

تتوفر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على نظام معلومات داخلي يتميز بقلّة التعقيد، وهو ما يسمح بالانتشار السريع صعوداً أو نزولاً بين مختلف المستويات الإدارية، أما خارجياً فنظام المعلومات يتصف بدوره بمجانية المعلومة، حيث تتاح هذه الأخيرة لكل الأعوان الاقتصاديين وبنفس الكمية.

ز.1. انخفاض مستويات معامل رأس المال/ العمل

تستخدم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في نشاطاتها التكنولوجية البسيطة والطاقل كثافة لرأس المال، نظراً لتخصصها في عدد محدود من عمليات التصنيع، ما يؤدي لانخفاض مستويات معامل رأس المال/ العمل، مما يجعل هذه المؤسسات أكثر قدرة على استيعاب الفائض من العمالة، لأن هذه

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

التكنولوجيات المستخدمة تكون أقل تعقيدا، مما يسهل تدريب العمال على استخدامها والتقليل من نفقات التعطيل والصيانة¹.

ح.1. حرية الدخول والخروج من السوق

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بانخفاض قيمة الاستثمارات الثابتة نسبيا خاصة تجهيزات الإنتاج، وقلة المخزون من المواد الأولية والمنتجات المصنعة أو النصف مصنعة، بالإضافة إلى سهولة تحويل أصول هذا النوع من المؤسسات إلى سيولة، بالبيع أو التنازل دون تكبد خسائر كبيرة، كل ذلك يسمح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الولوج إلى السوق والخروج منه بحرية أكبر من المؤسسات ذات الحجم الكبير.

2. الخصائص السلبية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أ.2. معدلات الفشل العالية

تتعرض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للفشل أو التصفية بمعدلات أكبر نسبيا من المؤسسات الكبيرة، هذا التهديد قائم على مدى حياة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، إلا أنه أعلى نسبيا في السنوات الأولى للتأسيس، فالدراسات التي أجريت في الدول المتقدمة تشير إلى أنه من بين كل 1000 مؤسسة تُنشأ، 50% منها لا تبقى لأكثر من سنة ونصف، وأن 20% منها تبقى لأكثر من 10 سنوات².

ب.2. تعدد أشكال الملكية

تأخذ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في غالب الأحيان طابع الملكية الفردية أو العائلية أو شركات الأشخاص، ونادرا ماتظهر في شكل شركات أموال، وهذا راجع إلى صغر حجم رأس المال اللازم

¹ - عماري جمعي، إستراتيجية التصدير في المؤسسات المتوسطة والصغيرة الجزائرية، أطروحة دكتوراه علوم غير منشورة، في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2011، ص 54.

² - عبد الرحمن ياسر، تقييم دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحد من ظاهرة البطالة، رسالة ماجستير غير منشورة، في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2013/2014، ص 75.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لإنشاء مثل هكذا مؤسسات، وعليه فإن هذه المؤسسات لا يمكنها الاستفادة من المزايا المرتبطة بالحجم الكبير.

ج.2. انخفاض القدرات الذاتية على التوسع والتطور

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن غيرها من المؤسسات بانخفاض قدرتها الذاتية على التوسع نظرا لانخفاض الطاقة الإنتاجية وزيادة مسؤوليتها باستمرار ومتطلباتها المالية والفنية، كما تتصف بمحدودية استعمالها للتكنولوجيا الحديثة، وذلك لازدياد سرعة التقدم التكنولوجي، مما يعطل قدرتها على التوسع والتطور¹.

د.2. الإعتماد على القدرات الذاتية

إن نقص الخبرات اللازمة لإدارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يكون السبب الرئيسي لفشل هكذا مؤسسات، أما مؤسسات الحجم الكبير فتعتمد على خبرات متنوعة يتم تعيينها في مجالات العمل المختلفة التي يسودها جو من التنظيم والتنسيق، وهذا ما تفتقده المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يصعب على صاحب العمل القيام بتسيير كافة الوظائف المتعددة للمؤسسة، وأن يُلم بالخبرات اللازمة لتسييرها².

هـ.2. صعوبة الحصول على التمويل اللازم

تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من مشكل التمويل الذي يواجهها عند الإنشاء والتشغيل، نظرا لصعوبة الحصول على قروض من الجهاز المصرفي والمالي بسبب شروط الاستدانة الصعبة ومستوى الضمانات المطلوبة، وطول فترة الانتظار، ويرجع ذلك إلى عامل المركزية في منح القروض، الأمر الذي يفسر لجوء هذه المؤسسات إلى المصادر الذاتية، كما قد تلجأ إلى الاقتراض دون فائدة من العائلة والأقارب لسد هذا الاحتياج، وغالبا ما تواجه صعوبات في الحصول على الأموال.

¹ - عماري جمعي، مرجع سبق ذكره، ص 54.

² - عبد الرحمن ياسر، مرجع سبق ذكره، ص 75.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المطلب الثاني: الأطر النظرية المتوافقة مع خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببعض الخصوصيات والتي تمثل في غالب الأحيان مصدرا من مصادر الصعوبات المالية التي قد تواجهها، إذ يبدو أنه بالنسبة لهذا الصنف من المؤسسات أن اشكاليته في مجال القرار التمويلي أقل ارتباطا بمجرد التحكيم بين الموارد المتاحة، التي هي نتاج لمجموعة من المعوقات التقنية والمؤسسية، فهذا الفارق في إمكانيات التمويل بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة، إضافة إلى التكاليف الناجمة عن خاصيتها هو الذي يخلق الفرق المالي.

فعلى مدى ما يزيد عن ثلاث (04) عقود أو أكثر تم تكييف العديد من الأطر النظرية البديلة للنهج الكلاسيكي، والتي سمحت بوضع قواعد التفسير العملي والتجريبي لاختيار الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويمكن في هذا السياق ذكر ثلاث أطر نظرية تتوافق وخصوصيات المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وهي: نظرية الخيار الإداري، دورة حياة المؤسسة، بالإضافة إلى نظرية التمويل الهرمي، أما هذه الأخيرة فقد تطرقنا إليها في المبحث السابق، وسنذكر بشيء من التفصيل محتوى النظريتين المتبقيتين .

أولا. نظرية الخيار الإداري

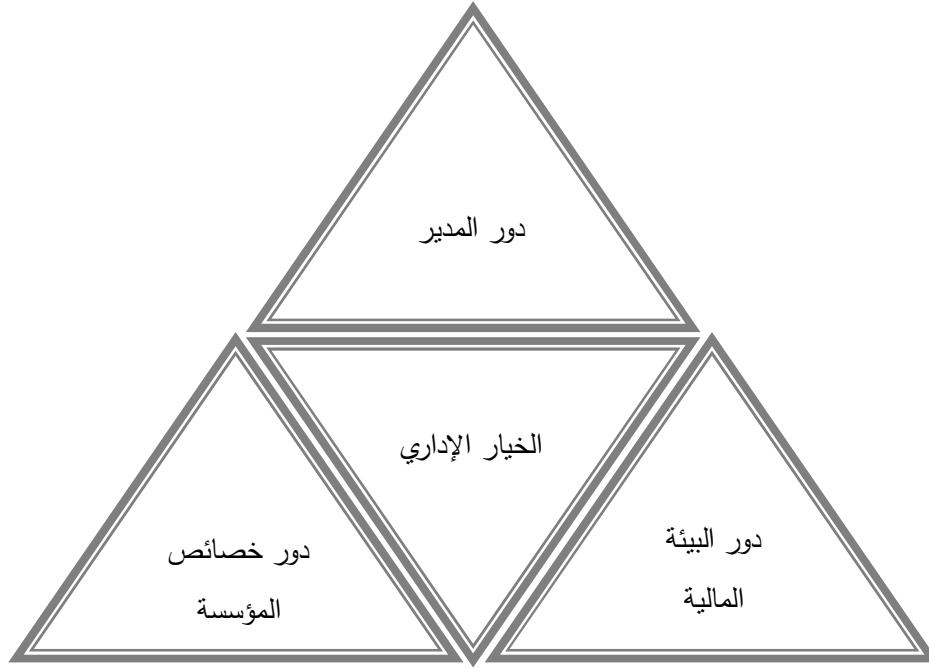
في عام 1985 أكد Singer & Pettit اللذين شاركا في بحث حول السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة أنه من الواضح أن المستوى الأمثل للمديونية في المؤسسات الصغيرة هو إلى حد كبير دال على خصائص المؤسسة ومالكها (المدير)، هذا ما يكشفه نورتن (Norton 1991) الذي ينسب إليه إضفاء الطابع الرسمي على هذه النظرية، بمعنى أن مسألة اختيار نوع التمويل مرتبط بشخصية المدير وخصائص المؤسسة، إذا ما أريد فهم هذه الظاهرة (السلوك التمويلي) بشكل أفضل يجب أن نعود إلى Barton & Matthews (1989) للحصول على نظرة عامة وكاملة لبدائيات هذا النهج، حيث قدما خمسة (05) مقترحات بحثية رسمية تتعلق باختيار هيكل تمويلي للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة، في سياق اتخاذ القرار الاستراتيجي وهي¹:

¹-Carol Frédy Gandégnon, Contribution à la connaissance du processus de la décision de financement par le dirigeant dans la petite entreprise non cotée, Thèse présentée

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- إن ميل المسيرين لقبول درجة عالية من المخاطر يؤثر على اختيارهم للهيكل المالي للمؤسسة، بمعنى أن مستوى المخاطرة الذي يوافق عليه المدير خاصة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، قد يطلب منه تقديم ضمانات شخصية مقابل التمويل الخارجي، سيكون له تأثير مباشر على تكوين الهيكل المالي.
 - تؤثر أهداف المدير بخصوص مؤسسته على هيكل تمويلها، حيث أن النظرية المالية التقليدية لم تقدم نموذجاً يحتوي قضية جوهرية وهي احترام المسيرين لهدف تعظيم ثروة المساهمين، مثل هذا النهج لا يمكن أن يكون ناجحاً في حالة أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مع العلم أن المساهم الوحيد في معظم الأحيان ليس سوى المدير نفسه، لذلك ستؤثر أهدافه الشخصية على قراراته بشأن نمط التمويل، وإذا لم يكن تعظيم ثروة المساهمين من أولوياته، فهناك سبب للاعتقاد بأنه سيقودها من خلال التركيز على ثرواته.
 - يفضل رواد الأعمال تمويل أعمالهم عن طريق التمويل الذاتي بدلاً من رأس المال الخارجي، رغبةً في الحفاظ على السيطرة على المؤسسة بالإضافة إلى إدارتها اليومية، وهذا ما يمنع بشكل غير مباشر تدخل أي مستثمر خارجي في قراراتها.
 - تؤثر الرغبة في المخاطرة لدى المسيرين والخصائص المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى المديونية، وكذلك شروط منح الأموال التي يرغب الدائنون في تقديمها، هذا الاقتراح يؤكد أن القائد ليس بالضرورة وحده الذي يقرر، لكن قد يخضع القرار لرغبات الممولين.
 - إن اختيار هيكل مالي مناسب للمؤسسة لا يتعلق بدور القائد فقط بقدر ما يتعلق بخصائص المؤسسة نفسها، حتى لو كان هذا الاختيار نتيجة لقرارات قائدها فقط، تظل الحقيقة أن الصورة التي تعكسها تعمل بشكل مستقل على تكوين هيكلها التمويلي.
- هذه الاقتراحات التي يعود تاريخها إلى أواخر الثمانينيات، مستوحاة من النموذج الاستراتيجي الذي طوره اندروز Andrews (1980)، حيث كان يهدف إلى التعمق أكثر في مسألة القرارات التمويلية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن خلال تحليل هذه الاقتراحات نرى أن العناصر الثلاثة الأولى تدور حول الدور الريادي للمدير في اختيار نمط التمويل، بينما تتعلق الأفكار الأخيرة بخصائص المؤسسة وخصائص البيئة المالية (محيطها الخارجي) لها.

الشكل رقم (2-13): تمثيل الخيار الإداري وفقا لـ (Norton1991)



المصدر: Carol Frédy Gandégnon, Op.cit, p 129.

ثانيا: دورة حياة المؤسسة

إن المؤسسات تعمل كما تعمل كل الأنظمة البيولوجية والاجتماعية فهي تولد وتنمو وتتضج وتموت، وأن أي جهد أو مسعى للتطوير يجب أن يمر عبر مراحل دورة حياة المؤسسة¹، لذلك لا يمكن ايجاد نظرية واحدة لتفسير الهياكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وعليه فالفرضية المعقولة هي أن هناك العديد من النظريات بالقدر الذي توجد به مراحل التطور، وهذا ما أكده Ang (1991) على أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قبل أن تكبر لابد من مرورها على عدة مستويات تطور، وأن كل مرحلة تحتوي على عوامل ضغط خاصة بها، والتي تتوافق مع التغيير في هيكل تمويلها، وبالتالي فإن الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة تختلف على طول دورة حياتها، فهي تتغير وتتطور حسب مراحل تطورها.

¹ - صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 83، جامعة بغداد، العراق، 2015، ص 72.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

1. المراحل الأولى من حياة المؤسسة: وتتميز بما يلي:

➤ مصداقية منخفضة تتمتع بها المؤسسة نظرا لضعف الخبرة؛

➤ الرغبة القوية في الاستغلال من جانب صاحب المؤسسة؛

➤ التمويل الذي يأتي بشكل أساسي من المؤسس أو المقربين منه.

2. المرحلة الوسطى: سيكون التمويل الخارجي بشكل أساسي من مصادر مصرفية وتجارية، من

الممكن أن تأمل المؤسسة في الحصول على رأس مال المخاطرة اعتمادا على ربحية المؤسسة.

3. مرحلتي التوسع والنمو: تتطلب احتياجات مالية كبيرة لذلك تلجأ المؤسسة للتمويل طويل

المدى، لتجنب الوقوع في أزمة السيولة، وهذه الاحتياجات المالية تتغير مع معدل تطور المؤسسة خصوصا في المدى البعيد.

ومجمل القول أن مشكلة التمويل تعد أولى وأهم المشكلات التي تواجه المؤسسات، وخاصة في مرحلة نموها وذلك أن المؤسسة في هذه المرحلة تتميز بقلّة وبساطة حجم رأس المال اللازم، وتكمن الصعوبات في عدم قدرة المؤسسة على زيادة رأس مالها، سواء عن طريق المدخرات أو عن طريق تقديم الضمانات للبنوك الائتمانية والمؤسسات التمويلية، كما أن شروط الاقتراض تشكل عبئا كبيرا بالنسبة للمنظمات نظرا لارتفاع أسعار الفائدة والعمولات التي تتقاضاها البنوك، فضلا عن عجزها عن توفير الضمانات الكافية اللازمة للحصول على الائتمان وعدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها المالية في المستقبل¹.

لقد اعتمدت العديد من الدراسات على نظرية دورة حياة المؤسسة، وخلصت هذه الدراسات إلى

اعتبار أن هذه النظرية هي الوحيدة التي بإمكانها تفسير الهيكل المالي وهذا عن طريق مراحل التطور².

¹ - صبيحة قاسم هاشم، مرجع سبق ذكره، ص 72.

² - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص 404.

الفصل الثاني.....الطرح النظري لأمتلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

خلاصة الفصل الثاني

لقد جاء هذا الفصل ليلقي الضوء على مضمون الإسهامات النظرية المهمة بتحديد المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسة، حيث بدأت هذه النظريات بالنظرية التقليدية التي أقرت بوجود نسبة اقتراض مثالية (هيكل مالي أمثل) تتخفف عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وبالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى، كما وافقتنا نظرية الربح الصافي، وهذا في ظل عدة فرضيات، أما نظرية مودكلياني وميلر (Modigliani and Miller) في غياب الضرائب ونظرية صافي ربح العمليات فإن الهيكل المالي للمؤسسة لا علاقة لها بتكلفة التمويل، أي لا وجود لهيكل مالي أمثل الذي يدين التكلفة الاجمالية لهذا الأخير ويعظم قيمة المؤسسة، وذلك بسبب ظهور عملية المراجعة بين المؤسسات التي تنتمي لنفس شريحة المخاطرة، وهذا في ظل انعدام تكاليف الإفلاس، الوكالة وغياب الضرائب.

بعد ذلك ظهرت نظريات حديثة قامت بتعديل بعض الفرضيات غير الواقعية، وقد أكدت كلها على وجود هيكل مالي أمثل يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، من بينها نظرية مودكلياني وميلر (Modigliani and Miller) بعد إدخال الضرائب، هذه النظرية بينت أن الهيكل المالي الأمثل لما تسدين المؤسسة أقصى ما يمكن، أي عند مستوى استدانة تمثل 100% من هيكل التمويل، كما أكدت نظرية المقايضة على وجود هيكل تمويلي أمثل يتشكل عند موازنة القيمة الحالية للوفورات الضريبية مع تكاليف التمويل المقترض، أما نظرية الوكالة فإن الهيكل المالي الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس.

العديد من الإسهامات النظرية حاولت التأكد من صحة مجمل هذه النظريات المالية في حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وخلصت إلى أن العناصر المرتبطة بتكلفة الإفلاس، الوكالة وانعدام التناظر في المعلومة، لا تفسر الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، في حين أن معظم قرارات المسيرين تبدو متطابقة مع نتائج نظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل، فالاستثمارات تمولا أولا عن طريق الأموال الداخلية ثم عن طريق القروض وأخيرا بإصدار أسهم جديدة.

الفصل الثالث:

تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل

الدراسة للفترة (2017-2020)

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

تمهيد

بعد ما قمنا سابقا بتسليط الضوء على أهم مفاهيم ومبادئ قرار التمويل وكذا التفصيل في معظم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية، (مجموع أموال الملكية بالإضافة الى مجمل أموال الاستدانة قصيرة ؛ متوسطة وطويلة الأجل)، ويهدف إسقاط التحليل النظري لمختلف نظريات الهيكل المالي؛ الكلاسيكية والحديثة على الواقع، وبالخصوص على واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، سنحاول في هذا الفصل تحليل الهيكل المالي لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية التابعة للقطاع الخاص، والتي تنشط في مختلف قطاعات النشاط، باستثناء القطاع الفلاحي والذي تم اسبعاده في هذه الدراسة، نظرا لعدم توفر البيانات المالية الخاصة بالمؤسسات الفلاحية.

ولقد تم اختيار المؤسسات بناء على البيانات المالية المتوفرة لأربع سنوات متتالية، من الفترة الممتدة من سنة 2017 إلى سنة 2020، وذلك بهدف إضفاء الطابع الديناميكي بدل الاكتفاء بالتحليل الساكن المعتمد على معطيات سنة مالية واحدة، والذي يقلل من نتائج الدراسة.

سنقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، حيث يخصص المبحث الأول للعرض عناصر ميزانيات المؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)، مع تقديم بعض المعلومات العامة حول هذه المؤسسات، والتي أمكن الحصول عليها من موقع المركز الوطني للسجل التجاري، أما المبحث الثاني فقد خصص لتحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة، حيث تم التفصيل في مصادر تمويلها التي تضمنت الأموال المملوكة والمقترضة. بينما تطرقنا في المبحث الثالث لتقييم قرارات التمويل للمؤسسات محل الدراسة حيث قمنا بعرض ملخص للهيكل المالي للمؤسسات الاربعة خلال الفترة (2017-2020)،

وهذا بالتعرض إلى نسبة حضور أموال الملكية والديون في تشكيلة هيكلها المالية، مع تبيان نوع القرارات المالية المتخذة في هذا الشأن.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

المبحث الأول: عرض عناصر ميزانيات المؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

تتكون الميزانية من جانبين أساسيين هما: الأصول والخصوم، حيث تمثل هذه الأخيرة متحصلات الموارد المالية للمؤسسة ومصادرها، أما الأصول فتتمثل استخدامات هذه الموارد.

وقبل الخوض في تفاصيل الميزانيات المالية للمؤسسات محل الدراسة، يجب تقديم بعض المعلومات العامة حول هذه المؤسسات كمطلب أول، ثم عرض جانب الأصول لكل مؤسسة كمطلب ثاني، أما المطلب الثالث فقد خصص لعرض جانب الخصوم للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020).

المطلب الأول: معلومات عامة حول المؤسسات محل الدراسة

نحاول من خلال هذا العنصر التطرق إلى أهم معايير اختيار مؤسسات الدراسة، وكذا تقديم معلومات عامة حولها.

أولاً: معايير اختيار مؤسسات الدراسة

تقوم الدراسة الحالية على مجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية والتي أمكن الحصول عليها بالولوج الى موقع المركز الوطني للسجل التجاري، وهذا بناء على عدة معايير:

- المؤسسات المعنية بالدراسة ليست من نوع شركات المساهمة، لأن هذه الأخيرة لا تتوافق وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- المعطيات المالية نهائية؛
- توافر الحسابات لأربع سنوات متتالية (2017-2020)، ول 12 شهر من النشاط؛
- تاريخ آخر الحسابات 2020.12.31؛
- رقم الأعمال لا يتجاوز أربعة (4) ملايين دينار جزائري.

تم اختيار هذه المؤسسات دون غيرها لسبب موضوعي مرتبط بتوفر المعلومات، خاصة لسنة (2020)، حيث من خلال بحثنا في موقع المركز الوطني للسجل التجاري اكتشفنا أن معظم المؤسسات لم تدرج الحسابات الخاصة بها لسنة (2020)، وحتى المعلومات المالية المنشورة في الموقع حول المؤسسات تعاني من عدم الوضوح والنقص، حيث ينشر الموقع الميزانيات المحاسبية

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

وجدول حسابات النتائج فقط، والتي لا تقدم معلومات كافية حول الوضعية المالية للمؤسسة، وهذا ما يزيد من صعوبة الدراسة والتحليل.

ثانيا: تقديم المؤسسات محل الدراسة

من أجل محاولة الإحاطة بتركيبية الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة، وكذا تركيبية هيكل الأصول التي يمكن استعمالها كضمان للحصول على قروض في المستقبل، فإننا سنقوم بدراسة مجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية الناشطة في مختلف قطاعات النشاط، مع الأخذ بعين الاعتبار أن لا تكون هذه المؤسسات من نوع شركات المساهمة، لأن هذا النوع من المؤسسات لا يتوافق وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

يمكن تقديم مميزات المؤسسات محل الدراسة من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (3-1): معلومات حول المؤسسات محل الدراسة

الرقم	التسمية التجارية للمؤسسة	الشكل القانوني	المقر الاجتماعي	رأس المال (الوحدة: دج)	قطاع النشاط
01	ش.ذ.م.م بال بلاست BEL-PLAST	S.A.R.L	تلمسان	1.600.000,00	الصناعة (صناعة مواد التعبئة البلاستيكية)
02	ش.ذ.م.م أشغال الصومام TRAVAUX) (SOUMAM	S.A.R.L	عنابة	35.000.000,00	الأشغال العمومية (أشغال البناء في مختلف مراحل)
03	ش.ذ.م.م أنتقرا تاد لوجيستيك INTEGRATED LOGISTIC	S.A.R.L	ورقلة	330.000.000,00	الخدمات (الخدمات البيترولية، نقل البضائع، نقل الاشخاص)
04	ش.ذ.م.م مغرب بايب MAGHREB PIPE	S.A.R.L	المسيلة	1.000.000.000,00	الصناعة (صنع القنوات طويلة المسافة)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة على موقع المركز الوطني للسجل التجاري¹

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

يوضح الجدول السابق أن المؤسسات محل الدراسة جُلها تنتمي إلى المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة (S.A.R.L)، ومرتببة ترتيبيا تصاعديا وذلك حسب حجم رأس مال، حيث يختلف هذا الأخير من شركة لأخرى، وتختلف مؤسسات الدراسة كذلك في المقر الاجتماعي، والذي ارتأينا من خلاله أن تشمل الدراسة العديد من المناطق الجزائرية، حيث ضمت العينة المدروسة أربعة (4) مؤسسات، شملت كل من ولايات ورقلة، عنابة، تلمسان والمسيلة، وهوما سييتيح للدراسة لأن تكون أكثر شمولاً وتمس أنواع مختلفة من المؤسسات.

المطلب الثاني: تطور جانب الأصول للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

تشمل الأصول على الجانب الأيمن للميزانية وترتب حسب درجة سيولتها وتتكون من عنصرين أساسيين هما:

- الأصول غير الجارية؛
- الأصول الجارية.

أولا. مؤسسة أنتقراتاد لوجيستيك (INTEGRATED LOGISTIC)

نحاول التطرق لتركيبية جانب الأصول لمؤسسة أنتقراتاد لوجيستيك خلال الفترة (2017-2020)، وذلك من خلال الجدول التالي:

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الجدول رقم (3-2): جانب الأصول لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

2020	2019	2018	2017	البيان
0,00	0,00	0,00	0,00	أصول غير جارية فارق بين للإقتناء-المنتوج للإيجاري أو السليبي
0,00	0,00	55 917	66. 916	تثبيتات معنوية تثبيتات عينية
0,00	0,00	0,00	0,00	أراضي
80.000.000	80.000.000	80.000.000	80.000.000	مباني
17.234.687	20.725.224	22.534.350	17.106.005	تثبيتات عينية أخرى
0,00	0,00	0,00	0,00	تثبيتات ممنوح امتيازها
0,00	0,00	0,00	0,00	تثبيتات يجرى انجازها
0,00	0,00	0,00	0,00	المساهمات والحقوق الملحقة بها
0,00	0,00	0,00	0,00	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية
0,00	0,00	0,00	0,00	سندات أخرى مثبتة
0,00	0,00	0,00	0,00	حسابات الارتباط بين شركات في شكل مساهمة
0,00	0,00	0,00	0,00	ضرائب مؤجلة على الأصل
97.234.687	100.725.224	102.590.267	97.172.921	مجموع الأصل غير الجاري
0,00	0,00	0,00	0,00	أصول جارية مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ الحسابات الدائنة - الإستخدامات المماثلة
291.249.292	422.850.454	390.843.336	387.095.028	الزبائن
0,00	0,00	9 582 034	22 741 689	المدينون الآخرون
32.969.413	20.518.570	43.469.672	45.366.432	الضرائب
149.434.725	27.546.232	152.408.332	85.549.508	الموجودات وما يماثلها أموال الخزينة
473.653.430	470.915.256	596.303.374	540.752.657	مجموع الأصول الجارية
570.888.117	571.640.480	698.893.641	637.925.578	المجموع العام للأصول

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (01).

من أجل تحليل معطيات جانب الأصول لميزانية المؤسسة نقوم بدراسة نسبة كل من الأصول الجارية والأصول غير الجارية ومقارنتها بإجمالي الأصول لنفس الفترة، وهذا على النحو التالي:

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الجدول رقم (3-3): تطور أصول مؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

البيان	الأصول غير الجارية	النسبة %	الأصول الجارية	النسبة %
2017	97 172 921	% 15,23	540 752 657	% 84,77
2018	102 590 267	% 14,68	596 303 374	% 85,32
2019	100 725 224	% 17,62	470 915 256	% 82,38
2020	97 234 687	% 17,03	473 653 430	% 82,97

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (01).

نلاحظ أن الأصول غير الجارية لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك لم تتجاوز نسبة 18% من إجمالي الأصول، وهذا طوال فترة الدراسة، بالرغم من طبيعة نشاط المؤسسة الخدمي، والذي يتطلب أصول استثمارية كبيرة، خاصة في مجال نقل البضائع والأشخاص، مما يمكن المؤسسة من تحقيق أكبر عائد مستقبلا.

في المقابل نجد أن الأصول الجارية للمؤسسة تتجاوز نسبة 80% من إجمالي الأصول، وهذا خلال كامل سنوات الدراسة.

ثانيا. مؤسسة أشغال الصومام (TRAVAUX SOUMAM)

نقوم بعرض جانب الأصول لمؤسسة أشغال الصومام خلال الفترة (2017-2020) كالآتي:

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الجدول رقم (3-4): جانب الأصول لمؤسسة أشغال الصومام للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

2020	2019	2018	2017	البيان
0,00	0,00	0,00	0,00	أصول غير جارية فارق بين للاقتناء-المنتوج للايجاري أو السليبي
0,00	0,00	0,00	0,00	تثبيبات معنوية
0,00	0,00	0,00	0,00	تثبيبات عينية
7.200.000	7.200.000	7.200.000	7.200.000	أراضي
0,00	0,00	0,00	0,00	مباني
1.418.522,82	0,00	0,00	104.274,65	تثبيبات عينية أخرى
0,00	0,00	0,00	0,00	تثبيبات ممنوح امتيازها
0,00	0,00	0,00	0,00	تثبيبات يجرى انجازها
0,00	0,00	0,00	0,00	المساهمات والحقوق الملحقة بها
8.818.381	2.618.381,01	2.618.381,01	4.158.381,01	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية
0,00	0,00	0,00	0,00	سندات أخرى مثبتة
0,00	0,00	0,00	0,00	حسابات الارتباط بين شركات في شكل مساهمة
17.436.903,82	9.818.381,01	9.818.381,01	11.462.655,66	مجموع الأصل غير الجاري
8.805.367	0,00	0,00	0,00	أصول جارية مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ الحسابات الدائنة - الإستخدامات المماثلة
177.293.557,41	193.863.756,55	210.445.591,77	212.640.431,62	الزبائن
9.843.704,92	2.612.802,67	2.774.505,53	2.612.802,67	المديون الآخرون
23.912.450,83	23.912.451,45	24.497.771,29	38.244.381,22	الضرائب
13.384.462,83	10.794.051,93	22.343.270,11	70.773.387,79	الموجودات وما يماثلها أموال الخزينة
233.239.542,99	231.183.062,6	260.061.138,7	324.271.003,3	مجموع الأصول الجارية
250.676.446,81	241.001.443,61	269.879.519,71	335.733.658,96	المجموع العام للأصول

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (02).

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

من أجل تحليل معطيات جانب الأصول لميزانية المؤسسة نقوم بدراسة نسبة كل من الأصول الجارية والأصول غير الجارية ومقارنتها بإجمالي الأصول لنفس الفترة، وهذا على النحو التالي:

الجدول رقم (3-5): تطور أصول مؤسسة أشغال الصومام للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

البيان	الأصول غير الجارية	النسبة %	الأصول الجارية	النسبة %
2017	11 462 655,66	3,42 %	324 271 003,3	96,58 %
2018	9 818 381,01	3,64 %	260 061 138,7	96,36 %
2019	9 818 381,01	4,08 %	231 183 062,6	95,92 %
2020	17 436 903,82	7 %	233 239 542,99	93 %

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (02).

بالنسبة لمؤسسة أشغال الصومام يبدو لنا بوضوح الانخفاض الكبير في أصولها الثابتة، رغم ارتفاع نسبتها من 3.42 % سنة 2017 إلى 7 % سنة 2020 إلا أنها لا تكفي حتى لتغطية التزاماتها الطويلة الأجل، الأمر الذي يعرضها إلى مخاطر مالية كبيرة مستقبلا، فالأصول الجارية تتجاوز نسبتها 90 % مما يعني عدم تمكن المؤسسة من التوفيق بين التمويل طويل الأجل والاستثمارات طويلة الأجل.

ثالثا. مؤسسة مغرب بايب MAGHREB PIPE

يمثل الجدول التالي جانب الأصول لمؤسسة مغرب بايب خلال الفترة (2017-2020)، حيث ينقسم إلى قسمين أساسيين هما: الأصول غير الجارية والأصول الجارية.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الجدول رقم (3-6): جانب الأصول لمؤسسة مغرب بايب للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

2020	2019	2018	2017	البيان
0,00	0,00	0,00	0,00	أصول غير جارية فارق بين للإقتناء-المنتوج للإيجاري أو السلبي
157 507,07	45 510,01	57 262,95	10 000	تثبيات معنوية
	0,00	0,00	0,00	تثبيات عينية
414 910 584	414 910 584	404 910 584	404 910 584	أراضي
446 989 841,04	486 380 521,2	425 951 118,68	460 588 461,57	مباني
369 683 423,68	482 745 666,46	507 359 903,02	560 379 399,95	تثبيات عينية أخرى
1 142 870 150	1 142 870 150	1 142 870 150	714 405 950	تثبيات ممنوح امتيازها
446 534 826,7	150 111 598,42	115 622 102,29	38 545 000	تثبيات جري انجازها
0,00	0,00	0,00	0,00	المساهمات والحقوق الملحقة بها
1 037 282 700	1 035 850 200	1 077 850 200	1 077 850 200	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية
0,00	0,00	0,00	0,00	سندات أخرى مثبتة
0,00	0,00	0,00	0,00	حسابات الارتباط بين شركات في شكل مساهمة
3 858 429 032,49	3 712 914 230,09	3 674 621 320,94	3 256 689 595,52	مجموع الأصل غير الجاري
3 038 706 504,4	1 629 212 149,34	1 447 018 247,9	1 707 407 152,04	أصول جارية مخزونات ومنتجات قيادالتقيد
2 544 081 145,51	4 103 681 967,57	4 666 248 999,42	3 292 389 105,97	الحسابات الدائنة - الإستخدامات المماثلة
436 514 572,07	351 710 919,93	331 246 347,51	190 418 247,92	الزبائن
10 388 315,17	11 384 662,21	21 373 761,78	11 541 999,18	المدينون الآخرون
				الضرائب
201 293 415,81	390 700 467,68	422 767 926,08	348 262 960,24	الموجودات وما يماثلها أموال الخزينة

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

6 230 983 952,96	6 486 690 166,73	6 888 655 282,69	5 550 019 465,35	مجموع الأصول الجارية
10 089 412 985,45	10 199 604 396,82	10 563 276 603,63	8 806 709 060,87	المجموع العام للأصول

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (03).

من أجل تحليل معطيات جانب الأصول لميزانية المؤسسة نقوم بدراسة نسبة كل من الأصول الجارية والأصول غير الجارية ومقارنتها بإجمالي الأصول لنفس الفترة، وهذا على النحو التالي:

الجدول رقم (3-7): تطور أصول مؤسسة مغرب بايب للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

النسبة %	الأصول الجارية	النسبة %	الأصول غير الجارية	البيان
63,02 %	5 550 019 465,35	36,98 %	3 256 689 595,52	2017
65,21 %	6 888 655 282,69	34,79 %	3 674 621 320,94	2018
63,6 %	6 486 690 166,73	36,40 %	3 712 914 230,09	2019
61,76 %	6 230 983 952,96	38,24 %	3 858 429 032,49	2020

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (03).

من الجدول السابق نلاحظ أن الأصول غير الجارية للمؤسسة تعرف تغير إيجابي على طول الفترة المدروسة، وهذا راجع بالأساس إلى الارتفاع الكبير في حساب التثبيات التي يجرى إنجازها، حيث ارتفعت من (38 545 000 دج) سنة 2017 إلى (446 534 826,7 دج) سنة 2020، أي بمعدل نمو سنوي قدر ب 96.44 %، ما يفسر استراتيجية التوسع التي تنتهجها المؤسسة من أجل التنويع والزيادة في الإنتاج.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

رابعاً. مؤسسة بال بلاست تلمسان BEL-PLAST

نتطرق لجانب الأصول لمؤسسة بال بلاست خلال الفترة (2017-2020)، وهذا كما يلي:

الجدول رقم (3-8): جانب الأصول لمؤسسة بال بلاست للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

2020	2019	2018	2017	البيان
0,00	0,00	0,00	0,00	أصول غير جارية فارق بين للإقتناء-المنتوج للإيجاري أو السلبي
0,00	0,00	0,00	0,00	تثبيبات معنوية تثبيبات عينية
0,00	0,00	0,00	0,00	أراضي
0,00	0,00	0,00	0,00	مباني
4 273 099	4 814 652	4 410 971	1 163 475	تثبيبات عينية أخرى
0,00	0,00	0,00	0,00	تثبيبات ممنوح امتيازها
0,00	0,00	0,00	0,00	تثبيبات يجرى انجازها
0,00	0,00	0,00	0,00	المساهمات والحقوق الملحقة بها
0,00	0,00	0,00	0,00	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية
0,00	0,00	0,00	0,00	سندات أخرى مثبتة حسابات الارتباط بين شركات في شكل مساهمة
4 273 099	4 814 652	4 410 971	1 163 476	مجموع الأصل غير الجاري
16 021 901	13 294 308	12 395 387	10 217 247	أصول جارية مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ الحسابات الدائنة - الإستخدامات المماثلة
3 942 960	5 512 018	5 792 103	5 357 818	الزبائن
20 074	657	870	212	المدينون الآخرون
872 504	499 305	422 113	244 978	الضرائب
				الموجودات وما يماثلها

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

8 677 204	7 287 495	7 671 855	10 794 208	أموال الخزينة
29 534 643	26 593 783	26 282 328	26 614 463	مجموع الأصول الجارية
33 807 742	31 408 435	30 693 299	27 777 939	المجموع العام للأصول

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (04).

من أجل تحليل معطيات جانب الأصول لميزانية المؤسسة نقوم بدراسة نسبة كل من الأصول الجارية والأصول غير الجارية ومقارنتها بإجمالي الأصول لنفس الفترة، وهذا على النحو التالي:

الجدول رقم (3-9): تطور أصول مؤسسة بال بلاست تلمسان للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

النسبة %	الأصول الجارية	النسبة %	الأصول غير الجارية	البيان
% 95,81	26 614 463	% 4,19	1 163 476	2017
% 85,63	26 282 328	% 14,37	4 410 971	2018
% 84,67	26 593 783	% 15,33	4 814 652	2019
% 87,36	29 534 643	% 12,64	4 273 099	2020

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (04).

بالنسبة لمؤسسة بال بلاست تلمسان لاحظ انخفاض في أصولها الثابتة حيث سجلت أعلى مستوى لها 15.33 % سنة 2019، هذا يعكس مدى اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على الأموال الخاصة، وكذا عدم تناسب هذه النسبة ونشاط المؤسسة الصناعي، فمن الأفضل للمؤسسة اللجوء للاستدانة في تمويل بعض الاستثمارات، مما يحقق لها عوائد أعلى في المستقبل.

المطلب الثالث: تطور جانب الخصوم للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

يعبر جانب الخصوم عن الجانب الأيسر للميزانية ويمثل الهيكل التمويلي لأي مؤسسة، ويتضمن الأموال الخاصة التي تتمثل في جميع الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من المساهمين في شكل مساهمات نقدية أو عينية، بالإضافة إلى الاحتياطات والأرباح المحتجزة، والديون التي تمثل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من المقرضين، سواء من المؤسسات المالية مثل البنوك، أو من الأفراد مثل الموردين، وتنقسم إلى الديون طويلة ومتوسطة الأجل، بالإضافة إلى الديون قصيرة الأجل.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

أولاً. مؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك

نحاول التطرق لتكريبية خصوم مؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك للفترة (2017-2020)، وذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-10): جانب الخصوم لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

2020	2019	2018	2017	البيان
330 000 000	330 000 000	30 600 000	30 600 000	رؤوس الأموال الخاصة رأس مال تم اصداره
0,00	0,00	0,00	0,00	رأس المال المكتتب غير المستعان به
3 656 488	3 656 487	5 750 828	5 750 827	علاوات واحتياطيات
24 641 108	25 097 414	49 901 035	95 489 135	نتيجة صافية
0,00	0,00	250 364 625	154 875 489	ترحيل من جديد
358 297 596	358 753 901	336 616 488	286 715 451	مجموع رؤوس أموال الخاصة
553 756	1 610 017	7 204 690	0,00	الخصوم غير الجارية 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
0,00	0,00	0,00	0,00	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا
553 756	1 610 017	7 204 690	0,00	مجموع الخصوم غير الجارية
106 438 350	82 850 683	123 778 846	185 777 884	الخصوم الجارية موردون وحسابات ملحقة
24 834 027	37 187 930	59 254 595	69 490 341	ضرائب
80 764 388	91 237 949	172 039 021	95 941 903	ديون أخرى
0,00	0,00	0,00	0,00	خزينة سلبية
212 036 765	211 276 562	355 072 462	351 210 128	مجموع الخصوم الجارية

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

570 888 117	571 640 480	698 893 640	637 925 579	المجموع العام للخصوم
-------------	-------------	-------------	-------------	----------------------

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (01).

من أجل تحليل معطيات جانب الخصوم لميزانية المؤسسة نقوم بدراسة نسبة كل من الأموال الخاصة، الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل، ومقارنتها بإجمالي الخصوم لنفس الفترة، وهذا على النحو التالي:

الجدول رقم (3-11): تطور خصوم مؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

البيان	الأموال الخاصة	النسبة %	الديون طويلة الأجل	النسبة %	الديون قصيرة الأجل	النسبة %
2017	286 715 451	% 44,94	0,00	% 0,00	351 210 128	% 55,06
2018	336 616 488	% 48,16	7 204 690	% 1,03	355 072 462	% 50,8
2019	358 753 901	% 62,76	1 610 017	% 0,28	211 276 562	% 36,96
2020	358 297 596	% 62,76	553 756	% 0,01	212 036 765	% 37,14

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (01).

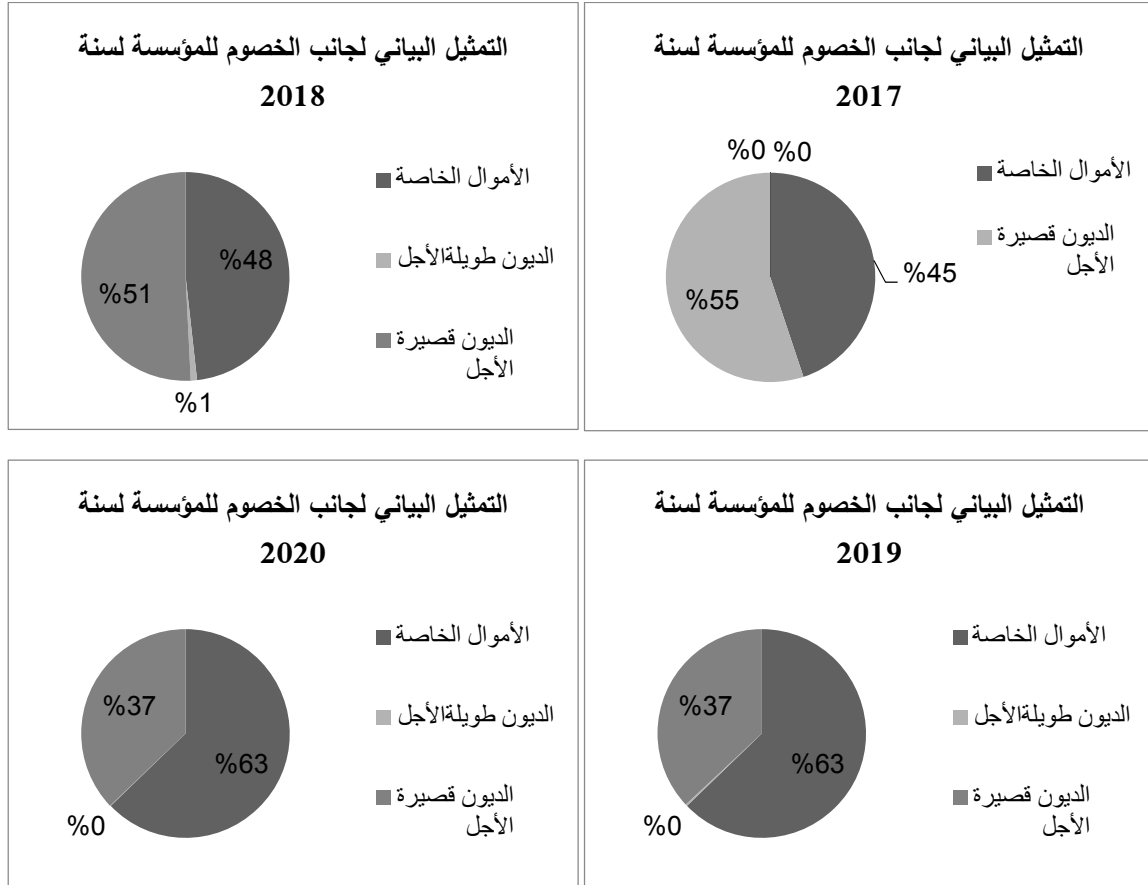
من الجدول السابق نلاحظ أن الأموال الخاصة في ارتفاع مستمر وهذا مرده الزيادة التي حصلت في راس مال المؤسسة حيث ارتفع في السنتين الأخيرتين بنسبة 978.43 % مقارنة بسنة 2018، مما أدى إلى ارتفاع في الأموال الخاصة، بالرغم من الانخفاض المستمر في النتائج المحققة خلال فترة الدراسة، وبالرجوع إلى جدول حسابات النتائج لنفس الفترة نجد أن سبب تدني النتيجة الصافية هو الانخفاض المستمر لرقم أعمال المؤسسة، خاصة في سنة 2020 والتي صادفت نقشي وباء كورونا، وما انجر عليه من توقف شبه كلي لأغلب المؤسسات خاصة الخدمية منها.

والملاحظ كذلك أن المؤسسة تتبع سياسة تمويلية متنوعة بين مصادر التمويل المملوكة والقروض طويلة ومتوسطة الأجل، وكذلك الديون قصيرة الأجل، إلا أن نسبة القروض طويلة تبقى ضعيفة مقارنة بطبيعة نشاط المؤسسة الخدمي، فبإمكان المؤسسة الاستفادة من مزايا الرفع المالي إذا ما استغلت هذه الموارد في استثمارات تدر عوائد تفوق تكلفة التمويل.

والشكل البياني التالي يوضح تحليل معطيات الجدول رقم (3-11)، الموضحة في الفقرة السابقة.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الشكل رقم (3-1): التمثيل البياني لجانب الخصوم لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك للفترة (2017-2020)



المصدر: من إنجاز الطالب اعتمادا على الميزانيات المالية جانب الخصوم للمؤسسة للفترة (2017-2020).

ثانيا. مؤسسة أشغال الصومام

الجدول التالي يوضح العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي لمؤسسة أشغال الصومام، والذي

ينقسم إلى ثلاث مجموعات هي: رؤوس أموال خاصة، الخصوم غير الجارية والخصوم الجارية.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الجدول رقم (3-12): جانب الخصوم لمؤسسة أشغال الصومام للفترة (2017) الوحدة: دج-2020

2020	2019	2018	2017	البيان
35 000 000	35 000 000	35 000 000	35 000 000	رؤوس الأموال الخاصة
0,00	0,00	0,00	0,00	رأس مال تم اصداره
73 069 600	73 069 600,6	72 868 063,72	72 868 063,72	رأس المال المكتتب غير المستعان به
0,00	0,00	0,00	221 436,01	علاوات واحتياطات
752 503,71	-24 513 132,26	4 030 737,65	52 308 573,87	فارق المعادلة
56 359 210	56 359 210,65	52 530 009,88	0,00	نتيجة صافية
				ترحيل من جديد
165 181 313,71	139 915 678,99	164 428 811,25	160 398 073,6	مجموع رؤوس أموال الخاصة
0,00	0,00	0,00	0,00	الخصوم غير الجارية
0,00	0,00	0,00	0,00	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
0,00	0,00	0,00	0,00	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا
0,00	0,00	0,00	0,00	مجموع الخصوم غير الجارية
69 323 593,88	69 747 478,42	71 828 463,46	121 340 827,95	الخصوم الجارية
16 171 539,22	16 720 343,13	18 362 637,92	28 262 571,1	موردون وحسابات ملحقه
0,00	14 617 943,07	15 259 607,08	14 302 163,31	ضرائب
0,00	0,00	0,00	11 430 023	ديون أخرى
				خزينة سلبية
85 495 133,1	101 085 764,62	105 450 708,46	175 335 585,36	مجموع الخصوم الجارية
250 676 446,81	241 001 443,61	269 879 519,71	335 733 658,96	المجموع العام للخصوم

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (02).

من خلال ملاحظتنا للجدول المبين أعلاه، نجد أن مجموع خصوم مؤسسة أشغال الصومام عرفت انخفاض مستمر على طول الفترة المدروسة، حيث بلغ متوسط هذا الانخفاض ما يفوق (8)

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

(%) خلال نفس الفترة، وفيما يلي جدول يوضح نسبة نمو الموارد التمويلية للمؤسسة خلال أربعة سنوات.

الجدول رقم (3-13): تطور خصوم مؤسسة أشغال الصومام للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

البيان	الأموال الخاصة	النسبة %	الديون طويلة الأجل	النسبة %	الديون قصيرة الأجل	النسبة %
2017	160 398 073,6	%47,78	0,00	% 0	175 335 585,36	% 52,22
2018	164 428 811,25	%60,92	0,00	% 0	105 450 708,46	% 39,07
2019	139 915 678,99	%58,06	0,00	% 0	101 085 764,62	% 41,94
2020	165 181 313,71	%65,9	0,00	% 0	85 495 133,1	% 34,10

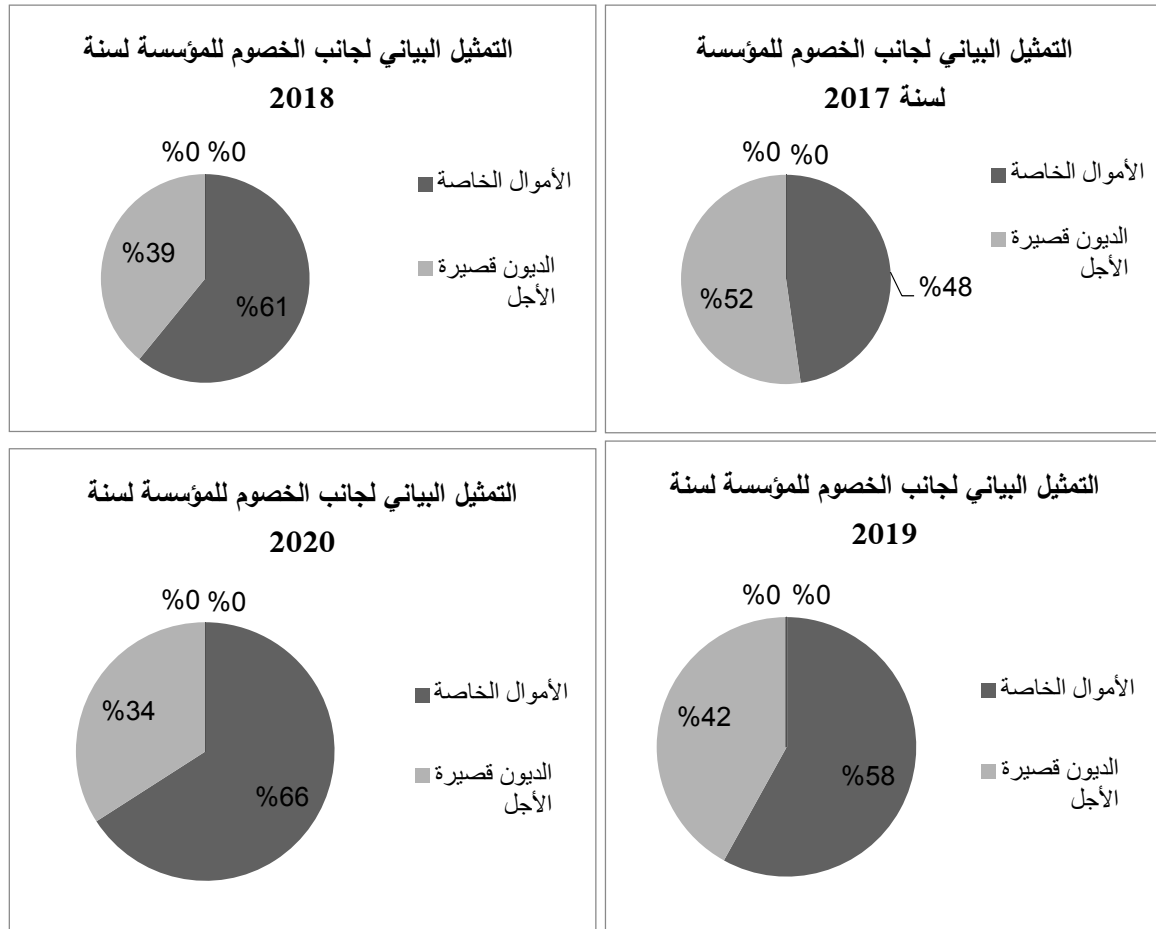
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (02).

ومن أجل جعل قراءة معطيات الميزانية المالية- جانب الخصوم- للمؤسسة أكثر وضوحاً وسهولة، نقوم بتمثيلها بيانياً بالاعتماد على طريقة الدوائر النسبية وذلك كما يلي:

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الشكل رقم (3-2): التمثيل البياني لجانب الخصوم لمؤسسة أشغال الصومام

للفترة (2017-2020)



المصدر: من انجاز الطالب اعتمادا على الميزانيات المالية جانب الخصوم للمؤسسة للفترة (2017-2020).

من خلال الجدول رقم (3-13) والتمثيل البياني لجانب الخصوم للمؤسسة لكل سنة، نجد أن الأموال الخاصة في ارتفاع مستمر خلال فترة الدراسة، إلا أن سنة 2019 حدث فيها انخفاض في الأموال الخاصة وهذا راجع للخسارة المحققة في هذه السنة، وبالرجوع إلى جدول حسابات النتائج لنفس السنة، نجد أن سبب تحقيق المؤسسة للخسارة مرده الانخفاض الكبير في رقم الاعمال حيث انخفض بنسبة 59.77% عن سنة 2018، كما نلاحظ الإنخفاض الكبير في الديون قصيرة الأجل حيث كانت تشكل 52.22% من مجموع الميزانية سنة 2017 وانخفضت إلى 34.10% سنة 2020، وهذا راجع بالاساس لتسديد المؤسسة لجزء كبير من ديون الموردين خلال هذه الفترة، مما يمنحها ميزة تنافسية أكبر مع الموردين، بالإضافة إلى دفع جزء من الضرائب خلال نفس الفترة.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

عدم استخدام المؤسسة للقروض متوسطة وطويلة الأجل قد يعرضها لمخاطر مالية في المستقبل.

ثالثا. مؤسسة مغرب بايب

الجدول رقم (3-14): جانب الخصوم لمؤسسة مغرب بايب للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

2020	2019	2018	2017	البيان
694 400 000 0,00	694 400 000 0,00	694 400 000 0,00	694 400 000 0,00	رؤوس الأموال الخاصة رأس مال تم اصداره رأس المال المكتتب غير المستعان به
391 534 599,62 23 741 281,04 0,00	262 279 382,21 129 255 217,57 0,00	147 815 733,94 114 463 648,27 0,00	125 143 173,39 22 672 560,55 0,00	علاوات واحتياطات نتيجة صافية ترحيل من جديد
1 109 675 880,66	1 085 934 599,78	956 679 382,21	842 215 733,94	مجموع رؤوس أموال الخاصة
6 375 522 411,57 0,00	3 548 417 287,78 0,00	3 965 935 833,33 0,00	3 447 052 056,66 0,00	الخصوم غير الجارية قروض وديون مالية ضرائب(مؤجلة ومرصود لها)
1 107 428 150 0,00	1 107 428 150 0,00	1 107 428 150 0,00	701 885 550 0,00	ديون أخرى غير جارية مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا
7 482 950 561,57	4 655 845 437,78	5 073 363 983,33	4 148 937 606,66	مجموع الخصوم غير الجارية
361 662 310,88 203 095 572,41 51 415 396,73 880 613 263,2	513 177 517,75 416 964 122,84 320 874 127,76 3 206 808 590,91	842 744 211,42 498 311 276,17 216 356 895,98 2 975 820 854,52	319 985 859,8 134 824 334,85 36 772 076,09 3 323 973 449,53	الخصوم الجارية موردون وحسابات ملحقة ضرائب ديون أخرى خزينة سلبية
1 496 786 543,22	4 457 824 359,26	4 533 233 238,09	3 815 555 720,27	مجموع الخصوم الجارية
10 089 412 985,45	10 199 604 396,82	10 563 276 603,63	8 806 709 060,87	المجموع العام للخصوم

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (03).

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

من أجل تحليل معطيات جانب الخصوم لميزانية المؤسسة نقوم بدراسة نسبة كل من الأموال الخاصة، الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل، ومقارنتها بإجمالي الخصوم لنفس الفترة، وهذا على النحو التالي:

الجدول رقم (3-15): تطور خصوم مؤسسة مغرب بابب للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

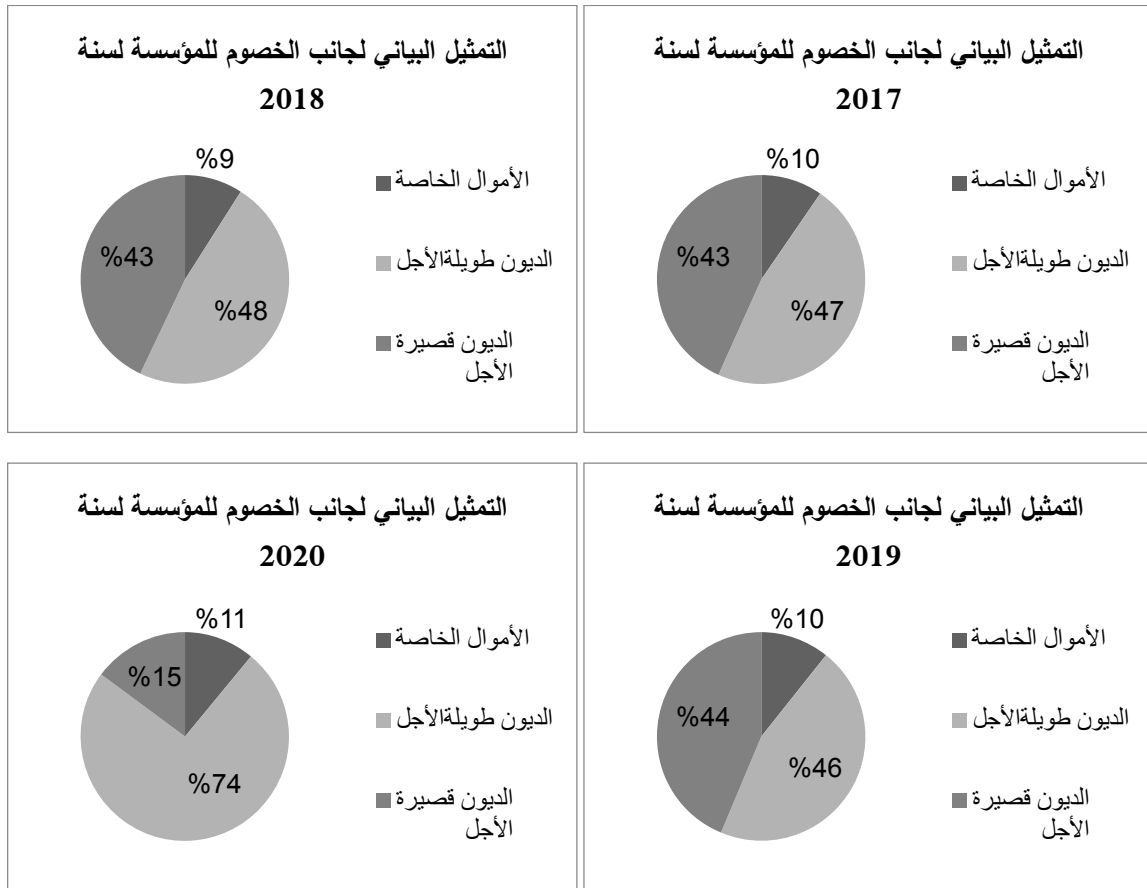
البيان	الأموال الخاصة	النسبة %	الديون طويلة الأجل	النسبة %	الديون قصيرة الأجل	النسبة %
2017	842 215 733,94	9,56	4 148 937 606,66	47,11	3 815 555 720,27	43,33
2018	956 679 382,21	9,06	5 073 363 983,33	48,03	4 533 233 238,09	42,91
2019	1 085 934 599,78	10,65	4 655 845 437,78	45,65	4 457 824 359,26	43,70
2020	1 109 675 880,66	10	7 482 950 561,57	74,17	1 496 786 543,22	14,83

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (03).

نقوم بتمثيل معطيات الجدول السابق بيانيا بالاعتماد على طريقة الدوائر النسبية وذلك على النحو التالي:

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الشكل رقم (3-3): التمثيل البياني لجانب الخصوم لمؤسسة مغرب بايب للفترة (2017-2020)



المصدر: من انجاز الطالب اعتمادا على الميزانيات المالية جانب الخصوم للمؤسسة للفترة (2017-2020).

من خلال جدول تطور خصوم مؤسسة مغرب بايب للفترة (2017-2020)، والتمثيل البياني للهيكل المالي للمؤسسة، نلاحظ بوضوح الارتفاع المستمر للأموال الخاصة لمؤسسة مغرب بايب إلا أن نسبتها تبقى دون 11% وهي نسبة ضعيفة مقارنة بالديون طويلة الأجل، وهذا طوال فترة الدراسة، فاعتماد المؤسسة على القروض طويلة الأجل في تمويل استثماراتها قد يعرضها لمخاطر عدم السداد مستقبلا، ومن ثم عدم امكانية حصولها على القروض بسبب انخفاض قدرتها الائتمانية.

ما يلاحظ أيضا من الجدول السابق هو الانخفاض الكبير للديون قصيرة الأجل في سنة 2020، ويرجع سبب ذلك الى تسديد المؤسسة لجزء من ديون الموردين والضرائب، بالإضافة الى تسديد ما قيمته (2.326.195.327,71 دج) من الاعتمادات البنكية، و (269.458.731,03 دج) من أجور المستخدمين.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

رابعاً. مؤسسة بال بلاستلمسان

فيما يلي جدول يوضح عناصر جانب الخصوم لمؤسسة بال بلاستلمسان للفترة (2017-2020).

الجدول رقم (3-16): الميزانية المحاسبية لمؤسسة بال بلاستلمسان للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

2020	2019	2018	2017	البيان
10 000 000	10 000 000	10 000 000	10 000 000	رؤوس الأموال الخاصة
0,00	0,00	0,00	0,00	رأس مال تم اصداره
15 423 340	12 299 999	10 735 559	7 140 426	رأس المال المكتتب غير المستعان به
3 392 042	1 489 944	1 564 441	3 595 132	علاوات واحتياطات
0,00	1 633 396	1 633 396	1 633 396	نتيجة صافية
				ترحيل من جديد
28 815 382	25 423 339	23 933 396	22 368 954	مجموع رؤوس أموال الخاصة
0,00	0,00	0,00	0,00	الخصوم غير الجارية
0,00	0,00	0,00	0,00	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
0,00	0,00	0,00	0,00	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا
0,00	0,00	0,00	0,00	مجموع الخصوم غير الجارية
1 240 898	2 278 065	2 124 900	406 290	الخصوم الجارية
551 328	278 675	651 646	710 879	موردون وحسابات ملحقه
3 200 134	3 428 356	3 983 357	4 291 816	ضرائب
0,00	0,00	0,00	0,00	ديون أخرى
				خزينة سلبية
4 992 360	5 985 096	6 759 903	5 408 985	مجموع الخصوم الجارية
33 807 742	31 408 435	30 693 299	27 777 939	المجموع العام للخصوم

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (04).

نلاحظ من الجدول السابق أن خصوم المؤسسة تعرف تغير ايجابي خلال الفترة المدروسة، حيث يقدر متوسط نمو مجموع خصوم المؤسسة خلال الفترة (2017-2020) بحوالي 6.82 %، وهذا

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

تماشياً والنمو الذي حققته أصول المؤسسة خلال نفس الفترة، وبهدف التفصيل أكثر في تركيبة خصوم المؤسسة فقد خصص المبحث الثاني من هذا الفصل لدراسة مصادر التمويل بنوعيتها؛ الداخلية والخارجية، للمؤسسات محل الدراسة.

الجدول رقم (3-17): تطور خصوم مؤسسة بال بلاستللفترة (2017-2020) الوحدة: دج

البيان	الأموال الخاصة	النسبة %	الديون طويلة الأجل	النسبة %	الديون قصيرة الأجل	النسبة %
2017	22 368 954	% 80,52	0,00	% 0	5 408 985	% 19,48
2018	23 933 396	% 77,97	0,00	% 0	6 759 903	% 22,03
2019	25 423 339	% 80,94	0,00	% 0	5 985 096	% 19,06
2020	28 815 382	% 85,23	0,00	% 0	4 992 360	% 14,77

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (04).

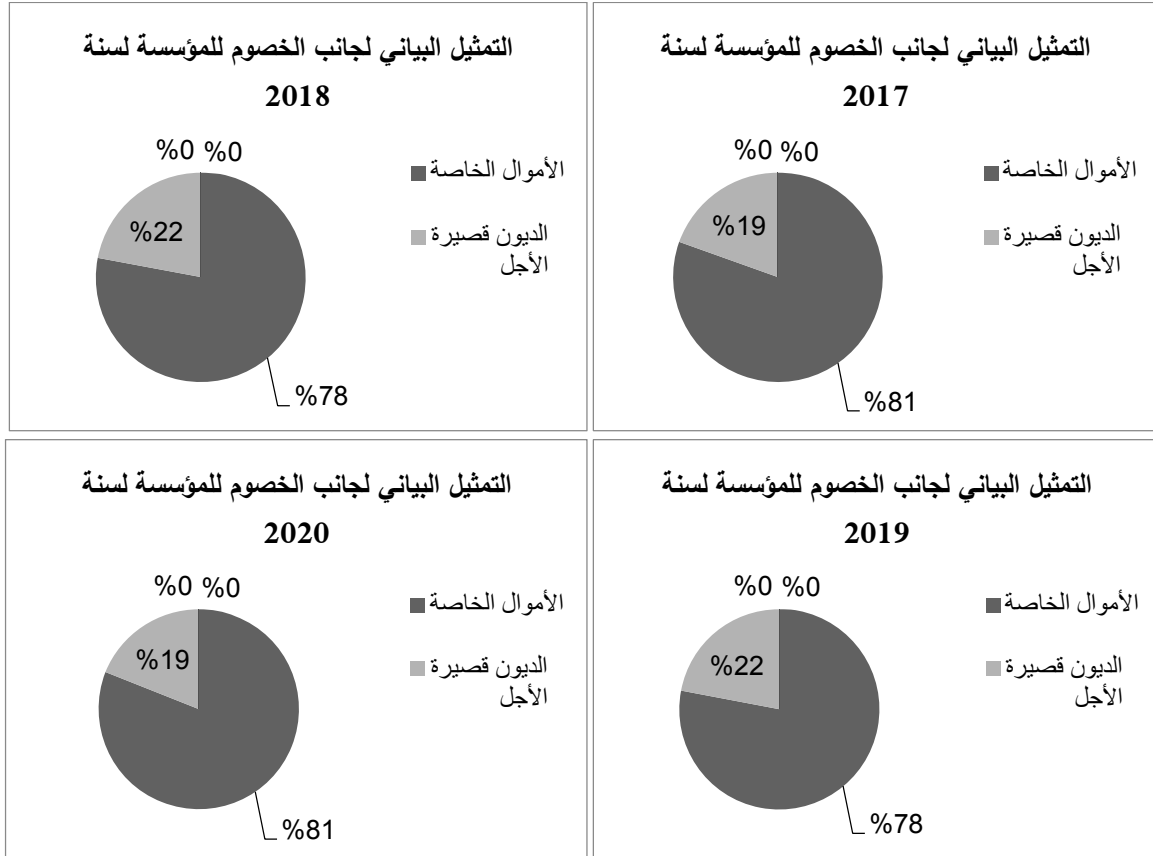
من الجدول رقم (3-17) يلاحظ سيطرة الأموال الخاصة في توليفة الهيكل المالي لمؤسسة بيل باست، فهي في ارتفاع مستمر خلال فترة الدراسة، وهذا مرده الى الزيادة التي حدثت في حساب العلاوات والاحتياطات، حيث ارتفعت بنسبة 116% من سنة 2017 إلى سنة 2020. كما نلاحظ أيضا انعدام التمويل طويل الأجل في تشكيلة الهيكل المالي للمؤسسة وهذا طوال فترة الدراسة، مما يدل على توجه المؤسسة نحو تجنب مخاطر التمويل طويل الاجل، ومن ثم فهناك استقلالية تامة للمؤسسة تزيد من قدرتها الائتمانية التي يمكن استغلالها مستقبلا من أجل الحصول على قروض لتمويل الفرص الاستثمارية الممكنة.

أما الديون قصيرة الأجل فقد شهدت انخفاض في سنة 2020 بنسبة (16.59) % مقارنة بسنة 2019، وعند محاولتنا التفصيل في الديون قصيرة الأجل للمؤسسة نجد أن السبب راجع لانخفاض الذي حدث سنة 2020 في حساب الموردين، والذي مرده تسديد المؤسسة لمبلغ 1.037.167 دج لديونها اتجاه الغير.

والشكل البياني التالي يوضح ما تطرقنا إليه الفقرة السابقة.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الشكل رقم (3-4): التمثيل البياني لجانب الخصوم لمؤسسة بال بلاستللفترة (2017-2020)



المصدر: من انجاز الطالب اعتمادا على الميزانيات المالية جانب الخصوم للمؤسسة للفترة (2017-2020).

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

المبحث الثاني: تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

سيتم عرض وتحليل مكونات الهيكل التمويلي للمؤسسات محل الدراسة، وهذا من أجل معرفة القدرة التمويلية لها، وحصص جميع مصادرها وموارده التمويلية- الداخلية والخارجية - المستعملة في تمويل احتياجات دورتي الاستغلال والاستثمار للفترة (2017-2020).

المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

تتضمن مصادر التمويل الداخلي للمؤسسات كل من الأموال الخاصة وكذلك التمويل الذاتي، وسوف نتطرق لتطور الأموال الخاصة خلال فترة الدراسة، وكذا حساب قدرة التمويل الذاتي لكل مؤسسة خلال نفس الفترة.

أولاً. تطور الأموال الخاصة للمؤسسات خلال فترة الدراسة

يظهر الجدول التالي نسبة نمو الأموال الخاصة لكل مؤسسة خلال أربع سنوات متتالية.

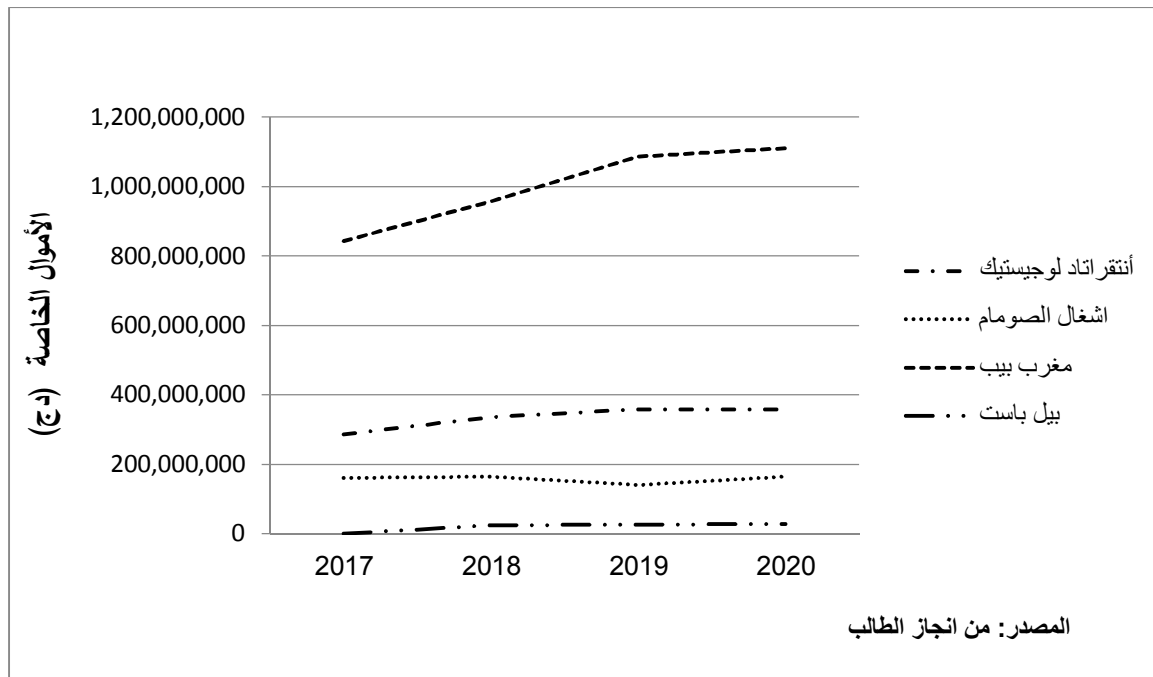
الجدول رقم (3-18): تطور الأموال الخاصة للمؤسسات خلال الفترة (2017-2020) الوحدة: دج

البيان	2017	2018	2019	2020
مؤسسة أنتقاراتاد لوجيستيك	286 715 451	336 616 488	358 753 901	358 297 596
نسبة النمو	-	17.4 %	6.58 %	0.13 % -
مؤسسة اشغال الصومام	160 398 073,6	164 428 811,25	139 915 678,99	165 181 313,71
نسبة النمو	-	2,51 %	14,91-%	18,06 %
مؤسسة مغرب بايب	842 215 733,94	956 679 382,21	1 085 934 599,78	1 109 675 880,66
نسبة النمو	-	13,59 %	13,51 %	2,19 %
مؤسسة بال بلاست	22 368 954	23 933 396	25 423 339	28 815 382
نسبة النمو	-	6,99 %	6,22 %	13,34 %

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملاحق رقم (4.3.2.1).

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الشكل رقم (3-5): تطور الأموال الخاصة للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)



من الجدول رقم (3-18) والشكل البياني السابق نلاحظ ما يلي:

- بالنسبة لمؤسسة (أنتقرا تاد لوجيستيك) هناك تطور ونمو في الأموال الخاصة بمعدلات متناقصة، فقد شهدت أكبر نمو من سنة 2017 إلى سنة 2018 حوالي 17.4 %، هذا النمو سببه الارتفاع الذي حصل في حساب الترحيل من جديد، حيث يتضمن هذا الأخير أرباح السنوات السابقة التي أُجِّلَ تخصيصها إلى سنوات قادمة، وقد كان ما مقداره (154 875 489 دج) من أرباح سنة 2017 لم تخصص بعد، أما في سنة 2020 فقد حدث انخفاض طفيف بنسبة (- 0.13%) في الاموال الخاصة مقارنة بسنة 2019، وهذا راجع لانخفاض نتائج المؤسسة خلال سنة 2020.
- أما مؤسسة أشغال الصومام فإن أموالها الخاصة لم ترتفع إلا بمقدار 2,51% من سنة 2017 إلى سنة 2018، وذلك بسبب ارتفاع حساب الترحيل من جديد، أي أن جزء من الأرباح لسنة 2017 لم يخص بعد، وفي سنة 2019 انخفضت بنسبة 14,91% وسبب هذا الانخفاض راجع للنتيجة السلبية المحققة في نفس السنة.
- فيما يخص مؤسسة مغرب بايب فنلاحظ انخفاض نسبة نمو الأموال الخاصة على طول سنوات الدراسة، من 13,59% سنة 2018 إلى 2,19% سنة 2020، وبالتدقيق في

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

مكونات الأموال الخاصة للمؤسسة نجد أن الاحتياطات والتي تمثل أرباح أبقاها الشركاء تحت تصرف المؤسسة قد شهدت في السنتين الاخيرتين انخفاض في نسبة النمو من 77,44 % سنة 2019 إلى 49,28 %، وكذلك النتيجة الصافية فقد شهدت انخفاض حاد في السنة الأخيرة قدر بنسبة (- 81 %)، وبالرجوع لجدول حسابات النتائج نجد أن السبب الرئيسي الذي أدى إلى هذا الانخفاض هو التراجع الكبير في رقم أعمال المؤسسة، حيث انخفض من سنة 2019 إلى سنة 2020 بمبلغ (1.303.845.236,37) دج، أي بنسبة (- 51,92 %).

➤ أما الأموال الخاصة لمؤسسة بال بلاست فقد عرفت ارتفاعا ملحوظا خلال الفترة المدروسة، حيث تميزت بمتوسط معدل نمو يفوق 8 % للسنة، وبالمقابل نجد أن قيمة الأموال الخاصة ضعيفة مقارنة بباقي المؤسسات المدروسة، وهذا ما يظهر جليا في المنحنى البياني السابق، ويرجع سبب ذلك لصغر حجم المؤسسة مقارنة بباقي المؤسسات، وللتأكد من ذلك قمنا بإجراء مقارنة بسيطة بين رقم أعمال المؤسسات المدروسة والموضح في جدول حسابات النتائج لسنة 2017، فوجدنا أن رقم أعمال مؤسسة بيل باست لم يتجاوز 34 مليون دينار جزائري، فيما فاق رقم أعمال باقي المؤسسات المدروسة 140 مليون دينار جزائري.

ثانيا. القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسات خلال فترة الدراسة

يتكون التمويل الذاتي للمؤسسة من من العناصر الأساسية التالية: الاهتلاكات، المؤونات والارباح المحتجرة، أما القدرة على التمويل الذاتي (CAF) فهي عبارة عن مجموع العناصر التالية: نتيجة الدورة الصافية، الاهتلاكات والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي، ويظهر الجدول التالي نسبة نمو القدرة على التمويل الذاتي (CAF) وتركيبتها للمؤسسات محل الدراسة كما يلي:

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الجدول رقم (3-19): تطور القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسات خلال الفترة (2017-2020) الوحدة: دج

2020	2019	2018	2017	البيان	
24 641 108	25 097 414	49 901 035	95 489 135	ن. ص	مؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك
26 375 932	22 500 925	18 329 392	14 363 104	إهتلاكات	
0	0	0	0	مؤونات	
51017040	47598339	68230427	109852239	CAF	
% 7,18	% 30,24 -	% 87,89 -	-	نسبة النمو	
752 503,71	-24 513 132,26	4 030 737,65	221 436,01	ن. ص	مؤسسة اشغال الصومام
91 945 728	91 945 728,05	91 945 728,05	91 841 453,4	إهتلاكات	
0	0	0	0	مؤونات	
92698231,71	67432595,79	95976465,7	92062889,41	CAF	
% 37,47	% -29,74	% 4,24	-	نسبة النمو	
23 741 281,04	129 255 217,57	114 463 648,27	22 672 560,55	ن. ص	مؤسسة مغرب بايب
2 110 741 595,09	1 695 943 638,91	1 767 421 067,85	1 523 820 064,93	إهتلاكات	
0	0	0	0	مؤونات	
2134482876,13	1825198856,48	1881884716,12	1546492625,48	CAF	
% 16,95	% 3,01-	% 21,69	-	نسبة النمو	
3 392 042	1 489 944	1 564 441	3 595 132	ن. ص	مؤسسة بال بلاست
8 879 337	8 337 784	7 287 205	6 573 425	إهتلاكات	
0	0	0	0	مؤونات	
12271379	9827728	8851646	10168557	CAF	
% 24,86	% 11,03	% 12,95-	-	نسبة النمو	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملاحق رقم (4.3.2.1).

من الجدول رقم (3-19) نلاحظ ما يلي:

- أن قدرة التمويل الذاتي لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك عرفت انخفاض حاد قدر بنسبة (-) 87,89%)، وهذا في سنة 2018 مقارنة بسنة 2017، والسبب يعود لانخفاض النتيجة الصافية بمقدار 45.588.100,00 دج خلال نفس السنة، وفي سنة 2019 حدث انخفاض آخر في قدرة التمويل الذاتي بنسبة (-) 30,24%)، وهذا لتراجع النتائج المحققة في نفس السنة

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

بمقيمة 42.803.621,00 دج، أما سنة 2020 فقد شهدت ارتفاع في قدرة المؤسسة على

التمويل الذاتي بنسبة نمو قدرت بـ 7,18 %، وهذا بفضل ارتفاع الاهتلاكات لنفس السنة.

➤ أما بالنسبة لمؤسسة أشغال الصومام فقد شهدت تذبذبي نسبة نمو قدرة التمويل الذاتي خلال

السنوات المدروسة، حيث ارتفعت في سنة 2018 بمعدل 4,24 %، بسبب نسبة نمو كبيرة

حدثت في نتائج سنة 2018 قدرت بـ 1720,27 %، وبالرجوع إلى جدول حسابات النتائج

لنفس السنة نجد أن سبب ارتفاع النتيجة الصافية هو انخفاض أعباء المستخدمين بأكثر من

3 ملايين دينار جزائري بالإضافة إلى انخفاض الأعباء العملياتية الأخرى بأكثر من 4 ملايين

دينار جزائري، أما سنة 2019 فقد شهدت انخفاض في معدل نمو القدرة على التمويل الذاتي

بنسبة -29,74 %، وهذا بسبب الخسارة المحققة في هذه السنة.

➤ شهدت قدرة التمويل الذاتي لمؤسسة مغرب بايب تذبذبا في معدلات نموها خلال السنوات

المدروسة، حيث سجلت في سنة 2018 نسبة نمو قدرت بـ 21,69 %، لتراجع في السنة

المالية بنسبة -3,01 %، وهذا التراجع سببه انخفاض حساب الاهتلاكات لنفس السنة، وفي

سنة 2020 ارتفعت قدرة التمويل الذاتي بنسبة 16,95 %، بسبب ارتفاع اهتلاكات هذه

السنة.

➤ أما بالنسبة لمؤسسة بال بلاست فقد سجلت نسبة نمو سلبية في سنة 2018 قدرت بـ -12,95

% مقارنة بسنة 2017، وسبب هذا الانخفاض راجع لتدني نتائج المؤسسة لهذه السنة، حيث

تراجعت بأكثر من 2 مليون دينار جزائري عن سنة 2017، وفي سنتي 2019 و 2020

حدث ارتفاع في القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسة بنسبة 11,03 % و 24,86 % على

التوالي، وهذا راجع إلى الارتفاع الملحوظ الذي عرفته النتائج الصافية المحققة من طرف

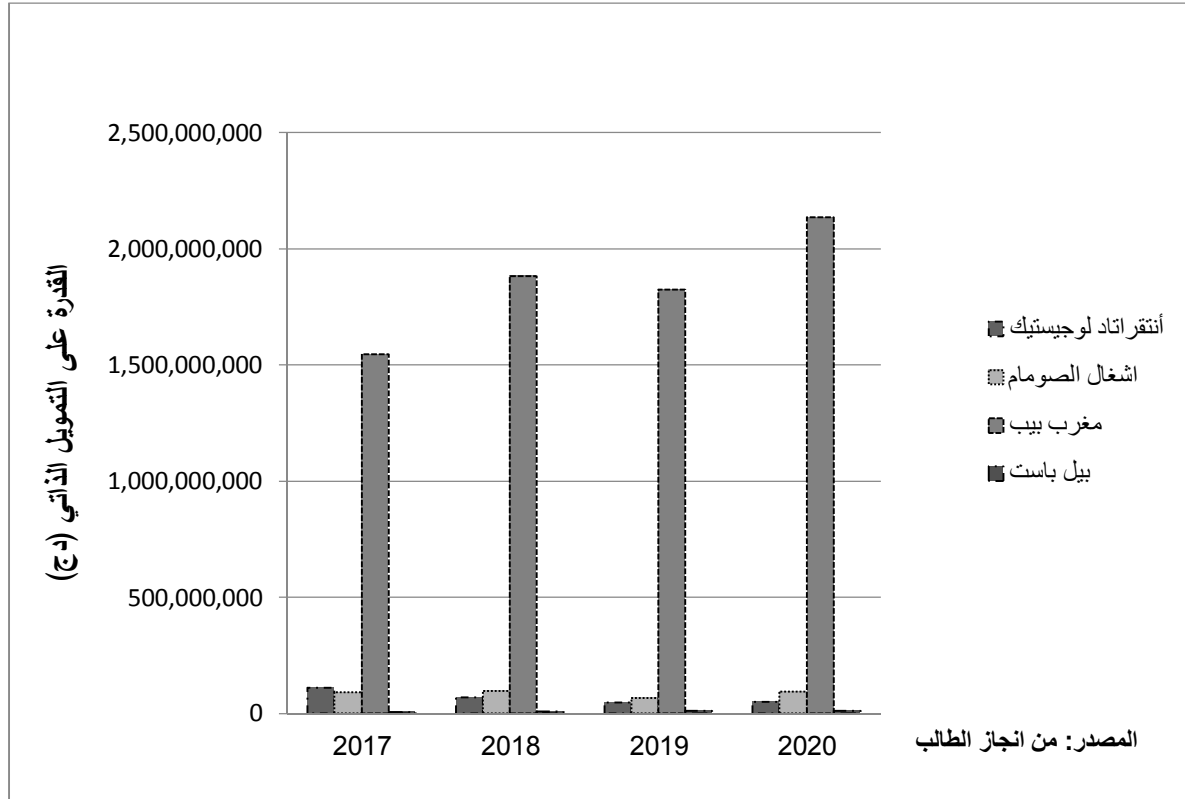
مؤسسة بيل باست في نفس الفترة.

يمكن توضيح نسبة نمو القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2017-

2020) من خلال الشكل البياني التالي:

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الشكل رقم (3-6): التمثيل البياني لـ القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)



من خلال الشكل البياني السابق نلاحظ الارتفاع الواضح لقيم القدرة على التمويل الذاتي لمؤسسة مغرب بايب مقارنة بباقي المؤسسات وهذا طوال الفترة المدروسة، وهذا راجع إلى الارتفاع الملحوظ الذي عرفته النتائج الصافية المحققة من طرف المؤسسة خلال كامل السنوات المدروسة تقريبا، وكذلك ارتفاع مخصصات الاهتلاكات، كما سبق الإشارة إليه في الفقرة السابقة.

ومن خلال كل ما تم ذكره بشأن القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسات محل الدراسة نخلص إلى أن مؤسسة مغرب بايب تولي أهمية بالغة لهذا المصدر التمويلي المهم والدائم للعمليات المستقبلية.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجي للمؤسسات محل الدراسة الفترة (2017-2020)

تسعى المؤسسات إلى توفير الموارد المالية من مصادر متعددة وبأشكال مختلفة، ونظرا لعدم قدرة الأموال الخاصة والتمويل الذاتي على تلبية مختلف الاحتياجات المالية للمؤسسات، فإن هذه الأخيرة تلجأ لطلب موارد خارجية إضافية تتمثل في أموال الاستدانة، والتي تتمثل في القروض المصرفية متوسطة وطويلة الأجل، وكذلك القروض قصيرة الأجل سواء من المؤسسات المالية أو من الأفراد، حيث تتضمن هذه الأخيرة ديون الموردين والحسابات الملحقة، وفيما يلي نتطرق لتطور هذه المصادر خلال فترة الدراسة.

أولا. تطور الديون متوسطة وطويلة الأجل خلال فترة الدراسة

يوضح لنا الجدول التالي نسبة نمو الديون متوسطة وطويلة الأجل للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2017-2020)، والتي تختلف في قيمها من مؤسسة لأخرى، كما توجد مؤسسات لم تستخدم مطلقا هذا المصدر في تركيبة هيكلها المالي.

الجدول رقم(3-20): تطور نسبة نمو الديون طويلة الأجل خلال الفترة (2017-2020)الوحدة: دج

البيان	2017	2018	2019	2020
مؤسسة أنتقاراتاد لوجيستيك	0,00	7 204 690	1 610 017	553 756
نسبة النمو	-	-	% 77.65 -	% 65.6 -
مؤسسة اشغال الصومام	0	0	0	0
نسبة النمو	-	-	-	-
مؤسسة مغرب بايب	4 148 937 606,66	5 073 363 983,33	4 655 845 437,78	7 482 950 561,57
نسبة النمو	-	% 22.28	% 8.23 -	% 60.72
مؤسسة بال بلاست	0	0	0	0
نسبة النمو	-	-	-	-

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملاحق رقم (4.3.2.1).

لم يتمكن من الحصول على معلومات أكثر تفصيلا بشأن القروض المصرفية طويلة ومتوسطة الأجل، بالنسبة للمؤسسات محل الدراسة، وعليه سنكتفي بدراسة تطور هذا المصدر خلال فترة الدراسة، حيث نلاحظ من الجدول ما يلي:

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

➤ لم تستخدم مؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيكالديون طويلة الأجل في سنة 2017، حيث كانت قيمتها معدومة، أما في سنة 2018 فقد حصلت المؤسسة على قرض بنكي قيمته 7.204.690,00 دج، وفي سنتي 2019 و 2020 انخفضت الديون متوسطة وطويلة الأجل بنسبة (- 77.65%) و

(- 65.6%) على التوالي، وهذا راجع لتسديد المؤسسة لجزء من هذه الديون.

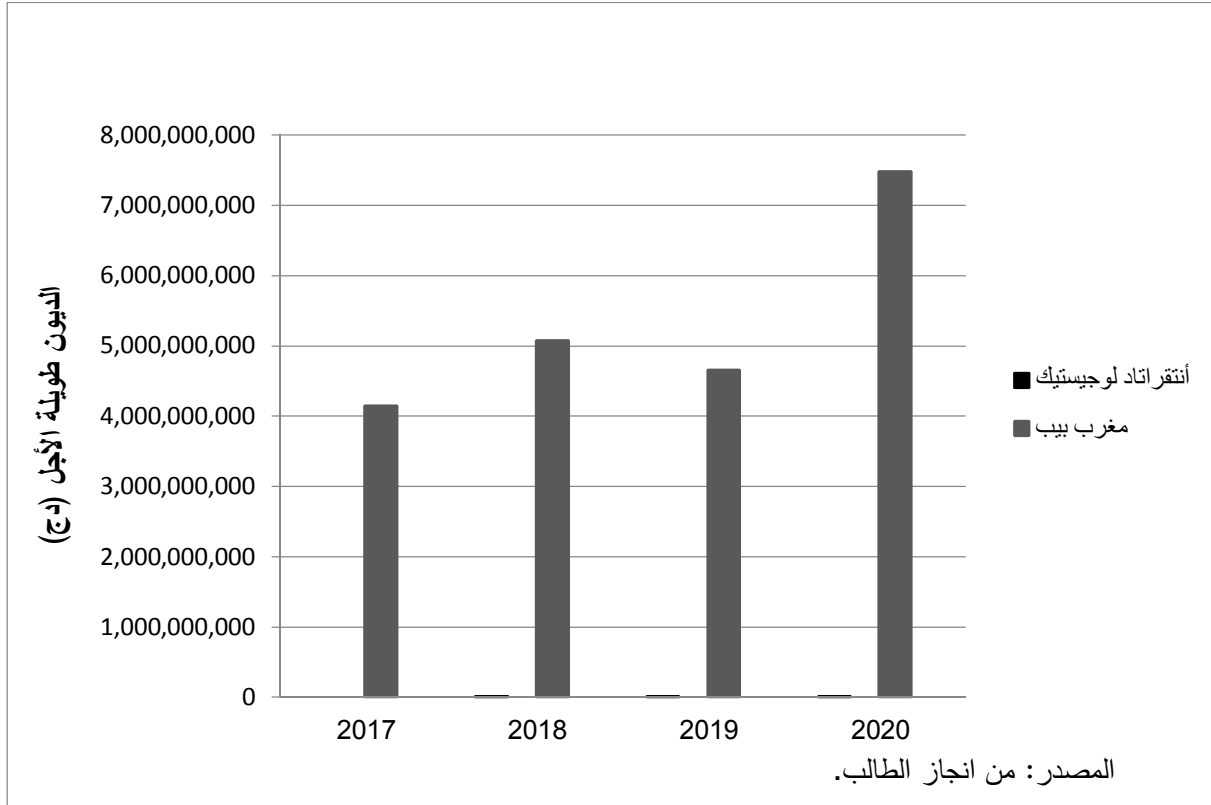
➤ أما مؤسسة اشغال الصومام ومؤسسة بيل باست فقد كانت قيمة الديون متوسطة وطويلة الأجل معدومة خلال سنوات الدراسة، وهو ما يبين الاعتماد الكلي لهاتين المؤسستين على أموال الملكية والديون قصيرة الأجل في تشكيلة الهيكل المالي الخاص بهما خلال الفترة (2017-2020).

➤ بالنسبة لمؤسسة مغرب بايب نجد أن الديون متوسطة وطويلة الأجل في تغير متذبذب، خلال الفترة المدروسة، حيث شهدت ارتفاعا ملحوظا من سنة 2017 إلى سنة 2018 بنسبة 22.28%، غير أنها سجلت تراجعا خلال السنة الموالية بنسبة (- 8.23%)، وهذا بسبب تسديد المؤسسة لنسبة من الديون طويلة الأجل، أما سنة 2020 فقد تميزت بارتفاع كبير في حجم الديون طويلة الأجل قدرت بنسبة (60.72%)، أي زادت بحوالي 3 ملايين دينار جزائري، وهذا نتيجة حصول المؤسسة على قروض بنكية خلال هذه السنة.

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الشكل رقم (3-7): تطور الديون طويلة الأجل للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)



ثانيا. تطور الديون قصيرة الأجل للمؤسسات خلال فترة الدراسة

يعد التمويل قصير الأجل من بين المصادر التي تستخدمها المؤسسة من أجل تمويل احتياجاتها الجارية، والتي لا تتعدى عادة السنة المالية الواحدة، والجدول التالي يوضح تطور الديون قصيرة الأجل للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2017-2020)، والتي تختلف قيمها من مؤسسة لأخرى كما يلي:

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الجدول رقم(3-21): تطور نسبة نمو الديون قصيرة الأجل خلال الفترة (2017-2020)الوحدة: دج

البيان	2017	2018	2019	2020
مؤسسة أنتقراتاد لوجيستيك	351 210 128	355 072 462	211 276 562	212 036 765
نسبة النمو	-	% 1.1	% 40.5 -	% 0.36
مؤسسة اشغال الصومام	175 335 585,36	105 450 708,46	101 085 764,62	85 495 133,1
نسبة النمو	-	% 39.86 -	%4.14-	% 15.42 -
مؤسسة مغرب بايب	3 815 555 720,27	4 533 233 238,09	4 457 824 359,26	1 496 786 543,22
نسبة النمو	-	% 18.81	% 1.66 -	% 66.42 -
مؤسسة بال بلاست	5 408 985	6 759 903	5 985 096	4 992 360
نسبة النمو	-	% 24.98	% 11.46 -	% 16.59 -

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملاحق رقم (4.3.2.1).

من الجدول السابق نلاحظ ما يلي:

➤ بالنسبة لمؤسسة أنتقراتاد لوجيستيك فقد سجلت تغيرات متذبذبة في نسب نمو الديون قصيرة الأجل، حيث شهدت سنة 2018 ارتفاع طفيف قدر بـ (1.1 %)، وهذا نتيجة تسديد المؤسسة لجزء من الضرائب قدرت بقيمة 10.237.746,00 دج، بالإضافة إلى ارتفاع قيمة الديون الأخرى بنسبة (79.32 %)، غير أن سنة 2019 تميزت بانخفاض في الديون قصيرة الأجل للمؤسسة بنسبة (- 40.5 %)، بسبب تسديد المؤسسة لمبلغ 40.928.163,00 دج من ديون الموردين خلال هذه السنة، بالإضافة إلى دفع مبلغ 22.066.665,00 دج لمصلحة الضرائب.

➤ أما مؤسسة اشغال الصومام فقد سجلت ديونها قصيرة الأجل انخفاضات متذبذبة خلال فترة الدراسة، حيث شهدت أعلى نسبة انخفاض في سنة 2018 بـ (- 39.86 %)، وبالرجوع لتركيبية الديون قصيرة الأجل الموضحة في الجدول رقم (3-12)، نجد أن سبب هذا الانخفاض راجع بالاساس إلى تسديد المؤسسة لمبلغ 49.512.364,49 دج من مستحقات الموردين خلال نفس السنة، بالإضافة إلى دفع جزء من مبلغ الضرائب إلى المصالح الجبائية.

➤ فيما يخص مؤسسة مغرب بايب فقد سجلت ارتفاع في سنة 2018 بنسبة (18.81 %) في الديون قصيرة الأجل مقارنة بسنة 2017، نتيجة الارتفاع الكبير الذي حصل في قيمة ديون

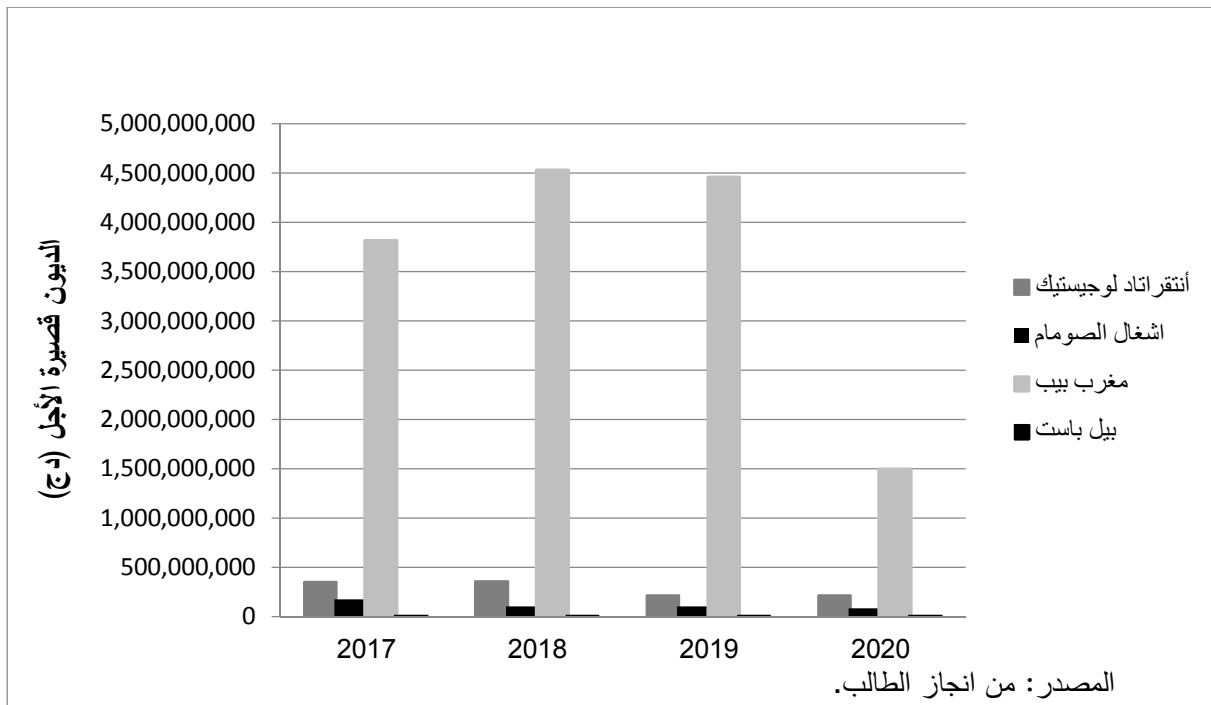
الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الموردين بنسبة (163,37%)، وهذا ما يدل على حجم المواد الأولية التي اقتنتها المؤسسة من الموردين خلال نفس السنة، أما في سنتي 2019 و 2020 فقد شهدت الديون قصيرة الأجل انخفاض بنسبة (- 1.66%) و(- 66.42%) على التوالي، وهذا بسبب التراجع الكبير الذي حدث في حساب الخزينة السلبية بحيث قدر بقيمة 2.326.195.327,71 دج، نظرا لتسديد المؤسسة لجزء من الاعتمادات البنكية خلال سنة 2020، بالإضافة إلى دفع المؤسسة لمبلغ 329.566.693,67 دج إلى الموردين خلال سنة 2019.

➤ بالنسبة لمؤسسة بال بلاست فقد سجلت سنة 2018 ارتفاع ملحوظا في نسبة نمو الديون قصيرة الأجل قدرت بـ (24.98%) مقارنة بسنة 2017، وبالرجوع للجدول رقم (3-16) نجد أن سبب هذه الزيادة راجع بالأساس إلى الارتفاع الكبير الذي حدث في ديون الموردين بنسبة (423%)، أما في سنتي 2019 و 2020 فقد شهدت الديون قصيرة الأجل انخفاض بنسبة (- 11.46%) و(- 16.59%) على التوالي، ويرجع سبب ذلك إلى تسديد المؤسسة لمبلغ 1.037.167,00 دج لصالح مورديها.

والشكل البياني التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (3-8): تطور الديون قصيرة الأجل للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)



الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

المبحث الثالث: تقييم قرارات التمويل للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

إن الحكم على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة يجزنا إلى اختبار وتقييم القرارات المالية المتخذة في هذا الشأن، وكذلك قياس مدى قدرتها على مواجهة التزاماتها بتواريخ استحقاقها، بالإضافة إلى قياس القدرة التمويلية لها، ومدى إمكانية حصولها على سلفات مصرفية في حالة لجوئها لذلك، وللقيام بهذا التقييم سوف نعتد على أهم المؤشرات والنسب المالية، بالإضافة إلى استخدام المعلومات المحاسبية والمالية المتاحة خلال الفترة المدروسة.

المطلب الأول: تقييم قرارات التمويل للمؤسسات محل الدراسة بواسطة المؤشرات المالية

من أجل حساب مختلف المؤشرات المالية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2017-2020)، يجب تحويل الميزانيات المحاسبية إلى ميزانيات مالية مختصرة، وللحصول على هذه الأخيرة، ننطلق من الميزانيات المحاسبية الواردة في المطلب الأول، المبحث الأول من هذا الفصل، حيث تُرتب أصول وخصوم الميزانية المالية حسب درجة السيولة والاستحقاق، وتقوم عناصرها بالقيمة الصافية لها وليس بالقيمة التاريخية. بناء على ما سبق فإننا نستطيع إعداد الميزانية المالية المختصرة للمؤسسات المدروسة على النحو التالي:

أولاً. مؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك

يوضح الجدول التالي الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك جانب الأصول للفترة (2017-2020) والتي تم التوصل إليها من خلال التعديلات التي أجريت على الميزانية المحاسبية - جانب الأصول - للمؤسسة خلال نفس الفترة.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الجدول رقم (3-22): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك جانب الأصول للفترة (2017-2020)

الوحدة: دج

البيان	2017	2018	2019	2020
الأصول غير الجارية	97 172 921	102 590 267	100 725 224	97 234 687
قيم الاستغلال	0,00	0,00	0,00	0,00
القيم القابلة للتحويل	455203149	443895042	443369024	324218705
القيم الجاهزة	85 549 508	152 408 332	27 546 232	149 434 725
الأصول الجارية	540 752 657	596 303 374	470 915 256	473 653 430
مجموع الأصول	637 925 578	698 893 641	571 640 480	570 888 117

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (01).

يوضح الجدول التالي الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك جانب الخصوم للفترة (2017-2020) والتي تم التوصل إليها من خلال التعديلات التي أجريت على الميزانية المحاسبية - جانب الخصوم - للمؤسسة خلال نفس الفترة.

الجدول رقم (3-23): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك جانب الخصوم للفترة

الوحدة: دج

(2017-2020)

البيان	2017	2018	2019	2020
الأموال الخاصة	286 715 451	336 616 488	358 753 901	358 297 596
الديون متوسطة وطويلة الأجل	0,00	7 204 690	1 610 017	553 756
الديون قصيرة الأجل	351 210 128	355 072 462	211 276 562	212 036 765
مجموع الخصوم	637 925 579	698 893 640	571 640 480	570 888 117

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (01).

بعد استخراج الميزانية المالية المختصرة للمؤسسة، نستطيع الآن حساب مختلف المؤشرات المالية والتي تم التطرق إليها بالتفصيل في الفصل الأول من الجانب النظري.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الجدول رقم(3-24): المؤشرات المالية لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك للفترة (2017-2020)

الوحدة: دج

البيان	2017	2018	2019	2020
الموارد الدائمة(1)	286 715 451	343821178	360363918	358851352
الأصول غير الجارية(2)	97 172 921	102 590 267	100 725 224	97 234 687
راس مال العامل(1) - (2)	189.542.530	241.230.911	259.638.694	261.616.665
قيم الاستغلال (3)	0,00	0,00	0,00	0,00
القيم القابلة للتحويل(4)	455203149	443895042	443369024	324218705
الديون قصيرة الأجل(5)	351 210 128	355 072 462	211 276 562	212 036 765
السلفات المصرفية(6)	0,00	0,00	0,00	0,00
احتياجات راس مال العامل (3) + (4) - (5) - (6)	103.993.021	88.822.580	232.092.462	112.181.940
الخزينة	85.549.509	152.408.331	27.546.232	149.434.725

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (01).

من الجدول السابق نلاحظ ما يلي:

- أن رأس المال العامل لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك موجب وفي ارتفاع مستمر خلال الفترة المدروسة، معناه أن الأصول غير الجارية للمؤسسة مؤلت بواسطة الموارد الدائمة ويبقى جزء من هذه الاموال ممثل في رأس المال العامل، موجه لتغطية الأصول الجارية.
- أما احتياجات رأس المال العامل فكانت هي الأخرى موجبة على طول الفترة المدروسة، لكن نسبة نموها كانت متذبذبة من سنة لأخرى، ومنه يمكن أن نشير إلى الانخفاض الذي عرفته احتياجات رأس المال العامل خلال سنة 2018 بنسبة (- 14,59%) مقارنة بسنة 2017، وهو ما يمكن ارجاع سببه إلى الارتفاع الذي حدث في الموارد الدورية للمؤسسة خلال نفس الفترة، بينما عرف هذا المؤشر ارتفاع كبير سنة 2019 بنسبة 161,30% مقارنة بسنة 2018، سببه تزايد الاحتياجات الدورية للمؤسسة خلال هذه السنة، وهذا رغم الارتفاع الطفيف في الموارد الدائمة خلال نفس السنة.
- بالنسبة لخزينة المؤسسة فقد سجلت قيم موجبة خلال الاربع سنوات المدروسة (2017-2020)، مما يعكس وجود توازن مالي على المدى القصير بين رأس المال العامل من جهة وبين احتياجات

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

رأس المال العامل من جهة أخرى، إلا أنه نلاحظ وجود تذبذب في نسب نموها من سنة لأخرى، حيث سجلت قيمتها ارتفاع بنسبة 78,15% مقارنة بسنة 2017، بسبب انخفاض احتياجات رأس المال العامل بأكثر من 14% وارتفاع الموارد الدائمة للمؤسسة بقيمة 57.105.727 دج خلال نفس السنة، أما سنة 2019 فقد عرفت انخفاض حاد للخزينة الصافية قُدر بنسبة (81,82%-) مقارنة بسنة 2018، ويرجع سبب ذلك للارتفاع الكبير الذي حدث في احتياجات دورة الاستغلال. ➤ ما يمكن استنتاجه بشأن الوضعية المالية لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك من خلال مؤشرات التوازن المالي أن المؤسسة تشهد وضعية مالية متوازنة نسبياً خلال السنوات الأربعة (2017-2020)، وهذا بالرغم من ارتفاع الاحتياجات المالية الدورية إلا أن الرصيد الصافي للخزينة ظهر دائماً موجب، وهذا راجع بالأساس للتطور الموازي في رأس المال العامل للمؤسسة.

ثانياً. مؤسسة أشغال الصومام

يوضح الجدول التالي الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أشغال الصومام جانب الأصول للفترة (2017-2020) والتي تم التوصل إليها من خلال التعديلات التي أجريت على الميزانية المحاسبية للمؤسسة خلال نفس الفترة.

الجدول رقم (3-25) الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أشغال الصومام جانب الأصول للفترة (2017-2020)

الوحدة: دج

2020	2019	2018	2017	البيان
17 436 903,82	9 818 381,01	9 818 381,01	11 462 655,66	الأصول غير الجارية
8 805 367	0,00	0,00	0,00	قيم الاستغلال
211049713,16	220389010,67	237717868,59	253497615,51	القيم القابلة للتحويل
13 384 462,83	10 794 051,93	22 343 270,11	70 773 387,79	القيم الجاهزة
233 239 542,99	231 183 062,6	260 061 138,7	324 271 003,3	الأصول الجارية
251676 446,81	241001 443,61	269 879 519,71	335 733 658,96	مجموع

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (02).

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

يوضح الجدول التالي الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أشغال الصومامجانب الخصوم للفترة (2017-2020) والتي تم التوصل إليها من خلال التعديلات التي أجريت على الميزانية المحاسبية للمؤسسة خلال نفس الفترة.

الجدول رقم (3-26) الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة أشغال الصومام جانب الخصوم للفترة (2017-2020)

الوحدة: دج

2020	2019	2018	2017	البيان
165 181 313,71	139 915 678,99	164 428 811,25	160 398 073,6	الأموال الخاصة
0,00	0,00	0,00	0,00	الديون متوسطة وطويلة الأجل
85 495 133,1	101 085 764,62	105 450 708,46	175 335 585,36	الديون قصيرة الأجل
250 676 446,81	241 001 443,61	269 879 519,71	335 733 658,96	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (02).

بعد استخراج الميزانية المالية المختصرة للمؤسسة، نستطيع الآن حساب مختلف المؤشرات المالية والتي تم التطرق إليها بالتفصيل في الفصل الأول من الجانب النظري.

الجدول رقم (3-27): المؤشرات المالية لمؤسسة أشغال الصومام للفترة (2017-2020)

الوحدة: دج

2020	2019	2018	2017	البيان
165 181 313,71	139 915 678,99	164 428 811,25	160 398 073,6	الموارد الدائمة (1)
17 436 903,82	9 818 381,01	9 818 381,01	11 462 655,66	الأصول غير الجارية (2)
147.744.409,89	130.097.297,98	154.610.430,24	148.935.417,94	راس مال العامل (1)-(2)
8 805 367	0,00	0,00	0,00	قيم الاستغلال (3)
211049713,16	220389010,67	237717868,59	253497615,51	القيم القابلة للتحويل (4)
85 495 133,1	101 085 764,62	105 450 708,46	175 335 585,36	الديون قصيرة الأجل (5)
0,00	0,00	0,00	11 430 023	السلفات المصرفية (6)
134.359.947,06	119.303.246,05	132.267.160,13	89.592.053,15	احتياجات راس مال العامل

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

				$[(6) - (5)] - (4) + (3)$
13.384.462,83	10.794.051,93	22.343.270,11	59.343.364,79	الخبزفة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (02).

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ ما يلي:

- أن رأس مال العامل لمؤسسة أشغال الصومام قد عرف قيم موجبة خلال الفترة المدروسة، هذا على الرغم من التذبذب الطفيف في نسبة نموه من سنة لأخرى، ما يعني وجود هامش أمان ناتج عن فائض الموارد الدائمة بعد تغطيتها بالكامل للأصول الثابتة (غير الجارية)، والموجه لتمويل الأصول المتداولة (الجارية).
- بخصوص مؤشر احتياجات رأس المال العامل فقد سجل هو الآخر تغيرات مختلفة خلال السنوات الاربعة المدروسة، حيث عرف سنة 2018 نمواً بنسبة 47,63% مقارنة بسنة 2017، بسبب الانخفاض الذي حدث في الديون القصيرة الأجل خلال نفس السنة، أما سنة 2018 فقد شهدت انخفاض طفيف قدر بـ 12.963.914,08 دج مقارنة بسنة 2018، ليعاود الارتفاع مجدداً في سنة 2020 بنسبة نمو قدرت بـ 12,62% مقارنة بسنة 2019، وهذا نتيجة ارتفاع الموارد المالية لنفس السنة.
- أما الخزينة الصافية لمؤسسة أشغال الصومام فقد كانت قيمها موجبة وهذه على مدى الفترة المدروسة، لكن في سنتي 2018 و 2019 عرف مؤشر الخزينة انخفاض في نسبة نموه قدر بـ (-62,35%) و (-51,68%) على التوالي، مقارنة بسنة 2017، ويرجع سبب ذلك إلى ارتفاع الاحتياجات المالية لسنة 2018، وانخفاض موارد الدورة لسنة 2019، أما سنة 2020 فقد شهدت ارتفاع طفيف في قيمة الخزينة قدر بـ 2.590.410,9 دج، نتيجة ارتفاع رأس المال العامل لنفس السنة.
- ما يمكن استنتاجه من خلال المؤشرات المالية الثلاث، هو أن الوضعية المالية لمؤسسة أشغال الصومام تعرف توازناً مالياً على المدى القصير، وهذا خلال الفترة المدروسة.

ثالثاً. مؤسسة مغرب بايب

يوضح الجدول التالي الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة مغرب بايب جانب الأصول للفترة (2017-2020) والتي تم التوصل إليها من خلال التعديلات التي أجريت على الميزانية المحاسبية للمؤسسة خلال نفس الفترة.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الجدول رقم (3-28): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة مغرب بايب جانب الأصول للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

2020	2019	2018	2017	البيان
3 858 429 032,49	3 712 914 230,09	3 674 621 320,94	3 256 689 595,52	الأصول غير الجارية
3 038 706 504,4	1 629 212 149,34	1 447 018 247,9	1 707 407 152,04	قيم الاستغلال
2990984032,75	4466777549,71	5018869108,71	3494349353,07	القيم القابلة للتحويل
201 293 415,81	390 700 467,68	422 767 926,08	348 262 960,24	القيم الجاهزة
6 230 983 952,96	6 486 690 166,73	6 888 655 282,69	5 550 019 465,35	الأصول الجارية
10 089 412 985,45	10 199 604 396,82	10 563 276 603,63	8 806 709 060,87	مجموع الأصول

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (03).

يوضح الجدول التالي الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة مغرب بايب جانب الخصوم للفترة (2017-2020) والتي تم التوصل إليها من خلال التعديلات التي أجريت على الميزانية المحاسبية للمؤسسة خلال نفس الفترة.

الجدول رقم (3-29) الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة مغرب بايب جانب الخصوم للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

2020	2019	2018	2017	البيان
1 109 675 880,66	1 085 934 599,78	956 679 382,21	842 215 733,94	الأموال الخاصة
1 496 786 543,22	4 457 824 359,26	4 533 233 238,09	3 815 555 720,27	الديون متوسطة وطويلة الأجل
1 496 786 543,22	4 457 824 359,26	4 533 233 238,09	3 815 555 720,27	الديون قصيرة الأجل
10 089 412 985,45	10 199 604 396,82	10 563 276 603,63	8 806 709 060,87	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (03).

بعد استخراج الميزانية المالية المختصرة للمؤسسة، نستطيع الآن حساب مختلف المؤشرات المالية والتي تم التطرق إليها بالتفصيل في الفصل الأول من الجانب النظري.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الجدول رقم (3-30): المؤشرات المالية لمؤسسة مغرب بايب للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

2020	2019	2018	2017	البيان
8592626442,23	5741780037,56	6030043365,54	4991153340,6	الموارد الدائمة(1)
3 858 429 032,49	3 712 914 230,09	3 674 621 320,94	3 256 689 595,52	الأصول غير الجارية(2)
4.734.197.409,74	2.028.865.807,47	2.355.422.044,6	1.734.463.745,08	راس مال العامل (1) - (2)
3 038 706 504,4	1 629 212 149,34	1 447 018 247,9	1 707 407 152,04	قيم الاستغلال (3)
2990984032,75	4466777549,71	5018869108,71	3494349353,07	القيم القابلة للتحويل(4)
1 496 786 543,22	4 457 824 359,26	4 533 233 238,09	3 815 555 720,27	الديون قصيرة الأجل(5)
880 613 263,2	3 206 808 590,91	2 975 820 854,52	3 323 973 449,53	السلفات المصرفية(6)
5.413.517.257,13	4.844.973.930,7	4.908.474.973,04	4.710.174.234,37	احتياجات راس مال العامل (3) + (4) - (5) - [(6)]
6.79.319.847,39-	2.816.108.123,23-	2.553.052.928,44-	2.975.710.489,29-	الخزينة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (03).

من خلال نتائج الجدول السابق يمكن ملاحظة ما يلي:

➤ عرف مؤشر رأس المال العامل لمؤسسة مغرب بايب قيما موجبة خلال فترة الدراسة، لكن نسبة نموه سجلت تغيرات متذبذبة من سنة لأخرى، حيث شهدت سنة 2018 ارتفاع ملحوظ في قيمته فُدر بنسبة 35,80% مقارنة بسنة 2017، نتيجة ارتفاع موارد الدورة، أما سنة 2019 فقد عرفت انخفاض طفيف في رأس المال العامل بمبلغ 326.556.237,13 دج مقارنة بسنة 2018، ليعاود الارتفاع سنة 2020 بنسبة نمو قدرت بـ 133.34% مقارنة بسنة 2019، وهذا راجع بالأساس لارتفاع الموارد المالية لنفس السنة.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

➤ أما مؤشر احتياجات رأس المال العامل فقد عرف ارتفاع متتالي خلال سنوات الدراسة، نتيجة الارتفاع المتزايد للاحتياجات المالية لدورة الاستغلال، وهذا ما يفسره ارتفاع قيمة المخزونات لنفس الفترة.

➤ شهدت الخزينة الصافية لمؤسسة مغرب بايب قيما سالبة وهذا خلال كامل الفترة المدروسة، مما يفسر وجود عجز مالي قصير المدى، بين موارد الدورة من جهة وبين احتياجاتها من جهة ثانية. ➤ يمكن الحكم على الوضعية المالية لمؤسسة مغرب بايب بأنها غير متوازنة ماليه وتعاني من عجز قصير المدى، ما يستوجب على المدير المالي البحث عن موارد إضافية لمعالجة هذا الاختلال.

رابعاً. مؤسسة بال بلاست

يوضح الجدول التالي الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة بال بلاستجانب الأصول للفترة(2017-2020) والتي تم التوصل إليها من خلال التعديلات التي أجريت على الميزانية المحاسبية للمؤسسة خلال نفس الفترة.

الجدول رقم(3-31):الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة بيل باست جانب الأصول للفترة (2017-2020)
الوحدة: دج

البيان	2017	2018	2019	2020
الأصول غير الجارية	1 163 476	4 410 971	4 814 652	4 273 099
قيم الاستغلال	10 217 247	12 395 387	13 294 308	16 021 90
القيم القابلة للتحويل	5603008	6215086	6011980	4835538
القيم الجاهزة	10 794 208	7 671 855	7 287 495	8 677 204
الأصول الجارية	26 614 463	26 282 328	26 593 783	29 534 643
مجموع الاصول	27 777 939	30 693 299	31 408 435	33 807 742

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (04).

يوضح الجدول التالي الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة بال بلاستجانب الخصوم للفترة(2017-2020) والتي تم التوصل إليها من خلال التعديلات التي أجريت على الميزانية المحاسبية للمؤسسة خلال نفس الفترة.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الجدول رقم (3-32): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة بال بلاستجانب الخصوم للفترة (2017-

الوحدة: دج

(2020

2020	2019	2018	2017	البيان
28 815 382	25 423 339	23 933 396	22 368 954	الأموال الخاصة
0,00	0,00	0,00	0,00	الديون متوسطة وطويلة الأجل
4 992 360	5 985 096	6 759 903	5 408 985	الديون قصيرة الأجل
33 807 742	31 408 435	30 693 299	27 777 939	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (04).

بعد استخراج الميزانية المالية المختصرة للمؤسسة، نستطيع الآن حساب مختلف المؤشرات المالية والتي تم التطرق إليها بالتفصيل في الفصل الأول من الجانب النظري.

الجدول رقم (3-33): المؤشرات المالية لمؤسسة بال بلاست للفترة (2017-2020) الوحدة: دج

2020	2019	2018	2017	البيان
28 815 382	25 423 339	23 933 396	22 368 954	الموارد الدائمة (1)
4 273 099	4 814 652	4 410 971	1 163 476	الأصول غير الجارية (2)
24.542.283	20.608.687	19.522.425	21.205.478	راس مال العامل (1) - (2)
16 021 901	13 294 308	12 395 387	10 217 247	قيم الاستغلال (3)
4835538	6011980	6215086	5603008	القيم القابلة للتحويل (4)
4 992 360	5 985 096	6 759 903	5 408 985	الديون قصيرة الأجل (5)
0,00	0,00	0,00	0,00	السلفات المصرفية (6)
15.865.079	13.321.192	11.850.570	10.411.270	احتياجات راس مال العامل (3) + (4) - (5) - (6)
8.677.204	7.287.495	7.671.855	10.794.208	الخزينة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملحق رقم (04).

من خلال نتائج الجدول رقم (3-33) نلاحظ ما يلي:

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

- أن رأس مال العامل لمؤسسة بيل باست شهد نسب نمو مختلفة خلال الفترة (2017-2020)، حيث سجلت سنة 2018 انخفاض بنسبة (-7,94%) في نمو مؤشر رأس المال العامل مقارنة بسنة 2017، بسبب انخفاض الموارد المالية خلال نفس السنة، أما سنتي 2019 و2020 فقد عرفتا ارتفاع في وزن مؤشر رأس المال العامل بـ 5,56% و 19,09% على التوالي مقارنة بسنة 2018، معنى ذلك أن مؤسسة بيل باست حققت فائض مالي سُمول به جزء من الأصول المتداولة بعد تمويل كل الأصول الثابتة.
- أما مؤشر احتياجات رأس المال العامل فقد عرف ارتفاع متتالي خلال الاربع سنوات المدروسة، حيث سجلت المؤسسة في سنة 2020 نسبة نمو بـ 52,38% مقارنة بسنة 2017، وهذا يدل على الاحتياجات المالية المتزايدة التي عرفتھا دورة الاستغلال خلال الفترة المدروسة، وبالرجوع إلى الميزانية المالية المختصرة نجد أن سبب هذا التزايد في الاحتياجات هو الارتفاع المتتالي في قيم المخزونات خلال نفس الفترة.
- عرف مؤشر الخزينة الصافية لمؤسسة بال بلاستيما موجبة خلال الفترة المدروسة، إلا أن نسبة نموه شهد تغيرات مختلفة، حيث سجلت سنتي 2018 و2019 انخفاضا بـ (-28,92%) و(-5,01%) على التوالي مقارنة بسنة 2017، وهذا توازيا مع الارتفاع الذي حدث في احتياجات رأس المال العامل لنفس الفترة، أما سنة 2020 فقد سجلت ارتفاع طفيف في قيمة الخزينة الصافية قُدر بـ 1.389.709 دج، نتيجة الارتفاع الذي حدث في موارد الدورة خلال نفس السنة.
- يمكن استنتاج أن المؤسسة حققت كل شروط التوازن المالي خلال الفترة المدروسة، لكن نلاحظ أن المؤسسة قامت بتجميد جزء من أموالها الثابتة، ما يطرح عليها مشكل الربحية أي تكلفة الفرصة البديلة الضائعة، لذلك على المدير المالي معالجة الوضعية عن طريق شراء مواد أولية أو تقديم تسهيلات للزبائن.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

المطلب الثاني: تقييم قرارات التمويل للمؤسسات محل الدراسة بواسطة النسب المالية

نتناول من خلال هذا الجزء أهم النسب المالية أو ما يعرف بنسب المديونية والتي تعطينا صورة واضحة عن الوضعية المالية للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2017-2020)، وذلك بهدف استصدار حكم حول تشكيلة الهيكل التمويلي لهذه المؤسسات.

أولاً. نسب هيكل الخصوم

سنتطرق من خلال الجدول التالي، لأهم نسب الهيكل المالية للمؤسسات محل الدراسة والتي تأتي على النحو التالي:

➤ نسبة التمويل الدائم؛

➤ نسبة الإستقلالية المالية؛

➤ نسبة المديونية العامة؛

➤ نسبة قابلية التسديد.

1. نسبة التمويل الدائم للمؤسسات محل الدراسة

نقوم بحساب نسبة التمويل الدائم من خلال العلاقة التالية: (الموارد الدائمة ÷ الأصول غير الجارية)

حيث:

الموارد الدائمة = رؤوس الأموال الخاصة + الخصوم غير المتداولة + مخصصات الاهتلاكات والمؤونات

الأصول غير الجارية = الأصول الثابتة

وذلك كما يلي:

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الجدول رقم (3-34): نسبة التمويل الدائم للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

البيان	2017	2018	2019	2020
مؤسسة أنتقراتاد لوجيستيك	2,95	3,35	3,57	3,69
مؤسسة اشغال الصومام	13,99	16,74	14,25	9,47
مؤسسة مغرب بايب	1,53	1,64	1,54	2,23
مؤسسة بال بلاست	19,22	5,42	5,28	6,75

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملاحق رقم (4.3.2.1).

من الجدول السابق نلاحظ:

- أن نسبة التمويل الدائم لمؤسسة أنتقراتاد لوجيستيك أكبر من الواحد الصحيح، وقد عرفت ارتفاعا متتاليا خلال السنوات الأربعة المدروسة، مما يدل على وجود هامش أمان يسمح للمؤسسة بتغطية كامل أصولها الثابتة عن طريق الأموال الدائمة، والباقي سيذهب لتمويل جزء معتبر من أصولها الجارية.
- أما بالنسبة لمؤسسة أشغال الصومام فقد عرفت نسبة التمويل الدائم لها ارتفاعا ملحوظا خلال سنوات الدراسة، حيث تجاوزت بكثير النسبة المرجعية وهي الواحد الصحيح، وبلغت أكبر نسبة لها في سنة 2018 بـ 16,74%، وهو ما يدل على وجود فائض كبير في تمويل الأصول الثابتة، وعلى المؤسسة تخفيض الموارد الدائمة بحيث يمكن تسديد جزء من حقوق الموردين أو شراء استثمارات إضافية ذات تكنولوجيا متطورة.
- نسب التمويل الدائم لمؤسسة مغرب بايب أكبر من الواحد الصحيح، وهذا خلال كامل فترة الدراسة، حيث بلغت في المتوسط (1.73)، وهي أكبر من النسبة المعيارية، مما يدل على وجود فائض من الموارد الدائمة بعد تغطيتها بالكامل للأصول الثابتة، يمكن أن تستعمله المؤسسة لتجاوز حالات بطئ دوران عناصر الأصول الجارية وخاصة المخزونات.
- أما التمويل الدائم لمؤسسة بال بلاست فقد شهد نسبة مرتفعة جدا سنة 2017 قُدرت بـ (1922%)، وهي بعيدة عن النسب المرجعية الموصى بها، والمقدرة بـ الواحد الصحيح أي 100%، وهذا راجع أساسا إلى قيمة الاستثمارات المنخفضة والتي تميزت بها هذه السنة،

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

أما سنتي 2018 و 2019 فقد عرفتا انخفاضا ملحوظا مقارنة بسنة 2017، حيث بلغت نسب التمويل الدائم (5,42) و(5,28) على التوالي، نتيجة ارتفاع قيمة الأصول الثابتة في هاتين السنتين بنسبة 279,12% و 313,82% على التوالي مقارنة بسنة 2017.

2. نسبة الإستقلالية المالية

تشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة و بالتالي درجة استقلاليتها، إذ أن الحجم الكبير للديون يجعل المؤسسة غير مستقلة في اتخاذ قراراتها المالية، وتحسب بالعلاقة التالية: $\text{نسبة الإستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$

سنتعرض من خلال الجدول التالي لحساب نسبة الإستقلالية المالية للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020).

الجدول رقم (3-35): نسبة الإستقلالية المالية للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

البيان	2017	2018	2019	2020
مؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك	81,64%	92,92%	168,52%	168,54%
مؤسسة أشغال الصومام	91,48%	155,93%	138,41%	193,20%
مؤسسة مغرب بايب	10,57%	9,96%	11,92%	12,36%
مؤسسة بيل باست	413,55%	354,05%	424,78%	577,19%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملاحق رقم (4.3.2.1).

نلاحظ من الجدول أعلاه أن:

- نسبة الإستقلالية المالية لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك خلال سنتي 2017 و 2018 أكبر من النسبة الدنيا الواجب تحقيقها والتي تقدر ب 50%، أما سنتي 2019 و 2020 فقد تجاوزت نسبة الاستقلالية المالية الواحد، هذا يعني أن الاموال الخاصة أكبر من الديون، وبالتالي نقول أن مؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك متحررة ماليا.
- نسبة الإستقلالية المالية لمؤسسة أشغال الصومام خلال سنة 2017 تقدر ب 91,48%، وهي أكبر من النسبة الدنيا الواجب تحقيقها والتي تقدر ب 50%، أما باقي سنوات الدراسة

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

فقد تجاوزت نسبة الاستقلالية المالية الواحد، مما يعني أن مساهمة المالكين في رأس مال المؤسسة أعلى من أموال المقرضين، وهو قرار رشيد من منظور الاستقلالية المالية.

➤ نسبة الإستقلالية المالية لمؤسسة مغرب بايب ضعيفة جداً، وهي أقل من النسبة الدنيا الواجب تحقيقها، فهي لم تتجاوز 13% خلال كامل سنوات الدراسة، مما يعني أن الديون أكبر من الأموال المملوكة، وهو ما يجعل المؤسسة غير مستقلة في اتخاذ قراراتها المالية.

➤ نسبة الإستقلالية المالية لمؤسسة بال بلاستعتبر جد عالية، حيث تجاوزت 100% على طول سنوات الدراسة، فهي لم تعتمد كلياً على الديون المالية في تركيبها المالي، مما يعني أن المؤسسة متحررة مالياً، وفي المقابل نجد أن عدم اعتماد المؤسسة على الديون يجرمها من الاستفادة من أثر الرفع المالي.

3. نسبة قابلية التسديد

تعتبر نسبة قابلية التسديد عن نسبة الضمان التي تمنحها المؤسسة لدائنيها، مما يزيد في ثقتهم فيها، وكلما كانت هذه النسبة أصغر كلما كان المقرضون أكثر ارتياحاً اتجاه أموالهم، حيث يجب أن لا تفوق النسبة 50%، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة قابلية التسديد} = (\text{مجموع الديون} \div \text{مجموع الأصول}) \times 100\%$$

سنتعرض من خلال الجدول التالي لحساب نسبة قابلية التسديد للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020).

الجدول رقم (3-36): نسبة قابلية التسديد للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

البيان	2017	2018	2019	2020
مؤسسة أنتقراتاد لوجيستيك	55,05%	51,84%	37,24%	37,24%
مؤسسة أشغال الصومام	52,22%	39,07%	41,94%	51,76%
مؤسسة مغرب بايب	90,44%	90,94%	89,35%	89,01%
مؤسسة بال بلاست	19,47%	22,02%	19,06%	14,77%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملاحق رقم (4.3.2.1).

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

من الجدول الجدول رقم (3-36) نلاحظ مايلي:

➤ بالنسبة لمؤسسة أنقراتاد لوجيستيكفان نسبة قابلية التسديد لسنتي 2017 و 2018 كانت ضعيفة، حيث تجاوزت بقليل 50%، أما سنتي 2019 و 2020 فقد كانت نسبة قابلية التسديد 37,24%، وهي نسبة مقبولة وعليه فالمؤسسة بإمكانها طلب الحصول على قروض بشروط ميسرة.

➤ أما مؤسسة أشغال الصومام فنسبة قابلية التسديد لسنتي 2017 و 2020 كانت ضعيفة، حيث تجاوزت قيمة الديون نصف قيمة الأصول، أما سنتي 2018 و 2019 فقد تميزتا بانخفاض في نسبة قابلية التسديد، حيث لم تتجاوز 42% وعليه نقول أن المؤسسة قادرة على تسديد ديونها، وبإمكانها الحصول على قروض إن أرادت ذلك.

➤ ما يلاحظ على نسبة قابلية التسديد لمؤسسة مغرب بايب أنها مرتفعة جدا، حيث تجاوزت بكثير النسبة المثلى والتي تقدر بـ 50%، وهذا خلال كامل سنوات الدراسة، ومنه نستطيع القول أن المؤسسة تعاني من قابلية سداد ضعيفة جدا، وهذا ما يُعقد عملية حصولها على أموال استنادة إضافية.

➤ أما بالنسبة لمؤسسة بال بلاست فإن نسبة قابلية التسديد لم تتجاوز في المتوسط 18,83%، وهذا خلال فترة الدراسة، وبالتالي نقول أن المؤسسة لديها نسبة ضمان مرتفعة خلال هذه الفترة، وهذا ما يزيد من ثقة دائني هذه المؤسسة، حيث باستطاعتها طلب قروض إضافية.

4. نسبة المديونية العامة

5. هذه النسبة تمنحنا صورة عامة حول المزيج التمويلي للمؤسسة، من ناحية ملكية مصادر التمويل المستخدمة من قبلها، وبالتحديد تُمكننا نسبة المديونية من تحديد نسبة حضور أموال الاستنادة مقارنة بأموال الملكية، حيث يجب أن لا تتجاوز هذه النسبة الواحد (1) أي 100%. وتحسب بالعلاقة التالية: نسبة المديونية العامة = (مجموع الديون ÷ أموال الملكية) × 100%

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الجدول رقم (3-37): نسبة المديونية العامة للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

البيان	2017	2018	2019	2020
مؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك	%122,49	%107,62	%59,34	%59,33
مؤسسة أشغال الصومام	%109,31	%64,13	%72,25	%51,76
مؤسسة مغرب بايب	%945,66	%1004,16	%839,25	%809,22
مؤسسة بال بلاست	%24,18	%28,24	%23,54	%17,25

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملاحق رقم (4.3.2.1).

من الجدول الجدول رقم (3-37) نلاحظ ما يلي:

- أن نسبة المديونية العامة لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك في سنتي 2017 و 2018 مرتفعة قليلا عن النسبة الموصى بها وهي 100%، وبالرجوع لتركيبية أموال الاستدانة نجد سبب هذا الارتفاع هو حصول المؤسسة على قروض بقيمة 7 204 690 دج خلال سنة 2018، أما سنتي 2019 و 2020 فقد عرفتا تراجع ملحوظ، والسبب وراء ذلك هو الانخفاض المتتالي في قيمة أموال الاستدانة ابتداء من سنة 2019، فخلال هذه السنة قامت المؤسسة بتسديد ما قيمته 5 594 673 دج من المبلغ الاجمالي للقروض، وكذلك الحال بالنسبة لسنة 2020، حيث سددت مبلغ من القرض قُدر ب أكثر من مليون دينار جزائري.
- أما مؤسسة أشغال الصومام فنلاحظ انخفاض في نسبة المديونية العامة لسنة 2018 مقارنة بسنة 2017، وهذا راجع بالأساس لتسديد المؤسسة لمبلغ 11 430 023 دج من السلفات المصرفية قصيرة الأجل خلال سنة 2018، كما نلاحظ أن أموال الملكية تفوق أموال الاستدانة خلال باقي سنوات الدراسة، وهذا راجع لخلو تركيبية الهيكل المالي للمؤسسة من القروض الطويلة والمتوسطة الأجل وكذلك السلفات المصرفية.
- أما بالنسبة لمؤسسة مغرب بايب فقد عرفت نسبة المديونية العامة لها ارتفاع حاد خلال سنوات الدراسة، حيث بلغت في المتوسط 899,57% وهي نسبة مرتفعة جدا مقارنة بالنسبة المعيارية المقدرة ب 100%، ما يدل على الارتفاع الكبير لنسبة حضور أموال الاستدانة مقارنة بأموال الملكية، وهذا راجع للارتفاع المتتالي لحساب (تثبيات يجرى انجازها) من 38 545 000 دج

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

سنة 2017 إلى 446 534 826,7 دج سنة 2020، نتيجة استراتيجية التوسع التي انتهجتها المؤسسة خلال هذه الفترة، وما تطلبته من احتياجات مالية دفعتها إلى اللجوء للاستدانة. ➤ لم تتجاوز نسبة المديونية العامة لمؤسسة بال بلاست 28,24% وهذا على مدى فترة الدراسة، أي أن أموال الملكية تفوق أموال الاستدانة خلال هذه الفترة، مما يدل على اعتماد المؤسسة بصفة كبيرة على التمويل الممتلك في تمويل دورتي الاستثمار والاستغلال.

ثانيا. نسب هيكلية الأصول

نحاول دراسة نسب هيكلية أصول المؤسسات محل الدراسة للفترة من خلال الكشف عن الكيفية التي تم وفقها استخدام خصوم هذه المؤسسات، ومن أهم نسب هيكلية الأصول التي تمت دراستها نذكر ما يلي:

➤ نسبة الأصول غير الجارية؛

➤ نسبة الأصول الجارية.

1. نسبة الأصول غير الجارية

وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الأصول غير الجارية} = (\text{الأصول غير الجارية} \div \text{مجموع الأصول}) \times 100\%$$

الجدول رقم (3-38): نسبة الأصول غير الجارية للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

البيان	2017	2018	2019	2020
مؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك	15,23%	14,68%	17,62%	17,03%
مؤسسة اشغال الصومام	3,41%	3,64%	4,07%	6,95%
مؤسسة مغرب بايب	36,98%	34,79%	36,40%	34,79%
مؤسسة بال بلاست	4,19%	14,37%	15,32%	12,64%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملاحق رقم (4.3.2.1).

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

2. نسبة الأصول الجارية

وتحسب بالعلاقة التالية: نسبة الأصول الجارية = (الأصول الجارية ÷ مجموع الأصول) × 100%

الجدول رقم (3-39): نسبة الأصول الجارية للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

البيان	2017	2018	2019	2020
مؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك	84,77%	85,32%	82,38%	82,97%
مؤسسة أشغال الصومام	96,59%	96,36%	95,93%	93,05%
مؤسسة مغرب بايب	63,02%	65,21%	63,6%	65,21%
مؤسسة بال بلاست	95,81%	85,63%	84,68%	87,36%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملاحق رقم (4.3.2.1).

من خلال الجدولين السابقين يمكن ملاحظة ما يلي:

➤ أن نسبة الاصول غير الجارية لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك للفترة (2017-2020) تشكل ما بين 14% و 17% من مجموع أصول المؤسسة، وبالمقابل يفوق متوسط وزن الأصول الجارية لنفس الفترة المدروسة ألد 83% من مجموع الأصول، حيث تعتبر أوزان كل من الأصول غير الجارية والأصول الجارية غير مثالية مقارنة بالنسب المعيارية، وهذا راجع لطبيعة القطاع الخدمي الذي تنتمي إليه المؤسسة، حيث لا يتطلب أصول ثابتة كبيرة مثل معدات الإنتاج التي تحتاجها المؤسسات الصناعية.

➤ أما بالنسبة لمؤسسة أشغال الصومام فإن أصولها غير الجارية لم تتجاوز نسبة 6,95%، من مجمل الأصول وهذا خلال فترة الدراسة، وبالمقابل فقد تراوحت نسب الأصول الجارية بين 93% و 96% من مجمل الأصول خلال نفس الفترة، وبالتدقيق أكثر في موطن الخلل نجد أن حساب الزبائن في الميزانية المحاسبية للمؤسسة يمثل الحصة الأكبر مقارنة بباقي الحسابات، وهو ما أدى إلى الارتفاع الكبير في قيمة الأصول المتداولة خلال فترة الدراسة، وعليه يجب على المؤسسة تقليص قدر الامكان في مدة التحصيل بالنسبة للزبائن.

➤ تراوحت نسبة الاصول غير الجارية لمؤسسة مغرب بايب خلال الفترة (2017-2020) بين 34% و 36%، من مجموع أصول المؤسسة، بينما تتجاوزت نسبة الاصول الجارية في المتوسط

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

64,26% من مجموع الأصول خلال نفس الفترة، حيث تعتبر نسب كل من الأصول غير الجارية والأصول الجارية لهذه المؤسسة غير مثالية مقارنة مع النسب المعيارية للمؤسسات الصناعية، التي تنص على أن تكون نسبة الأصول غير الجارية تمثل على الأقل النصف من مجمل الأصول، أما في حالة مؤسسة مغرب بايب نلاحظ أن نسب الأصول غير الجارية أقل من الوزن المثالي، وهذا راجع إلى ارتفاع نسب الأصول الجارية في هيكل الأصول، ما يؤثر سلباً على التوازن المالي للمؤسسة ومنه على أمثلية هيكلها التمويلي، نتيجة ارتفاع احتياجات دورة الاستغلال، وعليه يجب على المدير المالي أن يعيد النظر في تركيبة الأصول الجارية والعمل على تخفيضها.

➤ أما بالنسبة لمؤسسة بال بلاستيفان أصولها الثابتة لم تتجاوز نسبة 15,32% من مجمل الأصول وهذا خلال الفترة المدروسة، بالمقابل تجاوزت متوسط نسبة الأصول الجارية لنفس الفترة الـ 88% من مجمل الأصول، وبالتالي فهذه النسب بعيدة عن النسبة المثلى، والسبب راجع لارتفاع الاحتياجات المالية للدورة، ومنه على مسيري المؤسسة البحث عن مصادر تمويل إضافية لتأمين هذه الاحتياجات.

المطلب الثالث: نتائج تقييم قرارات التمويل للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

تتضمن عملية تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة، في الحكم على حالته من خلال ثلاث حالات رئيسية ممكنة وهي كما يلي:

➤ هيكل مالي يتميز بنسبة استدانة أقل من النسبة المثلى؛

➤ هيكل مالي يتميز بنسبة استدانة مثلى؛

➤ هيكل مالي يتميز بنسبة استدانة أكبر من النسبة المثلى.

لذلك سنقوم بتلخيص جميع الهياكل المالية للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020) في الجدول التالي، وذلك اعتماداً على نتائج الجداول السابقة والمعلومات المتوفرة في القوائم المالية، وهذا بالتطرق إلى نسبة حضور أموال الملكية والديون في تشكيلة هياكلها المالية، مع تبيان نوع القرارات المالية المتخذة في هذا الشأن.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

الجدول رقم (3-40): ملخص الهياكل المالية للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

2020		2019		2018		2017		البيان
ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	مؤسسة أنتقرا تاد
%37	%63	%37	%63	%52	%48	%55	%45	لوجيستيك
- أموال مملوكة		- أموال مملوكة		- أموال مملوكة		- أموال مملوكة		
- استدانة		- استدانة		- استدانة		- استدانة		
ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	مؤسسة اشغال الصومام
%34	%66	%42	%58	%39	%61	%52	%48	
- أموال مملوكة		- أموال مملوكة		- أموال مملوكة		- أموال مملوكة		
- استدانة		- استدانة		- استدانة		- استدانة		
ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	مؤسسة مغرب بايب
%90	%10	%89	%11	%91	%09	%90	%10	
- أموال مملوكة		- أموال مملوكة		- أموال مملوكة		- أموال مملوكة		
- استدانة		- استدانة		- استدانة		- استدانة		
ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	ديون	أموال خاصة	مؤسسة بال بلاست
%15	%85	%19	%81	%22	%78	%19	%81	
- أموال مملوكة		- أموال مملوكة		- أموال مملوكة		- أموال مملوكة		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات المتوفرة في الملاحق رقم (4.3.2.1).

من خلال نتائج الجدول السابق نلاحظ ما يلي:

➤ أن مؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك اقتربت من النسبة المثلى للهيكل المالي وذلك خلال سنتي 2017 و2018، وذلك بتقارب نسبة الديون مع الأموال الخاصة، وبعد سنة 2018 اتجهت المؤسسة نحو تخفيض الديون في تكوين الهيكل المالي لها، حيث تراجع نسبة الديون سنتي 2019 و2020 إلى 37% مقارنة بسنة 2018، وبالتالي تكون المؤسسة قد ابتعدت عن تحقيق النسبة

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

- المتلى للاستدانة، مما يستوجب على مسيري المؤسسة اتخاذ قرارات تمويلية وذلك باللجوء إلى الرفع من القيمة الإجمالية للاستدانة، بغية الاستفادة من مزايا الرفع المالي.
- أما مؤسسة أشغال الصومام فقد اعتمدت على سياسة التمويل المملوك والتمويل بالاستدانة، وهذا خلال سنة 2017 فقط، حيث اقتربت في هذه السنة من النسبة المتلى للهيكل المالي، وبعدها اعتمدت المؤسسة على التمويل المملوك دون أي نوع آخر من التمويل، وهذا خلال سنوات 2018، 2019، 2020 وهو ما أثر على انخفاض نسبة الاستدانة في تكوين هيكلها المالي، مما يتطلب من المدير المالي اتخاذ قرارات تمويلية من شأنها تحقيق هيكل تمويلي يُلبى احتياجات دورة الاستغلال المتزايدة من سنة لأخرى، كما رأينا ذلك في المطلب السابق.
- بالنسبة لمؤسسة مغرب بايب فقد سيطرت الديون على الهيكل المالي للمؤسسة وهذا خلال كامل السنوات الأربعة المدروسة، فاعتماد المؤسسة على الديون في توليفة هيكلها التمويلي جعلها تبتعد كثيرا عن النسبة المتلى للاستدانة، وهذا ما جعل التمويل المملوك في أدنى مستوياته، وهو ما يرجح احتمالية إفلاس المؤسسة بسبب تشبعها بالديون وهذا ما تؤكد نسبة قابلية السداد الضعيفة للمؤسسة والتي تطرقنا إليها سابقا عند حساب مختلف النسب.
- أما مؤسسة بال بلاست فنلاحظ أنها لم تعتمد إطلاقا على التمويل بالاستدانة، وهذا خلال كامل فترة الدراسة، واعتمدت فقط على التمويل المملوك في سياستها التمويلية، وهو ما يفسر ارتفاع نسبة التمويل بأموال الملكية، حيث أن أقل نسبة كانت سنة 2018 بـ 78%، مما جعل تركيبة هيكلها المالي خالية تماما من القروض سواء الطويلة والمتوسطة أو القصيرة، وهذا ما جعل نسبة الاستدانة أقل من النسبة المتلى، وعليه يستوجب على المدير المالي البحث عن بدائل تمويلية أخرى، للدفع بنسبة الاستدانة إلى الاقتراب من النسبة المتلى هذا من جهة، ومن جهة ثانية من أجل تلبية الاحتياجات المالية لدورة الاستغلال، والرفع من القدرات الانتاجية للمؤسسة.

الفصل الثالث: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة (2017-2020)

خلاصة الفصل الثالث

يعتبر هذا الفصل محاولة بسيطة لتجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصول النظرية على أرض الواقع، من خلال دراسة تركيبية المزيج التمويلي لأربع مؤسسات إقتصادية جزائرية والمتمثلة في مؤسسة أنقرا تاد لوجيستيك، مؤسسة أشغال الصومام، مؤسسة مغرب بايب ومؤسسة بال بلاست، حيث تم عرض وتحليل مختلف مصادرها التمويلية، والمتكونة من مصادر تمويل داخلية والتي تتمثل في التمويل الذاتي والأموال الخاصة، ومصادر خارجية متمثلة في ديون قصيرة الأجل وديون متوسطة وطويلة الأجل، وتبين لنا أن مؤسسة أنقرا تاد لوجيستيك اعتمدت على مزيج تمويلي متمثل في أموال الملكية وأموال الاستدانة وهذا خلال سنتي 2017 و 2018، وبعدها اتجهت المؤسسة إلى الاعتماد على أموال الملكية فقط وهذا خلال سنتي 2019 و 2020، أما مؤسسة أشغال الصومام فقد اقتربت في سنة 2017 من النسبة المثلى للهيكل المالي، وبعدها اعتمدت المؤسسة على التمويل المملوك دون أي نوع آخر من التمويل، وهذا خلال سنوات 2018، 2019، 2020، وبالنسبة لمؤسسة مغرب بايب فقد تميز هيكلها التمويلي بتفوق أموال الاستدانة بحوالي 90% على أموال الملكية وهذا خلال كامل الفترة المدروسة، بينما شهد الهيكل التمويلي لمؤسسة بيل باست سيطرت أموال الملكية وهذا خلال السنوات الاربعة المدروسة.

ومن أجل تقييم قرارات التمويل المتخذة من طرف المؤسسات المدروسة خلال فترة الدراسة، فقد تم الاعتماد على أسلوب التحليل المالي، وذلك باستخدام أهم المؤشرات والنسب المالية، بالإضافة إلى استخدام المعلومات المحاسبية والمالية المتاحة خلال الفترة المدروسة، وتبين لنا أن جُل المؤسسات محل الدراسة قد حققت توازن مالي خلال السنوات المدروسة ولكن بنسب مختلفة من مؤسسة لأخرى، باستثناء مؤسسة مغرب بايب والتي حققت عجز مالي خلال كامل الفترة (2017-2020)، وهذا راجع بالأساس لتفوق الاحتياجات الدورية على الموارد الدائمة للمؤسسة.

الخاتمة

الخاتمة

إن الحديث عن موضوع التمويل والقرارات التمويلية يشكل مسألة على قدر كبير من الأهمية للمؤسسة الاقتصادية، الأمر الذي يتطلب منها تحديد هيكلها مالياً أمثل، تستهدف من خلاله تعظيم ثروة المالكين ومن ثم القيمة السوقية لها، ولا يتأتى هذا إلا من خلال تحديد النسبة الملائمة لكل من التمويل الممتمك والمقترض في الهيكل المالي، نظراً لاختلاف درجة المخاطرة التي تتعرض لها المؤسسة باختلاف نسبة كل منهما في الهيكل المالي.

تطرقنا خلال هذا البحث إلى تقديم المفاهيم الخاصة بالموضوع، وتناولنا بالدراسة والتحليل النظريات المفسرة للهيكل المالي الأمثل، حيث هناك نظريات أقرت بوجود نسبة اقتراض مثالية، فيما نفت أخرى وجود علاقة بين تكلفة التمويل والهيكل المالية، أي لا وجود لهيكل مالي أمثل الذي يذني التكلفة الاجمالية للتمويل ويعظم قيمة المؤسسة.

أما فيما يتعلق بخصوصية الهياكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فقد ظهرت العديد من الاسهامات النظرية والتي حاولت التأكد من صحة مجمل النظريات المالية، وخلصت إلى أن هذه الأخيرة لا تمثل في معظمها أدوات يمكن من خلالها تفسير الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكونها تنطلق أساساً من فرضيات غير متوفرة في حالة المؤسسات السالفة الذكر.

هذا فيما يخص الجانب النظري، أما الجانب التطبيقي فقد قمنا بدراسة أربعة مؤسسات خاصة خلال الفترة (2017-2020)، من خلال دراسة وتحليل تركيبية هيكلها التمويلي، ومن أجل تقييم قرارات التمويل المتخذة من طرف المؤسسات المدروسة خلال فترة الدراسة، فقد تم الاعتماد على أسلوب التحليل المالي، وذلك باستخدام أهم المؤشرات والنسب المالية، بالإضافة إلى استخدام المعلومات المحاسبية والمالية المتاحة خلال الفترة المدروسة.

ونظراً لشح المعلومات وعدم توفرها على مستوى المؤسسات محل الدراسة، خاصة فيما تعلق بتكلفة القروض، فإننا لم نتمكن من حساب المردودية المالية وكذا أثر الرافعة المالية لجل المؤسسات محل الدراسة، والتي من المفروض أن تعطينا صورة أكثر وضوحاً عن علاقة قرارات التمويل بالهيكل المالي

الخاتمة

الأمثل، لذلك تم الاعتماد فقط على أدوات التحليل المالي والمتمثلة في المؤشرات والنسب المالية، من أجل تقييم قرارات التمويل المتخذة من طرف المؤسسات محل الدراسة.

من خلال تطرقنا إلى موضوع تأثير قرار التمويل على اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية أمكننا الخروج ببعض النتائج من أهمها:

أولاً. اختبار صحة الفرضيات

الفرضية الأولى: عرف موضوع الهيكل المالي الأمثل موجة من المقاربات والابحاث، حيث توجد أطر نظرية أقرت بوجود نسبة اقتراض مثالية، فيما نفت أخرى وجود علاقة بين تكلفة التمويل والهيكلية المالية أي لا وجود لهيكل مالي أمثل.

أبرزنا خلال هذا البحث مختلف النظريات والمداخل التي تناولت مضمون الإسهامات النظرية المهمة بتحديد المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسة، حيث بدأت هذه النظريات بالنظرية التقليدية التي أقرت بوجود نسبة اقتراض مثالية (هيكل مالي أمثل) تتخفف عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وبالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى، كما وافقتها نظرية الربح الصافي، وهذا في ظل عدة فرضيات، أما نظرية مودكلياني وميلر (Modigliani and Miller) في غياب الضرائب ونظرية صافي ربح العمليات فإن الهيكلية المالية للمؤسسة لا علاقة لها بتكلفة التمويل، أي لا وجود لهيكل مالي أمثل الذي يدني التكلفة الاجمالية لهذا الأخير ويعظم قيمة المؤسسة.

بعد ذلك ظهرت نظريات حديثة قامت بتعديل بعض الفرضيات غير الواقعية، وقد أكدت كلها على وجود هيكل مالي أمثل يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، من بينها نظرية مودكلياني وميلر (Modigliani and Miller) بعد إدخال الضرائب، هذه النظرية بينت أن الهيكل المالي الأمثل لما تسدين المؤسسة أقصى ما يمكن، كما أكدت نظرية المقايضة على وجود هيكل تمويلي أمثل ينشك عند موازنة القيمة الحالية للوفورات الضريبية مع تكاليف التمويل المقترض، أما نظرية الوكالة فإن الهيكل المالي الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.

الخاتمة

الفرضية الثانية: يمكن استخدام أسلوب التحليل المالي من أجل تحليل وتقييم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسات محل الدراسة، وذلك باستخدام مؤشرات التوازن المالي وبعض النسب المالية الدالة عن حالته.

بهدف استصدار حكم حول تشكيلة الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة، قمنا بتحليل وضعيتها المالية عن طريق التحليل المالي، وذلك بدراسة كل من مؤشرات توازنها المالي والتمثلة في رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل والخزينة، بالإضافة إلى دراسة عدد من النسب المالية التي تعتبر كأدوات تساعدنا على تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة، وتحديد مواقع الخلل فيها إن وجدت، حيث تتضمن عملية التقييم في الحكم على حالته من خلال ثلاث حالات رئيسية ممكنة وهي كما يلي:

➤ هيكل مالي يتميز بنسبة استدانة أقل من النسبة المثلى؛

➤ هيكل مالي يتميز بنسبة استدانة مثلى؛

➤ هيكل مالي يتميز بنسبة استدانة أكبر من النسبة المثلى.

وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

الفرضية الثالثة: توجد قرارات تمويلية بإمكانها تحقيق هيكل مالي أمثل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. عند تقييم المؤسسة لهيكلها المالي سيمكننا ذلك 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 الأمثلية.

من خلال قراءة في نتائج تقييم تركيبة الهياكل المالية للمؤسسات الأربعة محل الدراسة، فإننا لاحظنا أن المؤسسات تعتمد عدة أنماط للتمويل بين أموال الاستدانة وأموال الملكية، حيث يمثل هذا الأخير النسبة الأكبر في تشكيلة الهيكل المالي لجل المؤسسات، ماعدا مؤسسة مغرب بايب التي شهد هيكلها المالي نسب تفوق 89% خلال كامل الفترة المدروسة، وبالتالي فإن القرارات التمويلية المتخذة

الخاتمة

من طرف المؤسسات محل الدراسة لم تحقق لها هيكل مالي أمثل، وهو ما ينفي صحة الفرضية الثالثة.

بالإضافة إلى ذلك فإنه تم التوصل إلى مجموعة من النتائج أهمها:

➤ ما يمكن ملاحظته من خلال التعرف على مصادر التمويل المشكلة للهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة، هو غياب أساليب التمويل الحديثة، مثل؛ القيم المنقولة بمختلف أنواعها، القرض الإيجاري...، وهذا راجع إلى افتقاد الإدارة المالية للمؤسسات إلى دراسة علمية دقيقة لمختلف بدائل التمويل المتاحة أمامها، والاكتفاء فقط بما هو مألوف منها، وهذا ما يمكن أن يضيع فرص على هذه المؤسسات، التي كان من الممكن الاستفادة منها عن طريق اللجوء لمصادر تمويل حديثة؛

➤ يتكون الهيكل المالي للمؤسسات الأربعة المدروسة خلال الفترة (2017-2020) من أموال الملكية وأموال الاستدانة حيث تتشكل أموال الملكية لجل المؤسسات من رأس المال الاجتماعي، علاوات واحتياطات وأرباح محتجزة، بينما تقتصر أموال الاستدانة لمؤسسة أنقرا تاد لوجيستيك خلال الفترة المدروسة على قروض بنكية طويلة ومتوسطة الأجل فقط، أما أموال الاستدانة لمؤسسة مغرب بايب فتتشكل من قروض بنكية طويلة ومتوسطة الأجل بالإضافة إلى سلفات بنكية قصيرة الأجل، بينما تتعدم أموال الاستدانة من الهيكل المالي لمؤسسة بال بلاست ومؤسسة أشغال الصومام، وهذا خلال نفس الفترة.

➤ من خلال دراسة تركيبية الهيكل التمويلي للمؤسسات محل الدراسة عن طريق أسلوب التحليل المالي بالمؤشرات والنسب المالية، نخلص إلى أن جل المؤسسات حققت توازن مالي خلال فترة الدراسة، ماعدا مؤسسة مغرب بايب التي شهدت عجز مالي خلال كامل الفترة المدروسة، وهذا راجع بالاساس إلى الارتفاع المتزايد للاحتياجات المالية لدورة الاستغلال، وعدم كفاية موارد الدورة لتغطية هذا الاحتياج.

➤ تمتلك مؤسسة مغرب بايب هيكل تمويلي يتميز بمعدل استدانة أعلى من اللازم حيث بلغت نسبة الاستدانة في المتوسط 899,57 %، وهي نسبة بعيدة عن النسبة المعيارية التي هي

الخاتمة

100%، وبعد إجراء عملية بحث عن السبب الذي أدى إلى ارتفاع نسبة استئانة 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 الاستئانة؛

➤ تركيبة الهيكل المالي لمؤسسة بال بلاستيكية تماما من القروض سواء الطويلة والمتوسطة أو القصيرة الأجل، حيث أنها لم تعتمد إطلاقا على التمويل بالاستئانة، وهذا خلال كامل فترة الدراسة، وهذا ما يفسر اتخاذ المؤسسة لقرار التمويل الداخلي لتلبية احتياجاتها المالية، بدل التمويل الخارجي.

➤ اقتربت مؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك من النسبة المثلى للهيكل المالي وذلك خلال سنتي 2017 و2018، وبعدها اتجهت المؤسسة نحو سياسة التمويل الخاص، ما يفسر اتخاذها لقرار التخلي عن التمويل بأموال الاستئانة.

➤ من خلال حساب نسب نمو القدرة على التمويل الذاتي للمؤسسات محل الدراسة، نخلص إلى أن جل المؤسسات حققت قيم موجبة خلال كامل السنوات المدروسة، ولكن بنسب متفاوتة، حيث لاحظنا أن قدرة التمويل الذاتي لمؤسسة مغرب بايب شهدت نسب نمو مرتفعة مقارنة بباقي المؤسسات، وهو ما يبرز اهتمام المؤسسة بهذا المصدر التمويلي الذي يعتبر من أهم مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية نظرا للامتيازات العديدة التي يتمتع بها.

ثانيا. الإقتراحات

على ضوء النتائج المستوحاة من الدراسة، يمكن الخروج بمجموعة من الإقتراحات، التي قد تساهم في تجاوز بعض العقبات في مجال تمويل المؤسسة الاقتصادية بشكل عام، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل خاص، والتي نذكر منها:

➤ يعتبر التمويل الذاتي من أفضل مصادر التمويل، إلا أنه غير كافي لتغطية المشاريع الاستثمارية نظرا لضخامتها، لذا وجب على مسيري المؤسسات البحث عن مصادر خارجية لتلبية احتياجات دورتي الاستثمار والاستغلال.

الخاتمة

- على مسيري المؤسسات الإلامام بجميع مصادر التمويل المتاحة من خلال حصر خصائصها وتحديد تكاليفها الفعلية والتنبؤ بتأثيراتها المحتملة على المؤسسة، وفي هذا الإطار لا يجب أن يقتصر التحليل على مصادر التمويل التي اعتادت المؤسسة اللجوء إليها فقط، بل لا بد أن يتعداه إلى بدائل التمويل الأخرى التي تم تفعيلها في الاقتصاد الجزائري كالقيم المنقولة والقرض الإيجاري، رأس مال المخاطر؛
- ينبغي على المؤسسات المُحققة لنسبة استنادة أكبر من النسبة المثلى (الهيكل مالي غير أمثل) أن تخفض من قيمة إجمالي الديون أو ترفع قيمة الأموال الخاصة، بقدر الوصول إلى النسبة المثلى، وفي المقابل فعلى المؤسسات المُحققة لنسبة استنادة أقل من النسبة المثلى (الهيكل مالي غير أمثل)، أن ترفع من قيمة إجمال الديون أو تخفض من قيمة إجمالي الأموال الخاصة؛
- يجب على المؤسسات الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي بنسب معيارية، تلائم هيكلها التمويلي مثلما نادت به نظرية مودكلياني وميلر (Modigliani and Miller)، على أنه لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، لكن يمكن وضع حد أدنى للاستنادة، وذلك تحقيق رفع مالي جيد خاصة في ظروف رواج الاقتصاد، وتحقيق معدلات مردودية مقبولة تغطي تكاليف الاستنادة، وفي حالة الكساد يجب على المؤسسة تجنب الاستنادة (الرفع المالي) بقدر الإمكان واللجوء إلى التمويل الداخلي، وهذا ما يؤدي حتما إلى تعظيم قيمتها السوقية؛
- من أجل تقويم وتصحيح خلل الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية بصفة عامة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة، وجب عليها إما التنازل عن بعض الاستثمارات من أجل أرجاع الأموال المقترضة، وهذا بهدف التخفيض من نسبة الاستنادة، أو تلجأ إلى توزيع أكبر نسبة من الأرباح على المساهمين، وبهذا تضعف قدرتها على التمويل الذاتي، وهذا إذا كان هدفها الرفع من نسبة الاستنادة.
- من بين أسباب عدم أمثلية الهيكل المالي هو اختلال دورة الاستغلال، وذلك لارتفاع احتياجات رأس المال العامل، وعليه وجب على المسير المالي القيام بإجراءات للحد من الاحتياجات

الخاتمة

المالية للمؤسسة من أهمها: التسريع من دوران المخزونات و/ أو إعادة النظر في سياسة تحصيل حقوقها في آجالها و/أو الرفع من مدة استحقاق ديون الموردين.

➤ على الادارة المالية لمؤسسة مغرب بايب العمل على إصلاح هيكلها التمويلي الحالي، وذلك بتخفيض نسبة الاستدانة فيه، وجعلها تقترب من النسبة المثلى؛ من أجل ضمان حصولها على قروض بنكية مستقبلا؛

➤ تفعيل دور المؤسسات المالية بمختلف أنواعها للمساهمة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتعزيز صيغ التمويل الاسلامي لما يتميز به هذا النمط التمويلي من معالجة مشاكل عدم تماثل المعلومات.

ثالثا. آفاق الدراسة

بعد معالجة الإشكالية و المتمثلة في تأثير قرار التمويل على اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، اتضحت لنا مجموعة من المواضيع التي يمكن أن تكون موضوع دراسة مستقبلية للمهتمين في هذا المجال وهي:

- أثر القرارات المالية الإستراتيجية على الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة.
- مساهمة النظريات المالية الحديثة في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- دراسة مقارنة بين التمويل بالاستدانة والتمويل عن طريق بورصة القيم المنقولة ودوره في كفاءة أداء المؤسسة الاقتصادية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً. الكتب

1. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الحجار، عنابة، 2008.
2. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل، الطبعة الأولى، عمان، 2006.
3. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل، الطبعة الثانية، عمان، 2011.
4. براق محمد، غربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الطبعة الأولى، 2014.
5. جميل أحمد توفيق، أساسيات الادارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، 1993.
6. حسين عطاغني، دراسات في التمويل والتحليل المالي، المكتبة الأكاديمية، الإسكندرية، 2005.
7. حمزة الشخي، ابراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
8. خميسي شيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013.
9. زغيب مليكة، بشنقير ميلود، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
10. شوقي حسين عبد الله، التمويل والادارة المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1988.
11. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، المطبوعات الجامعية، الجزائر.
12. عاطف وليم أندوراس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
13. عبد الحلیم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الثانية، 2006.
14. عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر، ط1، 2007.
15. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، مدخل اتخاذ القرارات، مطبعة الأمل، بيروت، لبنان، 1990.
16. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.

قائمة المراجع

17. عبید علی أحمد حجازي، مصادر التمويل، مع شرح لمصدر القروض " وبيان كيفية معاملته ضريبيا"، دار النهضة العربية، بيروت، 2001.
18. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الاردن، 2007.
19. مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
20. محمد سعيد عبدالهادي، الإدارة المالية، دارحامد، الأردن، 2008.
21. محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، ط1، 1999.
22. محمد صالح الحناوي، الادارة المالية والتمويل، دار الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2000.
23. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009.
24. محمد علي إبراهيم العامري، الادارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، الاردن، 2007.
25. معراج هوارى، حاج سعيد عمر، التمويل التأجيري المفاهيم والاسس، الطبعة الاولى، دار كنوز للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
26. مليكاوي مولود، الاستراتيجية والتسيير المالي، دار هومة، الجزائر، 2018.
27. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
28. منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي - مدخل صناعة القرارات-، دار وائل للنشر، عمان، الاردن، الطبعة الثانية، 2005.
29. ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، دارالمحمدية، الجزائر، 1999.
30. هيثم محمد الزغبى، الادارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان، 2000.

قائمة المراجع

ثانياً: المنشورات

31. رضوان العمار، دانيا إبراهيم غيا، نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40، العدد6، سورية، 2018.
32. زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، مجلة العلوم الانسانية، المجلد ب، العدد 31، جامعة قسنطينة، جوان 2009.
33. صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 83، جامعة بغداد، العراق، 2015.
34. عبد الوهاب دادان، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2009.
35. عبد الوهاب دادان، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي - الإسهامات النظرية الأساسية-، مجلة الباحث، العدد 4، 2006.
36. علي عبد عذاب، أثر الرافعة المالية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية العراقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 16، العدد 57، جامعة بغداد، العراق، 2021.

ثالثاً: الرسائل والأطروحات

37. أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير غير منشورة، في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011 \ 2012.
38. شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2009 \ 2010.
39. العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010/2011.

قائمة المراجع

40. عبد الرحمن ياسر، تقييم دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحد من ظاهرة البطالة، رسالة ماجستير غير منشورة، في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2013/2014.
41. عبد المجيد تيموي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه علوم غير منشورة، في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013/2014.
42. عقبة قطاف، أثر التشخيص المالي على تنافسية المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2009.
43. عماري جمعي، إستراتيجية التصدير في المؤسسات المتوسطة والصغيرة الجزائرية، أطروحة دكتوراه علوم غير منشورة، في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2011.
44. محمد بشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2016.
45. معوج بلال، دور التحليل بالمشورات المالية في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير غير منشورة، في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2015/2016.

رابعا: القوانين والمراسيم

46. المادة رقم 8 من القانون رقم 17-02 المؤرخ في 11 جانفي 2017، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 02، ص 6.
47. المادة رقم 9 من القانون رقم 17-02 المؤرخ في 11 جانفي 2017، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 02، ص 6.
48. المادة رقم 10 من القانون رقم 17-02 المؤرخ في 11 جانفي 2017، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 02، ص 6.

خامسا: المراجع باللغة الاجنبية

49. Benoit Mulkey & Mohamed Sassenou, **La hiérarchie des financements des investissements des PME**, Revue Economique, vol 46, N° 02, 1995.
50. Charles André Vailhen, **Evaluation de l'entreprise et cout du capital**, finance, vuibert gestion, Paris, 1981.
51. Denzil Watson & Antony Head, **Corporate Finance Principles & practice**, Prarson Education, England, Fifith Edition, 2010.
52. Elie Cohen, **Gestion financière de l'entreprise et développement financier**, Economica –EDICEF, Canada, 1991.
53. Eugene F. Brigham & Michael C. Ehrhardt, **Financial Management Theory and Practice**, USA, 12th edition, 191andboo south-western, 2008.
54. Franco Modigliani and Merton H. Miller, **Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction**, The American Economic Review, Volume 53, issue 3(jun, 1963).
55. Jacques Teulié et Patrick Topsacalian, **Financ**, **Librairie Vuibert**, Paris, 1994.
56. Jensen Michael, Meckling William, **The theory of the firm: managerial behavior agency costs and ownership structure**, journal of financial economics, volume 3 N° 4, 191andboo, 1976.
57. Josette Peyrard, **Gestion Financière Internationale**, vuibert, 5^{eme} édition, Paris, 1999.
58. Carol Frédy Gandégnon, **Contribution à la connaissance du processus de la décision de financement par le dirigeant dans la petite entreprise non cotée**, Thèse présentée pour obtenir le grade de docteur, école doctorale entreprise, économie et société, N°42, spécialité sciences de gestion, université de Bordeaux, France, 2020.
59. Mihaela Brindusa Tudose, **Capital Structure and Firm Performance**, economy transdisciplinarity cognition, vol 15, N° 02, Romania, 2012.
60. Murray Z. Frank and Vidhan K. Goyal, **trad-off and pecking order theories of debt**, **191andbook of empirical corporat finance**, volume 2, 2008.

61. Nadin Levratto, **La PME objet frontière** M une analyse termes de cohérence **entrel'organisation interne et le marché**, communication au colloque les PME dans les sociétés contemporaines de 1880 à nos jours, pouvoir, représentation, action, université de Paris 1 panthéon/Sorbonne 20 et 21 janvier 2006.
62. Noor Hazlina Ahmad, Qaisar Iqbal, and Hasliza Abdul Halim, **Challenges and opportunities for SMEs in industry 4.0**, IGI Global, USA, 2020.
63. Pierre Vernimmen, **Corporate Finance theory and practice**, UK, John Wiley & Sons, Ltd, fourth edition, 2014.
64. Samira Rifki, Abdessadeq Sadq, **un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises**, in revue du financière, 2001, N° 31.
65. Sergio Focardi, Frank J Fabozzi, **The mathematics of financial modeling and investment management**, Wiley, new jersey ; 2008.
66. Slimani Samiha, **Firm Performance versus Managerial Power In determining CEO compensation: A Critical Study**, Abaad Iqtissadia, volume 7, N° 2, Boumardes.

سادسا:المواقع الالكترونية

67. <https://Sidjilcom.cnrc.dz>

الملاحق

الملحق الرقم 01

القوائم المالية لمؤسسة أنتقرا تاد لوجيستيك لسنة 2017

رقم الشهادة	3011800220	تاريخ الإيداع	
العنوان	حي القارة الجنوبية رقم 03	التسمية التجارية	ش ذ م م إلاس أنتقرا تاد لوجيستيك وأدمنستريشن سرفيسس
ولاية المقر الاجتماعي	ورقلة	بلدية مقر الشركة	ورقلة

رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهلاكات أو مؤنونات	السنة المالية	السنة المالية - 1
2	أصول غيرجارية	0	0	0	0
207	فارق بين للإقتناء-المنتوج للإيجاري أو السليبي	0	0	0	0
20	تثبيات معنوية	110 000	43 083	66 916	77 916
21	تثبيات عينية	0	0	0	0
211	أراض	0	0	0	0
2131	ميان	80 000 000	0	80 000 000	0
218	تثبيات عينية أخرى	31 426 027	14 320 021	17 106 005	15 274 558
22	تثبيات ممنوح امتيزها	0	0	0	0
23	تثبيات بجري إنجازها	0	0	0	0
26+	تثبيات مالية	0	0	0	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبته	0	0	0	0
274+	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	0	0	0	0
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
188		0	0	0	0
	مجموع الأصل غيرالجاري	111 536 027	14 363 104	97 172 921	15 352 474
3+	أصول جارية	0	0	0	0
3	مخزونات ومنتوجات قيد التنفيذ	0	0	0	0
4	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
41	الزبائن	387 095 028	0	387 095 028	286 490 996
409+	المدينون الآخرون	22 741 689	0	22 741 689	51 581 607
44+		45 366 432	0	45 366 432	32 603 728
48		0	0	0	0
5	حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
50-	الموجودات وما شابهها	0	0	0	0
51+	الخزينة	85 549 508	0	85 549 508	141 874 620
	مجموع الأصول الجارية	540 752 657	0	540 752 657	512 550 951
	المجموع العام للأصول	652 288 684	14 363 104	637 925 578	527 903 425

الملحق الرقم 01

رقم الحساب	خصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0
101	رأس مال تم إصداره	30 600 000	30 600 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	(علاوات واحتياطات - احتياطات مدمجة 1)	5 750 827	5 750 827
105	فوارق إعادة التقييم	0	0
107	(فارق المعادلة 1)	0	0
12	((نتيجة صافية) / (نتيجة صافية حصة المجمع 1)	95 489 135	165 802 062
11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	154 875 489	0
PSC	(حصة الشركة المدمجة 1)	0	0
PM	(حصة ذوي الأقلية 1)	0	0
المجموع 1		286 715 451	202 152 889
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قروض وديون مالية	0	0
134+	(ضرائب) (مؤجلة ومرصود لها)	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	0	0
15+	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	0	0
مجموع الخصوم غير الجارية 2		0	0
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون وحسابات ملحقه	185 777 884	138 067 701
444+	الضرائب وما شابهها	69 490 341	89 040 020
42+	ديون أخرى	95 941 903	98 642 817
52+	خزينة سلبية	0	0
مجموع الخصوم الجارية 3		351 210 128	325 750 538
مجموع عام للخصوم		637 925 579	527 903 427

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	1 534 872 690	1 624 661 866
72	تغير المخزونات المنتجة المصنعة والمنتجات قيد الصنع	0	0
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
إنتاج السنة المالية-1		1 534 872 690	1 624 661 866
60	المشتريات المستهلكة	0	0
61/62		224 615 037	239 354 390
استهلاك السنة المالية-2		224 615 037	239 354 390
القيمة المضافة للاستغلال-3		1 310 257 653	1 385 307 476
63	أعباء المستخدمين	1 154 731 488	1 177 550 421
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	27 645 508	29 456 464
الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4		127 880 657	178 300 591
75	المنتجات العملياتية الأخرى	23 621 036	49 408 532
65	الأعباء العملياتية الأخرى	18 726 393	625 467
68	المخصصات للاهلاكات والمؤونات	3 735 526	3 026 815
78	استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات	0	0
النتيجة العملياتية-5		129 039 774	224 056 841
76	المنتجات المالية	0	0
66	الأعباء المالية	0	0
النتيجة المالية-6		0	0

الملحق الرقم 01

	(النتيجة العادية قبل الضرائب(6+75-	129 039 774	224 056 841
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	33 550 236	58 254 778
692+	الضرائب الموجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0
	مجموع منتجات الأنشطة العادية	1 558 493 726	1 674 070 398
	مجموع أعباء الأنشطة العادية	1 463 004 188	1 508 268 335
	النتيجة الصافية للأنشطة العادية - 8	95 489 538	165 802 063
77	(العناصر غير العادية- المنتجات (يطلب بيانها	0	0
67	(العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها	0	0
	النتيجة غير العادية - 9	0	0
	النتيجة الصافية للسنة المالية - 10	95 489 538	165 802 063
	حصة الشركات الموضوعه موضع المعادلة في النتيجة الصافية	0	0
	النتيجة الصافية للمجموع المدمج I	0	0
DPM	و منها ذوي الأقلية	0	0

القوائم المالية لمؤسسة أنتقرااد لوجيستيك لسنة 2018

رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهلاكات أو مؤونات	السنة المالية	السنة المالية - 1
2	أصول غيرجارية	0	0	0	0
207	فارق بين للإقتناء-المنتوج للإيجاري أو السليبي	0	0	0	0
20	تثبيات معنوية	110 000	54 083	55 917	66 916
21	تثبيات عينية	0	0	0	0
211	أراض	0	0	0	0
2131	مبان	80 000 000	0	80 000 000	80 000 000
218	تثبيات عينية أخرى	40 809 659	18 275 309	22 534 350	17 106 006
22	تثبيات ممنوح امتيزها	0	0	0	0
23	تثبيات يجرى إنجازها	0	0	0	0
26+	تثبيات مالية	0	0	0	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبته	0	0	0	0
274+	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	0	0	0	0
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
188		0	0	0	0
	مجموع الأصل غيرالجاري	120 919 659	18 329 392	102 590 267	97 172 922
3+	أصول جارية	0	0	0	0
3	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	0	0	0	0
4	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
41	الزيتان	390 843 336	0	390 843 336	387 095 028
409+	المدينون الآخرون	9 582 034	0	9 582 034	22 741 689
44+		43 469 672	0	43 469 672	45 366 432
48		0	0	0	0
5	حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
50-	الموجودات وما شابهها	0	0	0	0
51+	الخبزينة	152 408 332	0	152 408 332	85 549 509
	مجموع الأصول الجارية	596 303 374	0	596 303 374	540 752 658
	المجموع العام للأصول	717 223 033	18 329 392	698 893 641	637 925 580

الملحق الرقم 01

حساب النتائج

رقم الحساب	خصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0
101	رأس مال تم إصداره	30 600 000	30 600 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	(علاوات واحتياطات - احتياطات مدمجة 1)	5 750 828	5 750 827
105	فوارق إعادة التقييم	0	0
107	(فارق المعادلة 1)	0	0
12	((نتيجة صافية) / (نتيجة صافية حصة المجمع 1)	49 901 035	95 489 135
11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	250 364 625	154 875 489
PSC	(حصة الشركة المدمجة 1)	0	0
PM	(حصة ذوي الأقلية 1)	0	0
المجموع 1		336 616 488	286 715 451
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قروض وديون مالية	7 204 690	0
134+	(ضرائب) (مؤجلة ومرصود لها	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	0	0
15+	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	0	0
مجموع الخصوم غير الجارية 2		7 204 690	0
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون وحسابات ملحقه	123 778 846	185 777 884
444+	الضرائب وما شابهها	59 254 595	69 490 341
42+	ديون أخرى	172 039 021	95 941 903
52+	خزينة سلبية	0	0
مجموع الخصوم الجارية 3		355 072 462	351 210 128
مجموع عام للخصوم		698 893 640	637 925 579

حساب النتائج

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	1 152 296 126	1 534 872 690
72	تغير المخزونات المنتجة المصنعة والمنتجات قيد الصنع	0	0
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
إنتاج السنة المالية-1		1 152 296 126	1 534 872 690
60	المشتريات المستهلكة	120 033 469	0
61/62		57 162 645	224 615 037
استهلاك السنة المالية-2		177 196 114	224 615 037
القيمة المضافة للاستغلال-3		975 100 012	1 310 257 653
63	أعباء المستخدمين	864 963 221	1 154 731 488
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	27 437 334	27 645 908
الفاصل الإجمالي عن الإستغلال-4		82 699 457	127 880 257
75	المنتجات العملياتية الأخرى	9 094 203	23 621 036
65	الأعباء العملياتية الأخرى	547 616	18 726 393
68	المخصصات للاهلاكات والمؤونات	22 199 110	3 735 526
78	استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات	0	0
النتيجة العملياتية-5		69 046 934	129 039 374
76	المنتجات المالية	0	0
66	الأعباء المالية	1 613 104	0
النتيجة المالية-6		-1 613 104	0

الملحق الرقم 01

	(النتيجة العادية قبل الضرائب(6+75-)	67 433 830	129 039 374
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	17 532 796	33 550 236
692+	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0
	مجموع منتجات الأنشطة العادية	1 161 390 329	1 558 493 726
	مجموع أعباء الأنشطة العادية	1 111 489 295	1 463 004 588
	النتيجة الصافية للأنشطة العادية -8	49 901 034	95 489 138
77	(العناصر غير العادية- المنتجات (يطلب بيانها	0	0
67	(العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها	0	0
	النتيجة غير العادية -9	0	0
	النتيجة الصافية للسنة المالية -10	49 901 034	95 489 138
	حصة الشركات الموضوعه موضع المعادلة في النتيجة الصافية	0	0
	النتيجة الصافية للمجموع المدمج 1	0	0
DPM	و منها ذوي الأقلية	0	0
PG	حصة المجمع 1	0	0

القوائم المالية لمؤسسة أنتقرااد لوجيستيك لسنة 2019

رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهلاكات أو مؤونات	السنة المالية	السنة المالية - 1
2	أصول غيرجارية	0	0	0	0
207	فارق بين للإقتناء-المنتوج للإيجاري أو السلبي	0	0	0	0
20	تثبيات معنوية	110 000	110 000	0	55 916
21	تثبيات عينية	0	0	0	0
211	أراض	0	0	0	0
2131	مبان	80 000 000	0	80 000 000	80 000 000
218	تثبيات عينية أخرى	43 116 151	22 390 925	20 725 224	22 534 350
22	تثبيات ممنوح امتيزها	0	0	0	0
23	تثبيات يجرى إنجازها	0	0	0	0
26+	تثبيات مالية	0	0	0	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبتة	0	0	0	0
274+	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	0	0	0	0
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
188		0	0	0	0
	مجموع الأصل غيرالجاري	123 226 151	22 500 925	100 725 224	102 590 266
3+	أصول جارية	0	0	0	0
3	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	0	0	0	0
4	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
41	الزبائن	422 850 454	0	422 850 454	390 843 336
409+	المدينون الآخرون	0	0	0	9 582 033
44+		20 518 570	0	20 518 570	44 229 670
48		0	0	0	0
5	حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
50-	الموجودات وما شابهها	0	0	0	0
51+	الخزينة	27 546 232	0	27 546 232	152 408 331
	مجموع الأصول الجارية	470 915 256	0	470 915 256	597 063 370
	المجموع العام للأصول	594 141 407	22 500 925	571 640 480	699 653 636

الملحق الرقم 01

• خصوم

رقم الحساب	خصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0
101	رأس مال تم إصداره	330 000 000	30 600 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	(علاوات واحتياطات - احتياطات مدمجة 1)	3 656 487	5 750 827
105	فوارق إعادة التقييم	0	0
107	(فارق المعادلة 1)	0	0
12	((نتيجة صافية) / (نتيجة صافية حصة المجمع 1)	25 097 414	46 941 034
11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	0	250 364 624
PSC	(حصة الشركة المدمجة 1)	0	0
PM	(حصص ذوي الأقلية 1)	0	0
المجموع 1		358 753 901	333 656 485
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قروض وديون مالية	1 610 017	7 204 690
134+	(ضرائب) مؤجلة ومرصود لها	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	0	0
15+	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	0	0
مجموع الخصوم غير الجارية 2		1 610 017	7 204 690
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون وحسابات ملحقه	82 850 683	128 538 846
444+	الضرائب وما شابهها	37 187 930	58 214 594
42+	ديون أخرى	91 237 949	172 039 021
52+	خزينة سلبية	0	0
مجموع الخصوم الجارية 3		211 276 562	358 792 461
مجموع عام للخصوم		571 640 480	699 653 636

• حساب النتائج

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	1 164 727 036	1 152 296 126
72	تغير المخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع	0	0
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
إنتاج السنة المالية-1		1 164 727 036	1 152 296 126
60	المشتريات المستهلكة	116 455 327	120 033 469
61/62		65 124 902	61 162 649
استهلاك السنة المالية-2		181 580 229	181 196 118
القيمة المضافة للاستغلال-3		983 146 807	971 100 008
63	أعباء المستخدمين	947 307 934	864 963 220
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	22 826 573	27 437 333
الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4		13 012 300	78 699 455
75	المنتجات التشغيلية الأخرى	28 913 361	9 094 203
65	الأعباء التشغيلية الأخرى	1 296 000	547 616
68	المخصصات للاهتلاكات والمؤونات	4 182 813	22 199 109
78	استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات	0	0
النتيجة التشغيلية-5		36 446 848	65 046 933

الملحق الرقم 01

76	المنتجات المالية	0	0
66	الأعباء المالية	2 531 424	1 613 103
النتيجة المالية-6		-2 531 424	-1 613 103
(النتيجة العادية قبل الضرائب(6+75-)		33 915 424	63 433 830
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	8 818 010	16 492 796
692+	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0
مجموع منتجات الأنشطة العادية		1 193 640 397	1 161 390 329
مجموع أعباء الأنشطة العادية		1 168 542 983	1 114 449 295
النتيجة الصافية للأنشطة العادية -8		25 097 414	46 941 034
77	(العناصر غير العادية- المنتجات (يطلب بيانها	0	0
67	(العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها	0	0
النتيجة غير العادية -9		0	0
النتيجة الصافية للسنة المالية -10		25 097 414	46 941 034
حصة الشركات الموضوعه موضع المعادلة في النتيجة الصافية		0	0
النتيجة الصافية للمجموع المدمج 1		0	0
DPM	و منها ذوي الأقلية	0	0
PG	حصة المجمع 1	0	0

القوائم المالية لمؤسسة أنتقرااد لوجيستيك لسنة 2020

رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهتلاكات أو مؤونات	السنة المالية	السنة المالية - 1
2	أصول غيرجارية	0	0	0	0
207	فارق بين للإقتناء-المنتوج للإيجاري أو السلبي	0	0	0	0
20	تثبيات معنوية	110 000	110 000	0	0
21	تثبيات عينية	0	0	0	0
211	أراض	0	0	0	0
2131	مبان	80 000 000	0	80 000 000	80 000 000
218	تثبيات عينية أخرى	43 500 620	26 265 932	17 234 687	20 725 226
22	تثبيات ممنوح امتيزها	0	0	0	0
23	تثبيات يجرى إنجازها	0	0	0	0
26+	تثبيات مالية	0	0	0	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبتة	0	0	0	0
274+	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	0	0	0	0
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
188		0	0	0	0
مجموع الأصل غيرالجاري		123 610 620	26 375 932	97 234 687	100 725 226
3+	أصول جارية	0	0	0	0
3	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	0	0	0	0
4	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
41	الزيائن	291 249 292	0	291 249 292	422 850 454
409+	المدينون الآخرون	0	0	0	0
44+		32 969 412	0	32 969 413	20 518 570
48		0	0	0	0
5	حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
50-	الموجودات وما شابهها	0	0	0	0
51+	الخزينة	149 434 725	0	149 434 725	27 546 232

الملحق الرقم 01

مجموع الأصول الجارية	473 653 429	0	473 653 430	470 915 256
المجموع العام للأصول	597 264 049	26 375 932	570 888 117	571 640 482

رقم الحساب	خصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0
101	رأس مال تم إصداره	330 000 000	330 000 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	(علاوات واحتياطات - احتياطات مدمجة 1)	3 656 488	3 656 487
105	فوارق إعادة التقييم	0	0
107	(فارق المعادلة 1)	0	0
12	((نتيجة صافية) / (نتيجة صافية حصة المجمع 1)	24 641 108	25 097 414
11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	0	0
PSC	(حصة الشركة المدمجة 1)	0	0
PM	(حصة ذوي الأقلية 1)	0	0
المجموع 1		358 297 596	358 753 901
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قروض وديون مالية	553 756	1 610 017
134+	(ضرائب) مؤجلة ومرصود لها	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	0	0
15+	مؤنات ومنتجات ثابتة مسبقا	0	0
مجموع الخصوم غير الجارية 2		553 756	1 610 017
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون وحسابات ملحقه	106 438 350	82 850 683
444+	الضرائب وما شابهها	24 834 027	37 187 930
42+	ديون أخرى	80 764 388	91 237 949
52+	خزينة سلبية	0	0
مجموع الخصوم الجارية 3		212 036 765	211 276 562
مجموع عام للخصوم		570 888 117	571 640 480

حساب النتائج

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	1 056 901 281	1 164 727 036
72	تغير المخزونات المنتجة والمصنعة والمنتجات قيد الصنع	0	0
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
إنتاج السنة المالية-1		1 056 901 281	1 164 727 036
60	المشتريات المستهلكة	108 584 728	116 455 327
61/62		55 302 820	65 124 902
استهلاك السنة المالية-2		163 887 548	181 580 229
القيمة المضافة للاستغلال-3		893 013 733	983 146 807
63	أعباء المستخدمين	840 851 925	947 307 934
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	24 538 455	22 826 573
الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4		27 623 353	13 012 300
75	المنتجات التشغيلية الأخرى	10 370 850	28 913 361
65	الأعباء التشغيلية الأخرى	0	1 296 000
68	المخصصات للاهلاكات والمؤنات	3 886 288	4 182 813
78	استئناف عن خسائر القيمة والمؤنات	0	0
النتيجة التشغيلية-5		34 107 915	36 446 848

الملحق الرقم 01

76	المنتجات المالية	0	0
66	الأعباء المالية	809 121	2 531 424
النتيجة المالية-6		-809 121	-2 531 424
(النتيجة العادية قبل الضرائب(6+75-		33 298 794	33 915 424
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	8 657 686	8 818 010
692+	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0
مجموع منتجات الأنشطة العادية		1 067 272 131	1 193 640 397
مجموع أعباء الأنشطة العادية		1 042 631 023	1 168 542 983
النتيجة الصافية للأنشطة العادية -8		24 641 108	25 097 414
77	(العناصر غير العادية- المنتجات (يطلب بيانها	0	0
67	(العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها	0	0
النتيجة غير العادية -9		0	0
النتيجة الصافية للسنة المالية -10		24 641 108	25 097 414
حصة الشركات الموضوعه موضع المعادلة في النتيجة الصافية		0	0
النتيجة الصافية للمجموع المدمج I		0	0
DPM	و منها ذوي الأقلية	0	0

الملحق الرقم 02

القوائم المالية لمؤسسة أشغال الصومام (TRAVAUX SOUMAM) لسنة 2017

	رقم الشهادة	2311800888	تاريخ الإيداع
العنوان	حي مسكن عمارة 44 رقم 860 رقم 900	التسمية التجارية	ش.ذ.م.م مؤسسة أشغال الصومام
ولاية المقر الإجتماعي	عنابة	بلدية مقر الشركة	البوني

رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهلاكات أو مؤونات	السنة المالية	السنة المالية - 1
2	أصول غيرجارية	0	0	0	0
207	فارق بين للإقتناء-المنتوج للإيجاري أو السليبي	0	0	0	0
20	تثبيتات معنوية	0	0	0	0
21	تثبيتات عينية	0	0	0	0
211	أراض	7 200 000	0	7 200 000	7 200 000
2131	مبان	0	0	0	0
218	تثبيتات عينية أخرى	91 945 728,05	91 841 453,4	104 274,65	290 232,83
22	تثبيتات ممنوح امتيزها	0	0	0	0
23	تثبيتات يجرى إنجازها	0	0	0	0
26+	تثبيتات مالية	0	0	0	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبتة	0	0	0	0
274+	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	4 158 381,01	0	4 158 381,01	6 488 137,25
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
188		0	0	0	0
	مجموع الأصل غيرالجاري	103 304 109,06	91 841 453,4	11 462 655,66	13 978 370,08
3+	أصول جارية	0	0	0	0
3	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	0	0	0	0
4	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
41	الزبائن	212 640 431,62	0	212 640 431,62	242 452 311,46
409+	المدينون الآخرون	2 612 802,67	0	2 612 802,67	11 841 807,23
44+		38 244 381,22	0	38 244 381,22	41 353 090,42
48		0	0	0	0
5	حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
50-	الموجودات وما شابهها	0	0	0	0
51+	الخبزينة	70 773 387,79	0	70 773 387,79	7 010 754,39
	مجموع الأصول الجارية	324 271 003,3	0	324 271 003,3	302 657 963,5
	المجموع العام للأصول	427 575 112,36	91 841 453,4	335 733 658,96	316 636 333,58

رقم الحساب	خصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0
101	رأس مال تم إصداره	35 000 000	35 000 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	(علائق واحتياطات- احتياطات مدمجة 1)	72 868 063,72	72 761 632,68
105	فوارق إعادة التقييم	0	0

الملحق الرقم 02

107	(فارق المعادلة 1)	221 436,01	2 128 620,77
12	((نتيجة صافية) / (نتيجة صافية حصة المجمع 1)	52 308 573,87	50 286 384,14
11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	0	0
PSC	(حصة الشركة المدمجة) 1	0	0
PM	(حصتي الأقلية) 1	0	0
المجموع 1		160 398 073,6	160 176 637,59
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قروض وديون مالية	0	598 492,48
134+	(ضرائب) مؤجلة ومرصود لها	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	0	0
15+	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	0	0
مجموع الخصوم غير الجارية 2		0	598 492,48
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون وحسابات ملحقه	121 340 827,95	87 226 927,07
444+	الضرائب وما شابهها	28 262 571,1	34 095 212,24
42+	ديون أخرى	14 302 163,31	14 264 196,66
52+	خزينة سلبية	11 430 023	20 274 867,54
مجموع الخصوم الجارية 3		175 335 585,36	155 861 203,51
مجموع عام للخصوم		335 733 658,96	316 636 333,58

حساب النتائج

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	120 405 652,35	140 197 078,27
72	تغير المخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع	0	0
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
إنتاج السنة المالية-1		120 405 652,35	140 197 078,27
60	المشتريات المستهلكة	-86 970 446,77	-99 111 801,19
61/62		-13 976 334,55	-12 051 706,55
استهلاك السنة المالية-2		-100 946 781,32	-111 163 507,74
القيمة المضافة للاستغلال-3		19 458 871,03	29 033 570,53
63	أعباء المستخدمين	-9 187 994,61	-8 174 301,31
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	-1 402 441,5	-2 690 166,66
الفاصل الإجمالي عن الإستغلال-4		8 868 434,92	18 169 102,56
75	المنتجات العمليانية الأخرى	440 244,66	222 511,65
65	الأعباء العمليانية الأخرى	-5 541 735,96	-11 081 053,39
68	المخصصات للاهتلاكات والمؤونات	-185 958,18	-2 413 035,8
78	استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات	0	0
النتيجة العمليانية-5		3 580 985,44	4 897 525,02
76	المنتجات المالية	0	0
66	الأعباء المالية	-1 816 940,43	-1 053 312,25
النتيجة المالية-6		-1 816 940,43	-1 053 312,25
(النتيجة العادية قبل الضرائب(6+75-		1 764 045,01	3 844 212,77
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	-1 542 609	-1 715 592
692+	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0
مجموع منتجات الأنشطة العادية		120 845 897,01	140 419 589,92
مجموع أعباء الأنشطة العادية		-120 624 461	-138 290 969,15
النتيجة الصافية للأنشطة العادية -8		221 436,01	2 128 620,77

الملحق الرقم 02

77	(العناصر غير العادية- المنتوجات (يطلب بيانها	0	0
67	(العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها	0	0
	النتيجة غير العادية -9	0	0
	النتيجة الصافية للسنة المالية -10	221 436,01	2 128 620,77
	حصة الشركات الموضوعه موضع المعادلة في النتيجة الصافية	0	0
	النتيجة الصافية للمجموع المدمج 1	0	0
DPM	و منها ذوي الأقلية	0	0
PG	حصة المجمع 1	0	0

القوائم المالية لمؤسسة أشغال الصومام لسنة 2018

رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهلاكات أو مؤونات	السنة المالية	السنة المالية - 1
2	أصول غيرجارية	0	0	0	0
207	فارق بين للإقتناء-المنتوج للإيجاري أو السلبي	0	0	0	0
20	تثبيات معنوية	0	0	0	0
21	تثبيات عينية	0	0	0	0
211	أراض	7 200 000	0	7 200 000	7 200 000
2131	مبان	0	0	0	0
218	تثبيات عينية أخرى	9 945 728,05	91 945 728,05	0	104 274,65
22	تثبيات ممنوح امتيزها	0	0	0	0
23	تثبيات يجرى إنجازها	0	0	0	0
26+	تثبيات مالية	0	0	0	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبتة	0	0	0	0
274+	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	2 618 381,01	0	2 618 381,01	4 158 381,01
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
188		0	0	0	0
	مجموع الأصل غيرالجاري	19 764 109,06	91 945 728,05	9 818 381,01	11 462 655,66
3+	أصول جارية	0	0	0	0
3	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	0	0	0	0
4	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
41	الزبائن	210 445 591,77	0	210 445 591,77	212 640 431,62
409+	المدينون الآخرون	2 774 505,53	0	2 774 505,53	2 612 802,67
44+		24 497 771,29	0	24 497 771,29	38 244 381,22
48		0	0	0	0
5	حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
50-	الموجودات وما شابهها	0	0	0	0
51+	الخبزينة	22 343 270,11	0	22 343 270,11	70 773 387,79
	مجموع الأصول الجارية	260 061 138,7	0	260 061 138,7	324 271 003,3
	المجموع العام للأصول	279 825 247,76	91 945 728,05	269 879 519,71	335 733 658,96

الملحق الرقم 02

• خصوم

رقم الحساب	خصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0
101	رأس مال تم إصداره	35 000 000	35 000 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	(علاوة احتياطات - احتياطات مدمجة 1)	72 868 063,72	72 868 063,72
105	فوارق إعادة التقييم	0	0
107	(فارق المعادلة 1)	0	0
12	((نتيجة صافية) / (نتيجة صافية حصة المجمع 1)	4 030 737,65	221 436,01
11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	52 530 009,88	52 308 573,87
PSC	(حصة الشركة المدمجة 1)	0	0
PM	(حصة ذوي الأقلية 1)	0	0
المجموع 1		164 428 811,25	160 398 073,6
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قروض وديون مالية	0	0
134+	(ضرائب) مؤجلة ومرصود لها	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	0	0
15+	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	0	0
مجموع الخصوم غير الجارية 2		0	0
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون وحسابات ملحقة	71 828 463,46	121 340 827,95
444+	الضرائب وما شابهها	18 362 637,92	28 262 571,1
42+	ديون أخرى	15 259 607,08	14 302 163,31
52+	خزينة سلبية	0	11 430 023
مجموع الخصوم الجارية 3		105 450 708,46	175 335 585,36
مجموع عام للخصوم		269 879 519,71	335 733 658,96

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	50 801 030,14	120 405 652,35
72	تغير المخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع	0	0
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
إنتاج السنة المالية-1		50 801 030,14	120 405 652,35
60	المشتريات المستهلكة	-29 274 886,12	-86 970 446,77
61/62		-6 411 647,98	-13 976 334,55
استهلاك السنة المالية-2		-35 686 534,1	-100 946 781,32
القيمة المضافة للاستغلال-3		15 114 496,04	19 458 871,03
63	أعباء المستخدمين	-6 585 155,73	-9 187 994,61
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	-1 561 809,73	-1 402 441,5
الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4		6 967 530,58	8 868 434,92
75	المنتجات العملياتية الأخرى	16 850	440 244,66
65	الأعباء العملياتية الأخرى	-1 260 000	-5 541 735,96
68	المخصصات للاهلاكات والمؤونات	-104 274,65	-185 958,18
78	استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات	0	0
النتيجة العملياتية-5		5 620 105,93	3 580 985,44
76	المنتوجات المالية	0	0
66	الأعباء المالية	-385 382,28	-1 816 940,43

الملحق الرقم 02

النتيجة المالية-6		-385 382,28	-1 816 940,43
(النتيجة العادية قبل الضرائب(6+75-		5 234 723,65	1 764 045,01
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	-1 203 986	-1 542 609
692+	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0
مجموع منتجات الأنشطة العادية		50 817 880,14	120 845 897,01
مجموع أعباء الأنشطة العادية		-46 787 142,49	-120 624 461
النتيجة الصافية للأنشطة العادية -8		4 030 737,65	221 436,01
77	(العناصر غير العادية- المنتوجات (يطلب بيانها	0	0
67	(العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها	0	0
النتيجة غير العادية -9		0	0
النتيجة الصافية للسنة المالية -10		4 030 737,65	221 436,01
حصة الشركات الموضوعة موضع المعادلة في النتيجة الصافية		0	0
النتيجة الصافية للمجموع المدمج 1		0	0
DPM	و منها ذوي الأقلية	0	0
PG	حصة المجمع 1	0	0

القوائم المالية لمؤسسة أشغال الصومام لسنة 2019

رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهلاكات أو مؤونات	السنة المالية	السنة المالية - 1
2	أصول غيرجارية	0	0	0	0
207	فارق بين للإقتناء-المنتوج للإيجاري أو السلبي	0	0	0	0
20	تثبيات معنوية	0	0	0	0
21	تثبيات عينية	0	0	0	0
211	أراض	7 200 000	0	7 200 000	7 200 000
2131	مبان	0	0	0	0
218	تثبيات عينية أخرى	91 945 728,05	91 945 728,05	0	0
22	تثبيات ممنوح امتيزها	0	0	0	0
23	تثبيات يجرى إنجازها	0	0	0	0
26+	تثبيات مالية	0	0	0	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبتة	0	0	0	0
274+	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	2 618 381,01	0	2 618 381,01	2 618 381,01
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
188		0	0	0	0
مجموع الأصل غيرالجاري		101 764 109,06	91 945 728,05	9 818 381,01	9 818 381,01
3+	أصول جارية	0	0	0	0
3	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	0	0	0	0
4	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
41	الزبائن	193 863 756,55	0	193 863 756,55	210 445 591,77
409+	المدينون الآخرون	2 612 802,67	0	2 612 802,67	2 774 505,53
44+		23 912 451,45	0	23 912 451,45	24 497 771,29
48		0	0	0	0
5	حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
50-	الموجودات وما شابهها	0	0	0	0
51+	الخزينة	10 794 051,93	0	10 794 051,93	22 343 270,11
مجموع الأصول الجارية		231 183 062,6	0	231 183 062,6	260 061 138,7
المجموع العام للأصول		332 947 171,66	91 945 728,05	241 001 443,61	269 879 519,71

الملحق الرقم 02

• خصوم

رقم الحساب	خصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0
101	رأس مال تم إصداره	35 000 000	35 000 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	(علائق واحتياطيات - احتياطيات مدمجة 1)	73 069 600,6	72 761 632,68
105	فوارق إعادة التقييم	0	0
107	(فارق المعادلة 1)	0	0
12	((نتيجة صافية) / (نتيجة صافية حصة المجمع 1)	-24 513 132,26	4 030 737,65
11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	56 359 210,65	52 530 009,88
PSC	(حصة الشركة المدمجة 1)	0	0
PM	(حصة ذوي الأقلية 1)	0	0
المجموع 1		139 915 678,99	164 428 811,25
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قروض وديون مالية	0	0
134+	(ضرائب) مؤجلة ومرصود لها	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	0	0
15+	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	0	0
مجموع الخصوم غير الجارية 2		0	0
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون وحسابات ملحقه	69 747 478,42	71 828 463,46
444+	الضرائب وما شابهها	16 720 343,13	18 362 637,92
42+	ديون أخرى	14 617 943,07	15 259 607,08
52+	خزينة سلبية	0	0
مجموع الخصوم الجارية 3		101 085 764,62	105 450 708,46
مجموع عام للخصوم		241 001 443,61	269 879 519,71

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	20 436 299,17	50 801 030,14
72	تغير المخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع	0	0
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
إنتاج السنة المالية-1		20 436 299,17	50 801 030,14
60	المشتريات المستهلكة	-14 529 969,82	-29 274 886,12
61/62		-1 567 818,36	-6 411 647,98
استهلاك السنة المالية-2		-16 097 788,18	-35 686 534,1
القيمة المضافة للاستغلال-3		4 338 510,99	15 114 496,04
63	أعباء المستخدمين	-5 011 374,03	-6 585 155,73
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	-522 386	-1 561 809,73
الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4		-1 195 249,04	6 967 530,58
75	المنتجات العملياتية الأخرى	213 763,95	16 850
65	الأعباء العملياتية الأخرى	-23 531 647,17	-1 260 000
68	المخصصات للاهلاكات والمؤونات	0	-104 274,65
78	استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات	0	0
النتيجة العملياتية-5		-24 513 132,26	5 620 105,93
76	المنتجات المالية	0	0

الملحق الرقم 02

66	الأعباء المالية	0	-385 382,28
النتيجة المالية-6		-24 513 132,26	-385 382,28
(النتيجة العادية قبل الضرائب(6+75-		0	5 234 723,65
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	0	-1 203 986
692+	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0
مجموع منتجات الأنشطة العادية		20 650 063,12	50 817 880,14
مجموع أعباء الأنشطة العادية		-45 163 195,38	-46 787 142,49
النتيجة الصافية للأنشطة العادية -8		-24 513 132,26	4 030 737,65
77	(العناصر غير العادية- المنتوجات (يطلب بيانها	0	0
67	(العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها	0	0
النتيجة غير العادية -9		0	0
النتيجة الصافية للسنة المالية -10		-24 513 132,26	4 030 737,65
حصة الشركات الموضوعية موضع المعادلة في النتيجة الصافية		0	0
النتيجة الصافية للمجموع المدمج 1		0	0
DPM	و منها ذوي الأقلية	0	0
PG	حصة المجمع 1	0	0

القوائم المالية لمؤسسة أشغال الصومام لسنة 2020

رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهلاكات أو مؤونات	السنة المالية	السنة المالية - 1
2	أصول غيرجارية	0	0	0	0
207	فارق بين للاقتناء-المنتوج للإيجاري أو السلبي	0	0	0	0
20	تثبيات معنوية	0	0	0	0
21	تثبيات عينية	0	0	0	0
211	أراض	7 200 000	0	7 200 000	7 200 000
2131	ميان	0	0	0	0
218	تثبيات عينية أخرى	93 364 250,82	91 945 728	1 418 522,82	0
22	تثبيات ممنوح امتيزها	0	0	0	0
23	تثبيات يجرى إنجازها	0	0	0	0
26+	تثبيات مالية	0	0	0	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبته	0	0	0	0
274+	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	8 818 381	0	8 818 381	2 618 381
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
188		0	0	0	0
مجموع الأصل غيرالجاري		109 382 631,82	91 945 728	17 436 903,82	9 818 381
3+	أصول جارية	0	0	0	0
3	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	8 805 367	0	8 805 367	0
4	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
41	الزيائن	177 293 557,41	0	177 293 557,41	193 863 756
409+	المدينون الآخرون	9 843 704,92	0	9 843 704,92	2 612 802
44+		23 912 450,83	0	23 912 450,83	23 912 451
48		0	0	0	0
5	حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
50-	الموجودات وما شابهها	0	0	0	0
51+	الخبزينة	13 384 462,83	0	13 384 462,83	10 794 051
مجموع الأصول الجارية		233 239 542,99	0	233 239 542,99	231 183 060

الملحق الرقم 02

المجموع العام للأصول	342 622 174,81	91 945 728	250 676 446,81	241 001 441
----------------------	----------------	------------	----------------	-------------

رقم الحساب	خصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0
101	رأس مال تم إصداره	35 000 000	35 000 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	(علاوات واحتياطات - احتياطات مدمجة 1)	73 069 600	73 069 600
105	فوارق إعادة التقييم	0	0
107	(فارق المعادلة 1)	0	0
12	((نتيجة صافية) / (نتيجة صافية حصة المجمع 1)	752 503,71	-24 513 133
11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	56 359 210	56 359 210
PSC	(حصة الشركة المدمجة 1)	0	0
PM	(حصة ذوي الأقلية 1)	0	0
المجموع 1		165 181 313,71	139 915 677
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قروض وديون مالية	0	0
134+	(ضرائب) مؤجلة ومرصود لها	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	0	0
15+	مؤنات ومنتجات ثابتة مسبقا	0	0
مجموع الخصوم غير الجارية 2		0	0
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون وحسابات ملحقة	69 323 593,88	69 747 478
444+	الضرائب وما شابهها	16 171 539,22	16 720 343
42+	ديون أخرى	0	14 617 943
52+	خزينة سلبية	0	0
مجموع الخصوم الجارية 3		85 495 133,1	101 085 764
مجموع عام للخصوم		250 676 446,81	241 001 441

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	4 550 260	20 436 299
72	تغير المخزونات المنتجة المصنعة والمنتجات قيد الصنع	8 805 367	0
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
إنتاج السنة المالية-1		13 355 627	20 436 299
60	المشتريات المستهلكة	0	-14 529 969
61/62		-6 805 574,97	-1 567 817
استهلاك السنة المالية-2		-6 805 574,97	-16 097 786
القيمة المضافة للاستغلال-3		6 550 052,03	4 338 513
63	أعباء المستخدمين	-5 501 600,42	-5 011 373
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	-295 947,9	-522 386
الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4		752 503,71	-1 195 246
75	المنتجات العمليانية الأخرى	0	213 763
65	الأعباء العمليانية الأخرى	0	-23 531 650
68	المخصصات للاهلاكات والمؤنات	0	0
78	استئناف عن خسائر القيمة والمؤنات	0	0
النتيجة العمليانية-5		752 503,71	-24 513 133
76	المنتجات المالية	0	0

الملحق الرقم 02

66	الأعباء المالية	0	0
	النتيجة المالية-6	0	0
	(النتيجة العادية قبل الضرائب(6+75-	752 503,71	-24 513 133
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	0	0
692+	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0
	مجموع منتجات الأنشطة العادية	13 355 627	20 650 062
	مجموع أعباء الأنشطة العادية	-12 603 123,29	-45 163 195
	النتيجة الصافية للأنشطة العادية -8	752 503,71	-24 513 133
77	(العناصر غير العادية- المنتوجات (يطلب بيانها	0	0
67	(العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها	0	0
	النتيجة غير العادية -9	0	0
	النتيجة الصافية للسنة المالية -10	752 503,71	-24 513 133
	حصة الشركات الموضوعة موضع المعادلة في النتيجة الصافية	0	0
	النتيجة الصافية للمجموع المدمج 1	0	0
DPM	و منها ذوي الأقلية	0	0
PG	حصة المجمع 1	0	0

الملحق الرقم 03

القوائم المالية لمؤسسة مغرب بايبل سنة 2017

رقم الشهادة	2812100216	تاريخ الإيداع	رقم الحساب
العنوان	المنطقة الصناعية مجموعة 20 قسم 128	التسمية التجارية	ش.ذ.م.م مغرب بايبي اندستري
ولاية المقر الإجتماعي	المسيلة	بلدية مقر الشركة	المسيلة

رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهلاكات أو مؤونات	السنة المالية	السنة المالية - 1
2	أصول غيرجارية	0	0	0	0
207	فارق بين للإقتناء-المنتوج للإيجاري أو السليبي	0	0	0	0
20	تثبيات معنوية	0	427 580	417 580	10 000
21	تثبيات عينية	0	0	0	0
211	أراض	0	404 910 584	0	404 910 584
2131	مبان	0	692 746 857,8	232 158 396,23	460 588 461,57
218	تثبيات عينية أخرى	0	1 851 623 488,65	1 291 244 088,7	560 379 399,95
22	تثبيات ممنوح امتيزها	0	714 405 950	0	714 405 950
23	تثبيات يجرى إنجازها	0	38 545 000	0	38 545 000
26+	تثبيات مالية	0	0	0	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبتة	0	0	0	0
274+	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	0	1 077 850 200	0	1 077 850 200
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
188		0	0	0	0
	مجموع الأصل غيرالجاري	0	4 780 509 660,45	1 523 820 064,93	3 256 689 595,52
3+	أصول جارية	0	0	0	0
3	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	0	1 707 407 152,04	0	1 707 407 152,04
4	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
41	الزبائن	0	3 292 389 105,97	0	3 292 389 105,97
409+	المديون الآخرون	0	190 418 247,92	0	190 418 247,92
44+		0	11 541 999,18	0	11 541 999,18
48		0	0	0	0
5	حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
50-	الموجودات وما شابهها	0	0	0	0
51+	الخزينة	0	348 262 960,24	0	348 262 960,24
	مجموع الأصول الجارية	0	5 550 019 465,35	0	5 550 019 465,35
	المجموع العام للأصول	0	10 330 529 125,8	1 523 820 064,93	8 806 709 060,87

رقم الحساب	خصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0
101	رأس مال تم إصداره	0	694 400 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	(علاوات واحتياطات- احتياطات مدمجة 1)	0	125 143 173,39
105	فوارق إعادة التقييم	0	0
107	(فارق المعادلة 1)	0	0
12	((نتيجة صافية/ (نتيجة صافية حصة المجمع 1)	0	22 672 560,55

الملحق الرقم 03

11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	0	0
PSC	(حصة الشركة المدمجة 1)	0	0
PM	(حصة ذوي الأغلبية 1)	0	0
المجموع 1		0	842 215 733,94
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قروض وديون مالية	0	3 447 052 056,66
134+	(ضرائب) مؤجلة ومرصود لها	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	0	701 885 550
15+	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	0	0
مجموع الخصوم غير الجارية 2		0	4 148 937 606,66
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون وحسابات ملحقه	0	319 985 859,8
444+	الضرائب وما شابهها	0	134 824 334,85
42+	ديون أخرى	0	36 772 076,09
52+	خزينة سلبية	0	3 323 973 449,53
مجموع الخصوم الجارية 3		0	3 815 555 720,27
مجموع عام للخصوم		0	8 806 709 060,87

حساب النتائج

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	1 916 642 949,07	2 384 145 295,15
72	تغير المخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع	-367 807 081,04	-609 836 715,28
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
إنتاج السنة المالية-1		1 548 835 868,03	1 774 308 579,87
60	المشتريات المستهلكة	-552 338 430,27	-719 323 284,62
61/62		-503 861 187,27	-469 075 748,11
استهلاك السنة المالية-2		-1 056 199 617,54	-1 188 399 032,73
القيمة المضافة للاستغلال-3		492 636 250,49	585 909 547,14
63	أعباء المستخدمين	-216 707 940,12	-158 728 366,95
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	-6 214 336,77	-11 479 224,3
الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4		269 713 973,6	415 701 955,89
75	المنتجات العملياتية الأخرى	9 020 762,81	12 649 443,27
65	الأعباء العملياتية الأخرى	-4 672 193,55	-1 211 099,76
68	المخصصات للاهلاكات والمؤونات	-223 354 661,02	-223 051 934,01
78	استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات	0	0
النتيجة العملياتية-5		50 707 881,84	204 088 365,39
76	المنتجات المالية	644 050,68	2 266 909,36
66	الأعباء المالية	-25 958 517,97	-178 542 513,11
النتيجة المالية-6		-25 314 467,29	-176 275 603,75
(النتيجة العادية قبل الضرائب) (75+6)-		25 393 414,55	27 812 761,64
695+	الضرائب الواجب فعما عن النتائج العادية	-2 720 854	-2 378 598
692+	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0
مجموع منتجات الأنشطة العادية		1 558 500 681,52	1 789 224 932,5
مجموع أعباء الأنشطة العادية		-1 535 828 120,97	-1 763 790 768,86
النتيجة الصافية للأنشطة العادية -8		22 672 560,55	25 434 163,64
77	(العناصر غير العادية- المنتجات) (يطلب بيانها)	0	0

الملحق الرقم 03

67	(العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها	0	0
	النتيجة غير العادية -9	0	0
	النتيجة الصافية للسنة المالية -10	22 672 560,55	25 434 163,64

القوائم المالية لمؤسسة مغرب بايب لسنة 2018

رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهلاكات أو مؤونات	السنة المالية	السنة المالية - 1
2	أصول غيرجارية	0	0	0	0
207	فارق بين للإقتناء-المنتج للإيجاري أو السلي	0	0	0	0
20	تثبيات معنوية	486 344,71	429 081,76	57 262,95	10 000
21	تثبيات عينية	0	0	0	0
211	أراض	404 910 584	0	404 910 584	404 910 584
2131	ميان	692 746 857,8	266 795 739,12	425 951 118,68	460 588 461,57
218	تثبيات عينية أخرى	2 007 556 149,99	1 500 196 246,97	507 359 903,02	560 379 399,95
22	تثبيات ممنوح امتيزها	1 142 870 150	0	1 142 870 150	714 405 950
23	تثبيات يجرى إنجازها	115 622 102,29	0	115 622 102,29	38 545 000
26+	تثبيات مالية	0	0	0	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبتة	0	0	0	0
274+	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	1 077 850 200	0	1 077 850 200	1 077 850 200
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
188		0	0	0	0
	مجموع الأصل غيرالجاري	5 442 042 388,79	1 767 421 067,85	3 674 621 320,94	3 256 689 595,52
3+	أصول جارية	0	0	0	0
3	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	1 447 018 247,9	0	1 447 018 247,9	1 707 407 152,04
4	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
41	الزيائن	4 666 248 999,42	0	4 666 248 999,42	3 292 389 105,97
409+	المديون الآخرون	331 246 347,51	0	331 246 347,51	190 418 247,92
44+		21 373 761,78	0	21 373 761,78	11 541 999,18
48		0	0	0	0
5	حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
50-	الموجودات وما شابهها	0	0	0	0
51+	الخبزينة	422 767 926,08	0	422 767 926,08	348 262 960,24
	مجموع الأصول الجارية	6 888 655 282,69	0	6 888 655 282,69	5 550 019 465,35
	المجموع العام للأصول	12 330 697 671,48	1 767 421 067,85	10 563 276 603,63	8 806 709 060,87

خصوم

رقم الحساب	خصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0
101	رأس مال تم إصداره	694 400 000	694 400 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	(علائق واحتياطيات - احتياطيات مدمجة 1)	147 815 733,94	125 143 173,39
105	فوارق إعادة التقييم	0	0
107	(فارق المعادلة 1)	0	0
12	((نتيجة صافية/ نتيجة صافية حصة المجمع 1)	114 463 648,27	22 672 560,55
11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	0	0

الملحق الرقم 03

PSC	(حصة الشركة المدمجة 1)	0	0
PM	(حصة ذوي الأقلية 1)	0	0
المجموع 1		956 679 382,21	842 215 733,94
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قرروض وديون مالية	3 965 935 833,33	3 447 052 056,66
134+	(ضرائب مؤجلة ومرصود لها	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	1 107 428 150	701 885 550
15+	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	0	0
مجموع الخصوم غير الجارية 2		5 073 363 983,33	4 148 937 606,66
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون وحسابات ملحقة	842 744 211,42	319 985 859,8
444+	الضرائب وما شابهها	498 311 276,17	134 824 334,85
42+	ديون أخرى	216 356 895,98	36 772 076,09
52+	خزينة سلبية	2 975 820 854,52	3 323 973 449,53
مجموع الخصوم الجارية 3		4 533 233 238,09	3 815 555 720,27
مجموع عام للخصوم		10 563 276 603,63	8 806 709 060,87

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	4 317 363 566,85	1 916 642 949,07
72	تغير المخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع	-596 929 711,18	-367 807 081,04
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
إنتاج السنة المالية-1		3 720 433 855,67	1 548 835 868,03
60	المشتريات المستهلكة	-2 022 549 124,39	-552 338 430,27
61/62		-563 884 850,13	-503 861 187,27
استهلاك السنة المالية-2		-2 586 433 974,52	-1 056 199 617,54
القيمة المضافة للاستغلال-3		1 133 999 881,15	492 636 250,49
63	أعباء المستخدمين	-292 971 140,2	-216 707 940,12
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	-20 198 082,36	-6 214 336,77
الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4		820 830 658,59	269 713 973,6
75	المنتجات العملياتية الأخرى	3 738 196,59	9 020 762,81
65	الأعباء العملياتية الأخرى	-3 940 822,01	-4 672 193,55
68	المخصصات للاهلاكات والمؤونات	-243 601 002,92	-223 354 661,02
78	استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات	0	0
النتيجة العملياتية-5		577 027 030,25	50 707 881,84
76	المنتجات المالية	2 900 224,07	644 050,68
66	الأعباء المالية	-457 551 012,28	-25 958 517,97
النتيجة المالية-6		-454 650 788,21	-25 314 467,29
(النتيجة العادية قبل الضرائب(6+75-)		122 376 242,04	25 393 414,55
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	-7 912 593,77	-2 720 854
692+	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0
مجموع منتجات الأنشطة العادية		3 727 072 276,33	1 558 500 681,52
مجموع أعباء الأنشطة العادية		-3 612 608 628,06	-1 535 828 120,97
النتيجة الصافية للأنشطة العادية -8		114 463 648,27	22 672 560,55
77	(العناصر غير العادية- المنتجات (يطلب بيانها	0	0
67	(العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها	0	0
النتيجة غير العادية -9		0	0
النتيجة الصافية للسنة المالية -10		114 463 648,27	22 672 560,55

الملحق الرقم 03

القوائم المالية لمؤسسة مغرب بايب لسنة 2019

رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهلاكات أو مؤونات	السنة المالية	السنة المالية - 1
2	أصول غيرجارية	0	0	0	0
207	فارق بين للإقتناء-المنتج للإيجاري أو السليبي	0	0	0	0
20	تثبيات معنوية	486 344,71	440 834,7	45 510,01	57 262,95
21	تثبيات عينية	0	0	0	0
211	أراض	414 910 584	0	414 910 584	404 910 584
2131	مبان	787 813 603,21	30 433 082,01	486 380 521,2	425 951 118,68
218	تثبيات عينية أخرى	2 147 815 388,7	1 665 069 722,2	482 745 666,46	507 359 903,02
22	تثبيات ممنوح امتيزها	1 142 870 150	0	1 142 870 150	1 142 870 150
23	تثبيات يجرى إنجازها	150 111 598,42	0	150 111 598,42	115 622 102,29
26+	تثبيات مالية	0	0	0	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبتة	0	0	0	0
274+	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	1 035 850 200	0	1 035 850 200	1 077 850 200
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
188		0	0	0	0
	مجموع الأصل غيرالجاري	5 679 857 869,04	1 695 943 638,91	3 712 914 230,09	3 674 621 320,94
3+	أصول جارية	0	0	0	0
3	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	1 629 212 149,34	0	1 629 212 149,34	1 447 018 247,9
4	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
41	الزبائن	4 103 681 967,57	0	4 103 681 967,57	4 666 248 999,42
409+	المدينون الآخرون	351 710 919,93	0	351 710 919,93	331 246 347,51
44+		11 384 662,21	0	11 384 662,21	21 373 761,78
48		0	0	0	0
5	حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
50-	الموجودات وما شابهها	0	0	0	0
51+	الخبزينة	390 700 467,68	0	390 700 467,68	422 767 926,08
	مجموع الأصول الجارية	6 486 690 166,73	0	6 486 690 166,73	6 888 655 282,69
	المجموع العام للأصول	12 166 548 035,77	1 695 943 638,91	10 199 604 396,82	10 563 276 603,63

حساب النتائج

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	2 511 277 363,67	4 317 363 566,85
72	تغير المخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع	227 641 887,99	-596 929 711,18
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
	إنتاج السنة المالية-1	2 738 919 251,66	3 720 433 855,67
60	المشتريات المستهلكة	-1 659 790 864,01	-2 022 549 124,39
61/62		-261 172 233,03	-563 884 850,13
	استهلاك السنة المالية-2	-1 920 963 097,04	-2 586 433 974,52
	القيمة المضافة للاستغلال-3	817 956 154,62	1 133 999 881,15
63	أعباء المستخدمين	-286 236 079,02	-292 971 140,2

الملحق الرقم 03

64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	-16 154 296,59	-20 198 082,36
الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4		515 565 779,01	820 830 658,59
75	المنتجات العملياتية الأخرى	7 802 834,28	3 738 196,59
65	الأعباء العملياتية الأخرى	-22 473 884,66	-3 940 822,01
68	المخصصات للاهلاكات والمؤنات	-207 803 453,2	-243 601 002,92
78	استئناف عن خسائر القيمة والمؤنات	0	0
النتيجة العملياتية-5		293 091 275,43	577 027 030,25
76	المنتجات المالية	77 513 742,03	2 900 224,07
66	الأعباء المالية	-232 841 429,89	-457 551 012,28
النتيجة المالية-6		-155 327 687,86	-454 650 788,21
(النتيجة العادية قبل الضرائب(6+75)-		137 763 587,57	122 376 242,04
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	-8 508 370	-7 912 593,77
692+	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0
مجموع منتجات الأنشطة العادية		2 824 235 827,97	3 727 072 276,33
مجموع أعباء الأنشطة العادية		-2 694 980 610,4	-3 612 608 628,06
النتيجة الصافية للأنشطة العادية -8		129 255 217,57	114 463 648,27
77	(العناصر غير العادية- المنتجات (يطلب بيانها	0	0
67	(العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها	0	0
النتيجة غير العادية -9		0	0
النتيجة الصافية للسنة المالية -10		129 255 217,57	114 463 648,27

القوائم المالية لمؤسسة مغرب بايب لسنة 2020

رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهلاكات أو مؤنات	السنة المالية	السنة المالية - 1
2	أصول غيرجارية	0	0	0	0
207	فارق بين للإقتناء-المنتوج للإيجاري أو السليبي	0	0	0	0
20	تثبيات معنوية	636 344,71	478 837,64	157 507,07	45 510,01
21	تثبيات عينية	0	0	0	0
211	أراض	414 910 584	0	414 910 584	414 910 584
2131	مبان	787 813 603,21	340 823 762,17	446 989 841,04	486 380 521,2
218	تثبيات عينية أخرى	2 139 122 418,96	1 769 438 995,28	369 683 423,68	482 745 666,46
22	تثبيات ممنوح امتيزها	1 142 870 150	0	1 142 870 150	1 142 870 150
23	تثبيات يجرى إنجازها	446 534 826,7	0	446 534 826,7	150 111 598,42
26+	تثبيات مالية	0	0	0	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبتة	0	0	0	0
274+	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	1 037 282 700	0	1 037 282 700	1 035 850 200
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
188		0	0	0	0
مجموع الأصل غيرالجاري		5 969 170 627,58	2 110 741 595,09	3 858 429 032,49	3 712 914 230,09
3+	أصول جارية	0	0	0	0
3	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	3 038 706 504,4	0	3 038 706 504,4	1 629 212 149,34
4	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
41	الزبائن	2 544 081 145,51	0	2 544 081 145,51	4 103 681 967,57
409+	المديون الآخرون	436 514 572,07	0	436 514 572,07	351 710 919,93
44+		10 388 315,17	0	10 388 315,17	11 384 662,21
48		0	0	0	0

الملحق الرقم 03

5	حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
50-	الموجودات وما شابهها	0	0	0	0
51+	الخزينة	201 293 415,81	0	201 293 415,81	390 700 467,68
مجموع الأصول الجارية		6 230 983 952,96	0	6 230 983 952,96	6 486 690 166,73
المجموع العام للأصول		12 200 154 580,54	2 110 741 595,09	10 089 412 985,45	10 199 604 396,82

رقم الحساب	خصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0
101	رأس مال تم إصداره	694 400 000	694 400 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	(علاوات واحتياطيات - احتياطيات مدمجة 1)	391 534 599,62	262 279 382,21
105	فوارق إعادة التقييم	0	0
107	(فارق المعادلة 1)	0	0
12	((نتيجة صافية) / (نتيجة صافية حصة المجمع 1))	23 741 281,04	129 255 217,57
11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	0	0
PSC	(حصة الشركة المدمجة 1)	0	0
PM	(حصتي الألفية 1)	0	0
المجموع 1		1 109 675 880,66	1 085 934 599,78
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قروض وديون مالية	6 375 522 411,57	3 548 417 287,78
134+	(ضرائب) مؤجلة ومرصود لها	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	1 107 428 150	1 107 428 150
15+	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	0	0
مجموع الخصوم غير الجارية 2		7 482 950 561,57	4 655 845 437,78
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون وحسابات ملحقه	361 662 310,88	513 177 517,75
444+	الضرائب وما شابهها	203 095 572,41	416 964 122,84
42+	ديون أخرى	51 415 396,73	320 874 127,76
52+	خزينة سلبية	880 613 263,2	3 206 808 590,91
مجموع الخصوم الجارية 3		1 496 786 543,22	4 457 824 359,26
مجموع عام للخصوم		10 089 412 985,45	10 199 604 396,82

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	1 207 432 127,3	2 511 277 363,67
72	تغير المخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع	1 482 874 390,96	227 641 887,99
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
إنتاج السنة المالية-1		2 690 306 518,26	2 738 919 251,66
60	المشتريات المستهلكة	-1 126 870 775,28	-1 659 790 864,01
61/62		-652 640 898,6	-261 172 233,03
استهلاك السنة المالية-2		-1 779 511 673,88	-1 920 963 097,04
القيمة المضافة للاستغلال-3		910 794 844,38	817 956 154,62
63	أعباء المستخدمين	-227 798 070,78	-286 236 079,02
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	-14 937 073,9	-16 154 296,59
الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4		668 059 699,7	515 565 779,01
75	المنتجات العملياتية الأخرى	4 605 483,76	7 802 834,28
65	الأعباء العملياتية الأخرى	-6 896 643,45	-22 473 884,66
68	المخصصات للاهلاكات والمؤونات	-152 682 543,7	-207 803 453,2

الملحق الرقم 03

78	استثناء عن خسائر القيمة والمؤنات	0	0
النتيجة العملياتية-5		513 085 996,31	293 091 275,43
76	المنتجات المالية	384 274,83	77 513 742,03
66	الأعباء المالية	-480 252 026,1	-232 841 429,89
النتيجة المالية-6		-479 867 751,27	-155 327 687,86
(النتيجة العادية قبل الضرائب(6+75-		33 218 245,04	137 763 587,57
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	-9 476 964	-8 508 370
692+	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0
مجموع منتجات الأنشطة العادية		2 695 296 276,85	2 824 235 827,97
مجموع أعباء الأنشطة العادية		-2 671 554 995,81	-2 694 980 610,4
النتيجة الصافية للأنشطة العادية -8		23 741 281,04	129 255 217,57
77	(العناصر غير العادية- المنتجات) (يطلب بيانها)	0	0
67	(العناصر غير العادية - الأعباء) (يطلب بيانها)	0	0
النتيجة غير العادية -9		0	0
النتيجة الصافية للسنة المالية -10		23 741 281,04	129 255 217,57

الملحق الرقم 04

القوائم المالية لمؤسسة بيل باست لسنة 2017

رقم الشهادة	1311800046	تاريخ الإيداع	رقم الحساب	السنة المالية - 1	السنة المالية	إهلاكات أو مؤونات	مبلغ خام	أصول
العنوان	منطقة الصناعية ممر رقم 07 طريق شتوان	التسمية التجارية	ش.ذ.م.م. بال بلاست					
ولاية المقر الإجتماعي	تلمسان	بلدية مقر الشركة	تلمسان					
رقم الحساب		أصول						
2		أصول غيرجارية		0	0	0	0	
207		فارق بين للإقتناء-المنتوج للإيجاري أو السلبي		0	0	0	0	
20		تثبيات معنوية		0	0	0	0	
21		تثبيات عينية		0	0	0	0	
211		أراض		0	0	0	0	
2131		مبان		0	0	0	0	
218		تثبيات عينية أخرى		1 163 475	6 573 425	7 736 901	2 222 609	
22		تثبيات ممنوح امتيزها		0	0	0	0	
23		تثبيات يجرى إنجازها		0	0	0	0	
26+		تثبيات مالية		0	0	0	0	
265		سندات موضوعة موضع معادلة		0	0	0	0	
26				0	0	0	0	
271+		سندات أخرى مثبتة		0	0	0	0	
274+		قروض وأصول مالية أخرى غير جارية		0	0	0	0	
133		ضرائب مؤجلة على الأصل		0	0	0	0	
188				0	0	0	0	
		مجموع الأصل غيرالجاري		1 163 476	6 573 425	7 736 901	2 222 609	
3+		أصول جارية		0	0	0	0	
3		مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ		10 217 247	0	10 217 247	4 976 946	
4		حسابات دائنة واستخدامات مماثلة		0	0	0	0	
41		الزيائن		5 357 818	0	5 357 818	6 662 998	
409+		المديون الآخرون		212	0	212	705	
44+				244 978	0	244 978	213 907	
48				0	0	0	0	
5		حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة		0	0	0	0	
50-		الموجودات وما شابهها		0	0	0	0	
51+		الخزينة		10 794 208	0	10 794 208	10 112 890	
		مجموع الأصول الجارية		26 614 463	0	26 614 463	21 967 446	
		المجموع العام للأصول		27 777 939	6 573 425	34 351 364	24 190 055	

• خصوم

رقم الحساب	خصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0
101	رأس مال تم إصداره	10 000 000	1 600 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	(علائق واحتياطات - احتياطات مدمجة 1)	7 140 426	6 309 997
105	فوارق إعادة التقييم	0	0
107	(فارق المعادلة 1)	0	0
12	((نتيجة صافية) / (نتيجة صافية حصة المجمع 1))	3 595 132	909 045

الملحق الرقم 04

11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	1 633 396	2 744 507
PSC	(حصة الشركة المدمجة)1	0	0
PM	(حصة ذوي الأقلية)1	0	0
المجموع 1		22 368 954	11 563 549
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قروض وديون مالية	0	0
134+	(ضرائب) مؤجلة ومرصود لها	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	0	0
15+	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	0	0
مجموع الخصوم غير الجارية 2		0	0
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون وحسابات ملحقه	406 290	332 155
444+	الضرائب وما شابهها	710 879	497 712
42+	ديون أخرى	4 291 816	11 796 639
52+	خزينة سلبية	0	0
مجموع الخصوم الجارية 3		5 408 985	12 626 506
مجموع عام للخصوم		27 777 939	24 190 055

حساب النتائج

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	33 951 764	25 121 744
72	تغير المخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع	-2 751 794	-48 206
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
إنتاج السنة المالية-1		31 199 970	25 073 538
60	المشتريات المستهلكة	-24 542 520	-20 040 891
61/62		-431 695	-350 958
استهلاك السنة المالية-2		-24 974 215	-20 391 849
القيمة المضافة للاستغلال-3		6 225 755	4 681 689
63	أعباء المستخدمين	-3 005 745	-2 486 528
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	-419 041	-278 365
الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4		2 800 969	1 916 796
75	المنتجات العملياتية الأخرى	2 026 080	229
65	الأعباء العملياتية الأخرى	-21	-35 730
68	المخصصات للاهتلاكات والمؤونات	-585 204	-750 114
78	استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات	4 241 824	0
النتيجة العملياتية-5		0	1 131 181
76	المنتجات المالية	63 410	13 955
66	الأعباء المالية	-175 712	-22 858
النتيجة المالية-6		-112 302	-8 903
(النتيجة العادية قبل الضرائب(6+75-)		4 129 522	1 122 278
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	-534 390	-213 233
692+	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0
مجموع منتجات الأنشطة العادية		0	25 073 538
مجموع أعباء الأنشطة العادية		0	-24 142 947
النتيجة الصافية للأنشطة العادية-8		0	909 045

الملحق الرقم 04

77	(العناصر غير العادية- المنتوجات (يطلب بيانها	0	0
67	(العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها	0	0
النتيجة غير العادية -9		0	0
النتيجة الصافية للسنة المالية -10		3 595 132	909 045

القوائم المالية لمؤسسة بيل باست لسنة 2018

رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهلاكات أو مؤونات	السنة المالية	السنة المالية - 1
2	أصول غيرجارية	0	0	0	0
207	فارق بين للإقتناء-المنتوج للإيجاري أو السلبي	0	0	0	0
20	تثبيات معنوية	0	0	0	0
21	تثبيات عينية	11 698 176	7 287 205	4 410 971	1 163 475
211	أراض	0	0	0	0
2131	مبان	0	0	0	0
218	تثبيات عينية أخرى	0	0	0	0
22	تثبيات ممنوح امتيزها	0	0	0	0
23	تثبيات يجرى إنجازها	0	0	0	0
26+	تثبيات مالية	0	0	0	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبتة	0	0	0	0
274+	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	0	0	0	0
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
188		0	0	0	0
مجموع الأصل غيرالجاري		11 698 176	7 287 205	4 410 971	1 163 475
3+	أصول جارية	0	0	0	0
3	مخزونات ومنتوجات قيد التنفيذ	12 395 387	0	12 395 387	10 217 247
4	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
41	الزبائن	5 792 103	0	5 792 103	5 357 818
409+	المدينون الآخرون	870	0	870	212
44+		422 113	0	422 113	244 976
48		0	0	0	0
5	حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
50-	الموجودات وما شابهها	0	0	0	0
51+	الخبزينة	7 671 855	0	7 671 855	10 794 208
مجموع الأصول الجارية		26 282 328	0	26 282 328	26 614 461
المجموع العام للأصول		37 980 504	7 287 205	30 693 299	27 777 936

رقم الحساب	خصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0
101	رأس مال تم إصداره	10 000 000	1 600 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	(علاوات واحتياطات - احتياطات مدمجة 1)	10 735 559	7 140 426
105	فوارق إعادة التقييم	0	0
107	(فارق المعادلة 1)	0	0
12	((نتيجة صافية) / (نتيجة صافية حصة المجمع 1)	1 564 441	3 595 132
11	رؤوس أموال خاصة أخرى / تحجيل من جديد	1 633 396	1 633 396

الملحق الرقم 04

PSC	حصة الشركة المدمجة(1)	0	0
PM	حصة ذوي الأقلية(1)	0	0
المجموع 1		23 933 396	13 968 954
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قروض وديون مالية	0	0
134+	(ضرائب) مؤجلة ومرصود لها	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	0	0
15+	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	0	0
مجموع الخصوم غير الجارية 2		0	0
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون وحسابات ملحقة	2 124 900	406 290
444+	الضرائب وما شابهها	651 646	710 878
42+	ديون أخرى	3 983 357	12 691 814
52+	خزينة سلبية	0	0
مجموع الخصوم الجارية 3		6 759 903	13 808 982
مجموع عام للخصوم		30 693 299	27 777 936

• جدول حسابات النتائج

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	34 629 934	33 951 764
72	تغير المخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع	0	-2 751 794
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
إنتاج السنة المالية-1		34 629 934	31 199 970
60	المشتريات المستهلكة	-25 345 467	-22 711 543
61/62		-2 351 260	-2 262 673
استهلاك السنة المالية-2		-27 696 727	-24 974 216
القيمة المضافة للاستغلال-3		6 933 207	6 225 754
63	أعباء المستخدمين	-3 760 095	-3 005 745
64	الضرائب والرسوم والمفوعات المشابهة	-385 617	-419 041
الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4		2 787 495	2 800 968
75	المنتجات العملياتية الأخرى	10	2 026 080
65	الأعباء العملياتية الأخرى	-20 008	-21
68	المخصصات للاهلاكات والمؤونات	-713 780	-585 204
78	استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات	0	0
النتيجة العملياتية-5		2 053 717	4 241 823
76	المنتجات المالية	61 154	63 410
66	الأعباء المالية	-207 512	-175 710
النتيجة المالية-6		-146 358	-112 300
(النتيجة العادية قبل الضرائب(6+75)-		1 907 359	4 129 523
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	-342 918	-534 390
692+	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0
مجموع منتجات الأنشطة العادية		34 691 098	33 289 460
مجموع أعباء الأنشطة العادية		-33 126 657	-29 694 327
النتيجة الصافية للأنشطة العادية -8		1 564 441	3 595 133
77	(العناصر غير العادية- المنتجات (يطلب بيانها)	0	0

الملحق الرقم 04

67	(العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها	0	0
	النتيجة غير العادية -9	0	0
	النتيجة الصافية للسنة المالية -10	1 564 441	3 595 133
	حصة الشركات الموضوعه موضع المعادلة في النتيجة الصافية	0	0
	النتيجة الصافية للمجموع المدمج 1	0	0
DPM	و منها ذوي الأقلية	0	0
PG	حصة المجمع 1	0	0

القوائم المالية لمؤسسة بيل باست لسنة 2019

رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهلاكات أو مؤونات	السنة المالية	السنة المالية - 1
2	أصول غيرجارية	0	0	0	0
207	فارق بين للإقتناء-المنتوج للإجاري أو السلبي	0	0	0	0
20	تثبيات معنوية	0	0	0	0
21	تثبيات عينية	13 152 436	8 337 784	4 814 652	4 410 971
211	أراض	0	0	0	0
2131	مبان	0	0	0	0
218	تثبيات عينية أخرى	0	0	0	0
22	تثبيات ممنوح امتيزها	0	0	0	0
23	تثبيات يجرى إنجازها	0	0	0	0
26+	تثبيات مالية	0	0	0	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبتة	0	0	0	0
274+	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	0	0	0	0
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
188		0	0	0	0
	مجموع الأصل غيرالجاري	13 152 436	8 337 784	4 814 652	4 410 971
3+	أصول جارية	0	0	0	0
3	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ	13 294 308	0	13 294 308	12 395 387
4	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
41	الزبائن	5 512 018	0	5 512 018	5 792 103
409+	المدينون الآخرون	657	0	657	870
44+		499 305	0	499 305	422 113
48		0	0	0	0
5	حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
50-	الموجودات وما شابهها	0	0	0	0
51+	الخبزينة	7 287 495	0	7 287 495	7 671 854
	مجموع الأصول الجارية	26 593 783	0	26 593 783	26 282 327
	المجموع العام للأصول	39 746 219	8 337 784	31 408 435	30 693 298

خصوم

رقم الحساب	خصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0
101	رأس مال تم إصداره	10 000 000	10 000 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	(علاوات واحتياطات- احتياطات مدمجة 1)	12 299 999	10 735 559
105	فوارق إعادة التقييم	0	0

الملحق الرقم 04

107	(فارق المعادلة 1)	0	0
12	((نتيجة صافية) / (نتيجة صافية حصة المجمع 1)	1 489 944	1 564 441
11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	1 633 396	1 633 396
PSC	(حصة الشركة المدمجة) 1	0	0
PM	(حصة ذوي الأقلية) 1	0	0
المجموع 1		25 423 339	23 933 396
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قروض وديون مالية	0	0
134+	(ضرائب) (مؤجلة ومرصود لها	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	0	0
15+	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	0	0
مجموع الخصوم غير الجارية 2		0	0
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون وحسابات ملحقه	2 278 065	2 124 900
444+	الضرائب وما شابهها	278 675	651 646
42+	ديون أخرى	3 428 356	3 983 356
52+	خزينة سلبية	0	0
مجموع الخصوم الجارية 3		5 985 096	6 759 902
مجموع عام للخصوم		31 408 435	30 693 298

جدول حسابات النتائج

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	37 147 549	34 629 934
72	تغير المخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع	-175 655	0
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
إنتاج السنة المالية-1		36 971 894	34 629 934
60	المشتريات المستهلكة	-27 127 437	-25 345 467
61/62		-2 530 608	-2 351 260
استهلاك السنة المالية-2		-29 658 045	-27 696 727
القيمة المضافة للاستغلال-3		7 313 849	6 933 207
63	أعباء المستخدمين	-3 904 509	-3 760 095
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	-320 972	-385 617
الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4		3 088 368	2 787 495
75	المنتجات العملياتية الأخرى	542	10
65	الأعباء العملياتية الأخرى	-54 696	-20 008
68	المخصصات للاهلاكات والمؤونات	-1 050 578	-713 780
78	استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات	0	0
النتيجة العملياتية-5		1 983 636	2 053 717
76	المنتجات المالية	0	61 154
66	الأعباء المالية	-270 040	-207 512
النتيجة المالية-6		-270 040	-146 358
(النتيجة العادية قبل الضرائب (6+75)-		1 713 596	1 907 359
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	-223 652	-342 918
692+	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0
مجموع منتجات الأنشطة العادية		36 972 436	34 691 098

الملحق الرقم 04

مجموع أعباء الأنشطة العادية		-35 482 492	-33 126 657
النتيجة الصافية للأنشطة العادية -8		1 489 944	1 564 441
77	(العناصر غير العادية- المنتوجات (يطلب بيانها	0	0
67	(العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها	0	0
النتيجة غير العادية -9		0	0
النتيجة الصافية للسنة المالية -10		1 489 944	1 564 441
حصة الشركات الموضوعية موضع المعادلة في النتيجة الصافية		0	0
النتيجة الصافية للمجموع المدمج 1		0	0
DPM	و منها ذوي الأقلية	0	0
PG	حصة المجمع 1	0	0

القوائم المالية لمؤسسة بيل باست لسنة 2020

رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهلاكات أو مؤونات	السنة المالية	السنة المالية - 1
2	أصول غيرجارية	0	0	0	0
207	فارق بين للإقتناء-المنتوج للإجاري أو السلبي	0	0	0	0
20	تثبيات معنوية	13 152 436	8 879 337	4 273 099	4 814 652
21	تثبيات عينية	0	0	0	0
211	أراض	0	0	0	0
2131	مبان	0	0	0	0
218	تثبيات عينية أخرى	0	0	0	0
22	تثبيات ممنوح امتيزها	0	0	0	0
23	تثبيات يجرى إنجازها	0	0	0	0
26+	تثبيات مالية	0	0	0	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبتة	0	0	0	0
274+	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	0	0	0	0
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
188		0	0	0	0
مجموع الأصل غيرالجاري		13 152 436	8 879 337	4 273 099	4 814 652
3+	أصول جارية	0	0	0	0
3	مخزونات ومنتوجات قيد التنفيذ	16 021 901	0	16 021 901	13 294 308
4	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
41	الزيائن	3 942 960	0	3 942 960	5 512 018
409+	المدينون الآخرون	20 074	0	20 074	657
44+		872 504	0	872 504	499 305
48		0	0	0	0
5	حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة	0	0	0	0
50-	الموجودات وما شابهها	0	0	0	0
51+	الخزينة	8 677 204	0	8 677 204	7 287 495
مجموع الأصول الجارية		29 534 643	0	29 534 643	26 593 783
المجموع العام للأصول		42 687 079	8 879 337	33 807 742	31 408 435

رقم الحساب	خصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0
101	رأس مال تم إصداره	10 000 000	10 000 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	(علائق واحتياطات - احتياطات مدمجة 1)	15 423 340	12 299 999

الملحق الرقم 04

105	فوارق إعادة التقييم	0	0
107	(فارق المعادلة 1)	0	0
12	((نتيجة صافية) / (نتيجة صافية حصة المجمع 1)	3 392 042	1 489 944
11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	0	1 633 396
PSC	حصة الشركة المدمجة(1)	0	0
PM	حصة ذوي الأقلية(1)	0	0
المجموع 1		28 815 382	25 423 339
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قروض وديون مالية	0	0
134+	(ضرائب) مؤجلة ومرصود لها	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	0	0
15+	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا	0	0
مجموع الخصوم غير الجارية 2		0	0
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون وحسابات ملحقه	1 240 898	2 278 065
444+	الضرائب وما شابهها	551 328	278 675
42+	ديون أخرى	3 200 134	3 428 356
52+	خزينة سلبية	0	0
مجموع الخصوم الجارية 3		4 992 360	5 985 096
مجموع عام للخصوم		33 807 742	31 408 435

حساب النتائج

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	39 965 069	37 147 549
72	تغير المخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع	0	-175 655
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	0	0
إنتاج السنة المالية-1		39 965 069	36 971 894
60	المشتريات المستهلكة	-28 145 299	-27 127 437
61/62		-2 974 218	-2 530 608
استهلاك السنة المالية-2		-31 119 517	-29 658 045
القيمة المضافة للاستغلال-3		8 845 552	7 313 849
63	أعباء المستخدمين	-3 812 288	-3 904 509
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	-302 950	-320 972
الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4		4 730 314	3 088 368
75	المنتجات العملياتية الأخرى	0	542
65	الأعباء العملياتية الأخرى	-42 385	-54 696
68	المخصصات للاهتلاكات والمؤونات	-541 554	-1 050 578
78	استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات	0	0
النتيجة العملياتية-5		4 146 375	1 983 636
76	المنتجات المالية	8 136	0
66	الأعباء المالية	-263 305	-270 040
النتيجة المالية-6		-255 169	-270 040
(النتيجة العادية قبل الضرائب(6+75-)		3 891 206	1 713 596
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	-499 164	-223 652
692+	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية	0	0

الملحق الرقم 04

مجموع منتجات الأنشطة العادية		39 973 205	36 972 436
مجموع أعباء الأنشطة العادية		-36 581 163	-35 482 492
النتيجة الصافية للأنشطة العادية - 8		3 392 042	1 489 944
77	(العناصر غير العادية - المنتوجات (يطلب بيانها	0	0
67	(العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها	0	0
النتيجة غير العادية - 9		0	0
النتيجة الصافية للسنة المالية - 10		3 392 042	1 489 944
حصة الشركات الموضوعية موضع المعادلة في النتيجة الصافية		0	0
النتيجة الصافية للمجموع المدمج 1		0	0
DPM	و منها ذوي الأقلية	0	0
PG	حصة المجمع 1	0	0