



جامعة العقيد أكلي محمد أولحاج

البويرة



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم

أثر تركيبة الميزان المالي على مردودية المؤسسة

دراسة حالة مؤسسة مداجن عريجة عين بسام

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في قسم علوم التسيير تخصص إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

حرمية التوفيق

إعداد الطلبة:

➤ بيبى إسمان

➤ لوصيف خديجة

السنة الجامعية: 2019/2018

شكر وتقدير

قبل كل شيء الحمد لله الذي وفقنا لإتمام هذا العمل والذي كان له الفضل الأول والأخير في هذا التوفيق

ونخص بالشكر والامتنان والتقدير إلى الأستاذ المشرف "**كريمة توفيق**" - أطال الله في عمره

كما نتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى كل من ساعدنا لإنجاز هذا البحث من قريب أو بعيد

ونخص بالذكر الأستاذة "**إمان نايلي دواودة**" - جزاها الله خيرا

كما نتقدم بالشكر والعرفان إلى المدير العام لمؤسسة ORAC وكل عمال المؤسسة

وأخيرا وليس آخرا نشكر كل من ساهم معنا ولو بالكلمة الطيبة

ونعتذر لمن فاتنا ذكره ولم نتمكن في هذا المقام من شكره

سائلين الله تعالى ألا يضيع لهم أجرا

وصلى الله على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم.

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى من قال عزوجل فيهما: " وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا".

إلى نبع الحنان وحضن الأمان إلى أمي الغالية فضيلة – أطال الله في عمرها.

إلى الذي كان لي السند الأول والأخير للوصول إلى ما أنا فيه الآن، أبي الغالي عبد الرحمان –
أطال الله في عمره.

إلى جميع زملائي وأصدقائي.

إلى كل من تجمعني بهم مودة ومحبة.

إلى كل من تذكره ذاكرتي ونسته مذكرتي.

اسمهان

الإهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى والدي الكريمين حفظهما الله ورعاهما.

إلى جميع إخواني وأخواتي خصوصا أختي الصغيرة: "نسيمة".

إلى كل عائلتي صغيرا وكبيرا.

إلى جميع أصدقائي وأحبائي بالأخص صديقتي "إسمهان" و"فايلة"،

اللذان أتمنى لهن التوفيق.

خديجة

الصفحة	العنوان	الرقم
57	أدوات التشخيص المالي	01
82	الهيكل التنظيمي لمؤسسة ORAC	02
89	مراحل الإنتاج في مؤسسة ORAC	03

الصفحة	العنوان	الرقم
92	الميزانية المختصرة لمؤسسة ORAC -الأصول- للفترة (2013-2015)	01
93	الميزانية المختصرة لمؤسسة ORAC -الخصوم- للفترة (2013-2015)	02
94	مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة ORAC	03
95	جدول حسابات النتائج لمؤسسة ORAC	04
97	طاقة التمويل الذاتي لمؤسسة ORAC	05
98	نسب الهيكل المالي لمؤسسة ORAC	06
99	نسب السيولة لمؤسسة ORAC	07
100	نسب النشاط لمؤسسة ORAC	08
100	نسب التمويل لمؤسسة ORAC	09
101	نسب المردودية لمؤسسة ORAC	10
102	أثر الرفع المالي لمؤسسة ORAC	11
103	جدول تدفقات الخزينة لمؤسسة ORAC	12

الصفحة	العنوان	الرقم
110	الميزانية المالية لمؤسسة ORAC – جانب الأصول- للفترة (2013-2014)	01
111	الميزانية المالية لمؤسسة ORAC – جانب الخصوم- للفترة (2013-2014)	02
112	الميزانية المالية لمؤسسة ORAC – جانب الأصول- للفترة (2014-2015)	03
113	الميزانية المالية لمؤسسة ORAC – جانب الخصوم- للفترة (2014-2015)	04
114	جدول حسابات النتائج لمؤسسة ORAC للفترة (2013-2014)	05
115	جدول حسابات النتائج لمؤسسة ORAC للفترة (2014-2015)	06
116	جدول تدفقات الخزينة لمؤسسة ORAC للفترة (2013-2014)	07
117	جدول تدفقات الخزينة لمؤسسة ORAC للفترة (2014-2015)	08

فهرس المحتويات

الشكر

الإهداء

فهرس المحتويات

قائمة الأشكال

قائمة الجداول

قائمة الملاحق

مقدمة (أ-د)

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة والعوامل المحددة له

تمهيد 02

المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة 03

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي للمؤسسة 03

المطلب الثاني: العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسة 04

المطلب الثالث: السياسات التمويلية للمؤسسة 10

المبحث الثاني: الدورات المالية في المؤسسة 13

المطلب الأول: دورة الاستثمار 13

المطلب الثاني: دورة الاستغلال 15

المطلب الثالث: دورة التمويل 17

19	المبحث الثالث: مصادر تمويل المؤسسة.....
19	المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلية.....
25	المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجي المباشر.....
36	المطلب الثالث: مصادر التمويل الخارجي غير المباشر.....
42	خلاصة الفصل.....

الفصل الثاني: قياس مردودية المؤسسة

44	تمهيد.....
45	المبحث الأول: ماهية المردودية.....
45	المطلب الأول: مفهوم المردودية.....
47	المطلب الثاني: أنواع المردودية وعلاقتها بالرفع.....
51	المطلب الثالث: مؤشرات قياس المردودية.....
56	المبحث الثاني: التشخيص المالي للمؤسسة.....
56	المطلب الأول: مفهوم التشخيص المالي وأدواته.....
58	المطلب الثاني: مراحل التشخيص المالي.....
68	المبحث الثالث: تكلفة مصادر التمويل.....
68	المطلب الأول: تكلفة مصادر التمويل الداخلي.....
70	المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل الخارجي المباشر.....
72	المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل الخارجي غير المباشر.....

76..... خلاصة الفصل

الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة مداجن عريب - عين بسام

78..... تمهيد

79..... المبحث الأول: تقديم مؤسسة **ORA**

79..... المطلب الأول: نشأة مؤسسة **ORAC** وهيكلها التنظيمي

87..... المطلب الثاني: نوعية نشاط المؤسسة

89..... المطلب الثالث: دور المؤسسة في التنمية الاقتصادية، أهدافها، مهامها

90..... المطلب الرابع: مصادر تمويل مؤسسة **ORAC**

91..... المبحث الثاني: دراسة وتقييم الهيكل المالي لمؤسسة **ORAC**

91..... المطلب الأول: تحليل الهيكل المالي لمؤسسة **ORAC**

94..... المطلب الثاني: تقييم نشاط مؤسسة **ORAC**

97..... المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي لمؤسسة **ORAC**

101..... المطلب الرابع: تحليل جدول تدفقات الخزينة لمؤسسة **ORAC**

103..... خلاصة الفصل

(113-105)..... الخاتمة

تعد المؤسسة كتلة اقتصادية تتفاعل مع محيطها وتتأثر به، مما يتطلب منها الحيلة والحذر إذ عليها معرفة كل العوامل الداخلية والخارجية المؤثرة فيها للوصول إلى أهدافها الإستراتيجية بأقل جهد وأقل تكلفة.

إن أكبر التحديات التي تواجه المؤسسات الاقتصادية اليوم هو إيجاد مصادر تمويل كافية لتغطية احتياجاتها المالية المتزايدة، والمؤسسة بالتالي هي مجبرة على إيجاد سياسة مالية متكاملة ومتناسقة ومنسجمة في أهدافها حتى تتمكن من الاختيار بين البدائل التمويلية، فالمشكل ليس نقصا في مصادر التمويل، بل هو في اختيار مصادر التمويل وكيفية المفاضلة بينها.

إن وظيفة التمويل في المؤسسة تتعلق بقرارين هما: قرار الاستثمار وقرار التمويل. يتعلق قرار الاستثمار بالتعرف على المشاريع الاستثمارية الرأسمالية الراجعة ومن ثم تحديد الحجم الأمثل للموازنة الرأسمالية، أما قرار التمويل فيهتم بتحديد هيكل التمويل الأمثل لاستثمارات المؤسسة، أي مزيج التمويل الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى أدنى حد.

إن هيكل التمويل يعكس طبيعة الإستراتيجية المالية التي تسمح للمؤسسة بمباشرة نشاطها من خلال الحيازة على أصولها، ويطرح مشكل أثره على مردودية المؤسسة.

في الواقع، إن مشكلة اختيار هيكل التمويل أثار جدلا حادا بين الماليين حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة الاقتصادية أم لا؟، حيث يوجد أمام المؤسسة الاقتصادية مصادر تمويل متعددة الخصائص تختلف في تكاليف وشروط الحصول عليها، وعليه من الضروري على الإدارة المالية للمؤسسة، أن تحدد بدقة بدائل التمويل المتاحة بغية المفاضلة بينها واختيار المزيج التمويلي المناسب الذي يستجيب لأهداف ومصالح المؤسسة وكذا يزيد من مردوديتها وبالتالي ضمان استمرارها وبقائها في السوق.

الإشكالية المطروحة:

وبما أن مردودية المؤسسة في السوق غير مستقرة لاعتبارات أخرى تتجمع كلها حول الشائبة (العائد والمخاطرة)، والتي يصعب التوفيق بينهما، فإن دراستنا المتواضعة تحاول أن تعالج الإشكالية التالية:

- ما مدى تأثير الهيكل المالي للمؤسسة على مردوديتها في مؤسسة مداجن عريب؟

وطرح الإشكالية الرئيسية يقودنا إلى طرح التساؤلات الفرعية التالية:

1. فيما يتمثل الهيكل المالي للمؤسسة؟
2. ما هي محددات اختيار الهيكل المالي؟
3. ما هي مردودية المؤسسة وكيف يتم قياسها؟
4. ما هي أساليب تقييم تركيبة الهيكل المالي؟

ومن التساؤلات السابقة، يمكن وضع الفرضيات التالية حتى نتمكن من المعالجة السليمة للموضوع:

فرضيات البحث:

1. يتمثل الهيكل المالي للمؤسسة تشكيلة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية احتياجاتها المالية، وهي تلك التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية.
2. وتمثل محددات الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة في مجموع العوامل المؤثرة في القرارات المالية، ومن هذه العوامل تكلفة مصادر التمويل ودرجة المخاطرة.
3. تعبر المردودية على مدى كفاءة استعمال الوسائل في تحقيق الأرباح (التائج)، ويتم قياسها من خلال مؤشرات المردودية التجارية، والاقتصادية، والمالية.
4. يتم تحليل وتقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة باستخدام مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية.

أسباب ودوافع اختيار الموضوع:

- أهمية مسألة تمويل المؤسسة بصفة عامة واختيار الهيكل المالي بصفة خاصة ودرجة حساسية هذه المواضيع.
- الميول الشخصي إلى المواضيع المالية، وأيضاً توافق الموضوع مع تخصص الإدارة المالية.
- ضرورة ضمان استمرار المؤسسة وبقائها من خلال تحسين مردوديتها.

أهمية وأهداف البحث:

انطلاقاً من أهمية الموارد المالية في نشاط واستمرارية المؤسسة الاقتصادية من جهة، وتعدد وتنوع المصادر المالية من جهة أخرى، يجد المستثمر نفسه في حيرة تكمن في اختيار مصادر التمويل التي تضمن له أعظم ربحية وأكثر مردودية وأقل تكلفة، لذا يوجه هذا البحث إلى النظر إلى أهم العوامل المحددة لاختيار التوليفة المثلى لتمويل المؤسسة الاقتصادية كمحاولة لإزالة اللبس عن المفاهيم المختلفة المتعلقة بالموضوع.

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

1. التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية.
2. تحديدي أهم محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.
3. التعرف على أهم أنواع المردودية ومؤشرات قياسها.
4. تبيان أثر تكلفة مصادر التمويل على مردودية المؤسسة.

المنهج الوصفي التحليلي:

حيث احتوت الدراسة على تبيان بعض المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي والعوامل المحددة له وكذا المردودية وكل ما يمكن أن يصاحبها من المفاهيم الاقتصادية والمالية المرتبطة بها، مع تحليل كيفية قياسها باستخدام طرق وتقنيات من خلال تحليل الوثائق والمعطيات المالية المجدولة وحساب مختلف النسب والمؤشرات المتضمنة والمرتبطة بموضوع الدراسة.

صعوبات البحث:

من بين الصعوبات التي واجهتنا في إعدادنا لهذا البحث:

- صعوبة الحصول على المعلومات المالية للمؤسسة محل الدراسة وذلك لسرية المعلومات وعدم التصريح بها حتى بغرض استخدامها في بحوث علمية.
- توقيت المكتبة الذي شكل العائق الأكبر وأضاع لنا الكثير من الجهد والوقت.

هيكل البحث:

لقد قمنا بتحليل إشكالية بحثنا واختبار صحة الفرضيات المقدمة ضمن ثلاثة فصول وهي كالآتي:

الفصل الأول: خصص للتعرف على الهيكل المالي وأهم محدداته، وقد تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث رئيسية، حيث خصص المبحث الأول لمعرفة مفهوم الهيكل المالي للمؤسسة، أما المبحث الثاني فقد خصص لذكر مختلف دورات المؤسسة، أما المبحث الثالث والأخير فقد خصص لذكر مختلف مصادر تمويل المؤسسة.

الفصل الثاني: خصص لقياس مردودية المؤسسة، وقد قسم أيضا إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول خصص للتعريف بالمردودية وذكر مختلف مفاهيمها، أما المبحث الثاني فقد خصص لتشخيص الوضعية المالية للمؤسسة، أما فيما يخص المبحث الثالث فقد خصص لحساب تكلفة مختلف مصادر تمويل المؤسسة.

الفصل الثالث (الجانب التطبيقي): يعتبر هذا الفصل محاولة لتطبيق أهم النقاط المتوصل إليها في الجانب النظري من خلال دراسة حالة تطبيقية لمؤسسة ORAC عين بسام، وهذا بالتطرق فيه لدراسة تركيبية الهيكل المالي لمؤسسة ORAC، خلال الفترة (2013-2015)، حيث خصص المبحث الأول لتقديم عام لمؤسسة ORAC عين بسام، وفي المبحث الثاني نحاول دراسة وتقييم الهيكل المالي لمؤسسة ORAC.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

تمهيد:

تسعى المؤسسة الاقتصادية للحصول على الأموال من أجل تسيير عملياتها وتوسيع أنشطتها، وبالتالي عليها أن تختار بين اثنين من بدائل التمويل الأساسية، إما التمويل الذاتي أو اللجوء إلى اقتراض الأموال، ومن الجدير بالذكر أن الكيفية التي يمكن من خلالها للمؤسسة توفير رأس المال المطلوب يعتمد بشكل كبير على حجمها، ويعتبر هذا أحد القرارات المالية المهمة وذات الصلة الوثيقة بهدف المؤسسة والمتمثل في تعظيم قيمة أسهمها في سوق الأوراق المالية، ويتضمن القرار المذكور اختيار المزيج المناسب لمصادر التمويل المختلفة.

وعليه سنتطرق في هذا الفصل إلى مختلف العناصر المتعلقة بالهيكل المالي والمصادر التمويلية للمؤسسة من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة.

المبحث الثاني: الدورات المالية للمؤسسة.

المبحث الثالث: مصادر تمويل المؤسسة.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة

إن مهمة الإدارة المالية هي كيفية الاختيار بين البدائل التمويلية المتعددة حسب ظروفها الخاصة وتكلفة كل بديل من عناصر الهيكل المالي، وذلك بعد دراسة الاحتياجات المالية للمؤسسة والتي تتمثل في احتياجات مالية طويلة أو قصيرة الأجل، تمويل بالملكية وتمويل بالدين ومن هنا نقول ب أن المؤسسة تقوم برصد سياستها المالية، إذن من الضروري التفرقة بين المفاهيم المختلفة للهيكل المالي والتعرف على العوامل المؤثرة فيه.

المطلب الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة

لابد من التفريق بين مفهومين لبنية التمويل في المؤسسة، وهما الهيكل المالي وهيكل رأس المال.

الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي أو التمويلي

1. يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي لل مؤسسة Financial Structure تشكيلة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها. ويتكون الهيكل المالي لل مؤسسة من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العمومية سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أو كانت قصيرة الأجل، وسواء كانت أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية.¹

2. يشير الهيكل المالي إلى الجانب الأيسر من الميزانية العمومية أي تمويل الموارد أو الأصول التي تحتاج إليها المؤسسة، فالهيكل المالي يعكس الصورة المالية للمؤسسة، أو البنية المالية التي تعتمد عليها في الإنفاق على استثماراتها.²

3. يعرف الهيكل المالي للم مؤسسة بأنه هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم و الأموال الخاصة فيكشف المركز المالي. كما يعرف عل أنه الطريقة التي يتم عن طريقها تمويل أصول المؤسسة، وأنه يتمثل في فقرات جانب الخصوم وحقوق الملكية من الميزانية العمومية، والذي يتضمن المديونية قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) المديونية طويلة الأجل (الخصوم طويلة الأجل)، والأموال الخاصة.³

¹ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2006م، ص527.

² - جميل احمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، لبنان، دون ذكر سنة النشر، ص ص 301،302.

³ - عدنان تايه النعيمي - ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007م، ص ص 138.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

الفرع الثاني: مفهوم هيكل رأس المال

1. يتضمن هيكل رأس المال فقط مصادر التمويل طويلة الأجل الممثلة في القروض طويلة الأجل والسندات والأموال الخاصة، بما فيها الأسهم الممتازة إن وجدت، أما مصادر التمويل قصيرة الأجل - التي تكون مع المصادر طويلة الأجل الهيكل المالي للمؤسسة- فإنها تشتمل أساسا على الائتمان التجاري والائتمان المصرفي قصير الأجل.¹
2. يقصد بهيكل رأس المال التمويل طويل الأجل أو الدائم المتجسد بكل من المديونية طويلة الأجل، الأسهم الممتازة، الأسهم العادية، الأرباح المحتجزة والإجارة المالية.²

الفرع الثالث: الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال

يختلف الهيكل المالي عن هيكل رأس المال الذي يتضمن فقط مصادر التمويل طويلة الأجل الممثلة في القروض طويلة الأجل والسندات إلى جانب حقوق الملكية المكونة من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة والاستئجار المالي طويل الأجل.

يعكس هيكل التمويل جميع الوسائل والموارد المتاحة لتمويل المؤسسة من موارد طويلة الأجل في شكل أموال خاصة أو ديون طويلة ومتوسطة الأجل، وأيضا ديون الاستغلال في شكل قروض مالية وقروض مقدمة من الموردين، أما فيما يتعلق بهيكل رأس المال فيقصد به هيكل الأموال الدائمة للمؤسسة أي الأموال الخاصة والديون طويلة ومتوسطة الأجل.³

المطلب الثاني: العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسة

تختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من الاعتبارات التي تؤثر على قرارها المالي، وتعتمد أثناء المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة أمامها على العديد من المؤشرات والعوامل التي تؤثر على هذا القرار، لأنه قد يكون في بعض الحالات المصدر التمويلي المستخدم هو المصدر الوحيد.

¹ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

² - عدنان تايه النعيمي - ياسين كاسب الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص 139.

³ - رمضاني فضيلة، المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات اختيار التمويل الأمثل (دراسة حالة مؤسسة نفضال)، مذكرة تدرج ضمن متطلبات نيل

شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، 2014/2013، ص ص 51-50.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

الفرع الأول: العوامل الداخلية

تتمثل العوامل الداخلية المؤثرة في الهيكل المالي للمؤسسة فيما يلي:

1. حجم المؤسسة:

أشارت العديد من الدراسات إلى أن حجم المؤسسة له تأثير على نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي، وقد قدمت هذه الدراسات عدة أسباب لوجود علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة والاقتراض، وأنها أن احتمالات الإفلاس تنخفض في المؤسسات ذات الحجم الكبير، كما أن المؤسسات الكبيرة تملك إمكانية أكثر في اللجوء إلى الأسواق المالية وتستطيع الاقتراض بشروط أيسر.

فقد كشفت دراسة Gordon عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاقتراض وحجم المؤسسة، كذلك كشفت دراسة Martin & Scott عن وجود علاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض، حيث تقل نسبة الاقتراض في المؤسسات صغيرة الحجم عن نسبة الاقتراض في المؤسسات كبيرة الحجم، وهي نفس النتائج التي توصلت إليها دراسة Jani Elion Philippe Gaud & وتؤيد نتائج Gragg & Baxeter، كما توصلت إليه الدراسات السابقة بينما تكشف دراسة March عن ميل المؤسسات كبيرة الحجم إلى زيادة الاقتراض قصير الأجل. ولعل ذلك يرجع إلى أن المؤسسات كبيرة الحجم يكون لديها قدرة أكبر على خدمة الدين مما يجعلها تميل للاعتماد على القروض بدرجة أكبر، إضافة إلى أنها تستطيع الاقتراض بمعدل فائدة أقل، مما يكون سببا في اعتمادها على الاقتراض بدرجة أكبر عن المؤسسات صغيرة الحجم.¹

2. المردودية والاستدانة:

إن ارتفاع العوائد يتيح للمؤسسة فرص احتجاز الأرباح والتي تلجأ إليها عندما تواجه فرصا استثمارية جديدة، وبهذا تعتمد على الأموال المقترضة بدرجة أقل وهو ما أثبتته الدراسة الميدانية لكل من Titman و Majluf سنة 1984م، Ozkan سنة 2001م، حيث أن إصدار الأسهم الجديدة يرفع من تكاليف الوكالة مما

¹ - الياس بن ساسي - يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، الجزائر، 2006، ص 408.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

يجعل عملية احتجاز الأرباح أكثر جاذبية كمصدر تمويل وبعدها يكون إصدار أسهم جديدة، وعليه ف إن المؤسسة ذات المرودية الاقتصادية المرتفعة والمتوفرة على فرص لاحتجاز أرباحها تعتمد على القروض بدرجة اقل.¹

3. الربحية:

يرصد البعض في الواقع العملي أن المؤسسات التي تتسم بارتفاع معدلات عوائدها على الاستثمار تميل لاستخدام أقل لمصادر الاقتراض، ورغم أنه ليس هناك تبرير نظري لهذه الحقيقة إلا أن أحد التفسيرات العملية لذلك هو أن المؤسسات التي تحقق مستويات أرباح مرتفعة جدا كشركة مايكروسوفت لا تحتاج للجوء إلى التمويل عن طريق الاقتراض في هذه المرحلة، إذ تمكنها أرباحها المرتفعة جدا من أن تخلق مصادر ذاتية للتمويل - مثلة في تدعيم أرصدة أرباحها المحتجزة - تستخدم في تمويل أنشطتها المتنامية.²

4. درجة المخاطرة:

بالرجوع إلى ترتيب عناصر الميزانية العامة وبالأخص جانب الخصوم والأموال الخاصة، نجد أنها ترتب حسب درجة استحقاقها من الأبعد إلى الأقرب، كما يرتبط هذا الترتيب بدرجة المخاطرة لكل مصدر من مصادر التمويل، حيث تزيد درجة المخاطرة في التمويل المقترض عن درجة المخاطرة للتمويل بالأموال الخاصة بسبب عدم إمكان المساهمين من الحصول على أرباح إلا بعد حصول المقرضين على الفوائد، في حالة عدم تمكن المؤسسة من تسديد هذه الفوائد فلن هذا يؤثر على تدني المركز الائتماني للمؤسسة، مما يجعل المقرضين يطالبون بتصفية المؤسسة، الترتيب الائتماني للمؤسسة وقدرتها على الاقتراض يعتمد على نسبة الديون في الهيكل المالي للمؤسسة، ويمكن للمؤسسة من تجنب المخاطر المالية من خلال انتهاج سياسة التنوع في مصادر التمويل.³

ومن هنا يمكن القول أن المخاطر المالية ترتبط بقدرة الشركة على سداد التزاماتها، فكلما زادت المخاطر المالية التي تواجهها الشركة قل اعتمادها على التمويل باستخدام القروض.⁴

¹ - رمضاني فضيلة، مرجع سبق ذكره، ص 85، 84.

² - عاطف وليم اندرواس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص 405.

³ - عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، مرجع سبق ذكره، ص 205.

⁴ - عاطف وليم اندرواس، مرجع سبق ذكره، ص 403.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

5. المرونة المالية أو التمويلية:

تشير المرونة المالية إلى قدرة المؤسسة على تجميع وحشد الأموال بشروط معقولة في ظل الظروف المعاكسة، ويدرك المدراء الماليون بالمؤسسات الكبيرة أهمية وضرورة التمويل المستقر ضمانا لاستقرار عمليات المؤسسة ومن ثم نجاحها، ويدرك المديرون الماليون أيضا صعوبة الحصول على التمويل في الأوقات التي تواجه فيها المؤسسة صعوبات تشغيلية حيث يفضل المقرضون في هذه الحالة إقراض المؤسسات التي تتميز بمتانة مراكزها المالية معبرا عنها بالميزانيات العمومية الخاصة بها، وتأسيسا على ذلك يمكن القول أن كل من احتياجات المؤسسة المتوقعة من التمويل والنتائج المترتبة على القصور في الموارد المالية المتاحة يؤثران بشكل كبير على الهيكل المالي المستهدف فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها، كلما زادت الاحتياجات المستقبلية من الأموال وتفاقت حدة النتائج السلبية نتيجة القصور في الأموال تزداد الحاجة بشكل أكبر لميزانية عمومية تعبر عن مركز مالي أكثر قوة.¹

6. التوقيت:

ويرتبط عامل التوقيت ارتباطا وثيقا بمعامل المرونة عند تحديد أنواع الأموال المستخدمة. فاحد الآثار الهامة لعامل المرونة هو مقدرتنا على الإمساك بالفرص التي ستمكنا من تخفيض مجموع تكلفة أموال الاقتراض والملكية إلى أدنى حد ممكن وكثيرا ما تمكنت المؤسسة من الحصول على وفورات لها أهميتها عن طريق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض والتمويل وخاصة خلال الدورات التجارية. ورغم أهمية عامل التوقيت، إلا أن العوامل الأخرى قد تكون أكثر أهمية، ففي بعض الأوقات تظهر الحاجة إلى الأموال بشكل يجعل من الضروري الحصول عليها حتى ولو كانت تكلفتها مرتفعة نسبيا، وأحيانا قد تتوفر الأموال المقترضة الرخيصة، ومع ذلك لا نستخدمها لتمويل احتياجاتنا المالية الإضافية، نظرا لأنه من الضروري أن نحافظ على توازن سليم بين الاقتراض والملكية، وأحيانا قد يمنعنا الاتفاق المعقود مع حملة السندات الحاليين من استبدال إصدار السندات الذي يحمل سعر فائدة مرتفع بإصدار آخر أقل تكلفة وبالتالي فإن التوقيت عند الحصول على الأموال يحدث داخل حدود يضعها توقيت الاحتياجات المالية، ومدى المرونة اللازمة، والقيود المنصوص عليها في العقود القائمة مع الدائنين والملاك.²

¹ - عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص 403.

² - جميل احمد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 326.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

7. السيطرة والإدارة:

يشير هذا العامل إلى رغبة الملاك الحاليين حملة الأسهم العادية في الحصول على الأموال الإضافية المطلوبة عن طريق الاقتراض أو إصدار أسهم ممتازة، لأن الدائنين والملاك الممتازين ليس لهم الحق في المشاركة في الإدارة طالما أن المؤسسة تفي بالتزاماتها الثابتة اتجاههم، وبذلك فإن سيطرة الملاك الحاليين على الإدارة ستبقى كما هي وهذا إن كان الهدف الرئيسي للملاك هو المحافظة على السيطرة وعدم الرغبة في توسيع قاعدة الملكية، ولكن تعارض عامل السيطرة مع عامل الأمان قد يجعل المنشأة تتخلى عن التمسك بهذا العامل، حيث أن المؤسسة لو توسعت في الاقتراض إلى حد عجزها عن الوفاء بالتزاماتها الثابتة المرتبطة بالدين أو سداد أصل الدين فإن ذلك سيصل بالمؤسسة إلى الإفلاس.¹

الفرع الثاني: العوامل الخارجية

بالنسبة للعوامل الخارجية المؤثرة على قرار التمويل فتمثل فيما يلي:

1. تكلفة الاقتراض:

تعتبر تكلفة الاقتراض من محددات مصادر التمويل فهي تؤثر على نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة. يكون عموماً الاقتراض أقل تكلفة من التمويل الذاتي أو من إصدار أسهم جديدة. إلا أنه يوجد حد أقصى للاقتراض خاص بكل مؤسسة حيث إذا تجاوزت هذا الحد فإنها سوف تتعرض لمخاطر كبيرة وتجعل توازنها المالي مهدد.²

2. هيكل الأموال:

إن طبيعة الأصول الغير جارية للمؤسسة تحكم نوعية التمويل المطلوب، حيث يعتمد الاستثمار في الأصول الغير جارية عموماً على مصادر تمويل طويلة الأجل، تحقيقاً لمبدأ الموازنة والملائمة بين نوع الاستخدام ومصدر تمويله. ولهذا فلتؤسسات ذات نسبة الأصول الغير جارية إلى مجموع الأصول عالية تكون لها القدرة على الاقتراض (درجة رفع مالي عالية) وهذا لا يعتبر أن الأصول الغير جارية بمثابة ضمان عن الأموال المقترضة.

¹ - احمد عبد الله اللحلح - جمال الدين محمد المرسي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2010، ص 257.

² - عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات تمويل المشاريع الصغيرة، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 173.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

تشير عدة دراسات إلى أن المؤسسة التي تحتوي على نسبة مرتفعة من الأصول الغير جارية تميل بقدر كبير إلى استخدام القروض طويلة الأجل ضمن هيكلها المالي وهذا طبقاً لمبدأ التغطية في التمويل، والذي ينص على ضرورة تمويل الأصول الغير جارية بالموارد الدائمة، لذلك فمن المتوقع أن يتبع ارتفاع نسبة الأصول ال غير جارية في هيكل الأصول نسبة الاقتراض، ومن بين الدراسات المدعمة لهذه النتائج، أعمال كل من Majluf و Myers سنة 1984 و Scot.

لكن من جهة أخرى هناك من يرى العكس ، أي أن هناك علاقة عكسية بين نسبة الأصول ال غير جارية لمجموع الأصول ونسبة الاقتراض، حيث كلما زادت نسبة الأصول ال غير الجارية إلى مجموع الأصول زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل لجوؤها إلى القروض.

وهو ما توصل إليه Marsh في دراسته التي كشفت بأن تمويل المقرضين للأصول الغير جارية سوف يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة الأصول هذه في حالة تصفية المؤسسة. تتطابق هذه النتائج مع نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل "POT"، حيث المؤسسات المالكة للأصول الثابتة ذات درجة ضمان أقل تكون أكثر حساسية لظاهرة عدم التناظر في المعلومات، وبهذا تستعمل القروض التي تمثل نمط تمويل أقل حساسية لعدم التناظر في المعلومات مقارنة بالأسهم، إلا أنه في واقعنا اليوم توجد علاقة طردية بين الضمانات المقدمة من قبل المؤسسة ومستوى الاقتراض. يعود هذا لسببين، فعامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقللة رأس المال (غير مساهمة في البورصة) تمويلها يكون في الغالب عن طريق القروض البنكية التي تفرض عليها تقديم ضمانات عالية، والسبب الثاني النظام البنكي الذي يتكون في غالبيته من بنوك عمومية لا يمنح قروض من دون ضمانات.¹

3. الموقف الضريبي للمؤسسة:

من بين الأسباب الأساسية التي تدفع المؤسسة للتمويل عن طريق القروض استفادتها من ميزة ضريبية ناتجة عن خصم مدفوعات الفوائد من الربح، حيث تعتبر الفوائد من التكاليف الواجبة الخصم قبل تحديد الربح الخاضع للضريبة، وهو ما يسمح بخفض عبء الضرائب على المؤسسة، غير أنه في بعض الأحيان قد يعفى دخل الشركة من الضرائب أو قد تمنح الشركة حوافز ضريبية تخفف من عبء الضريبة، بينما يؤدي الإعفاء الضريبي والاستفادة من

¹ - رمضاني فضيلة، مرجع سبق ذكره، ص 86.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

الحوافز الضريبية إلى فقدان الاقتراض كمصدر للتمويل، لأحد مزاياه الأساسية التي تنشأ أ في حالة ارتفاع الأعباء الضريبية.¹

4. معدل نمو المبيعات:

يعد ارتفاع معدل نمو المبيعات أحد المؤشرات الدالة على أداء المؤسسة في أغلب الأحيان (أول مصادر لإنشاء القيمة)، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمها ومنه ارتفاع أسعارها، وهو دليل على إنشاء القيمة وانخفاض معدل المردودية المطلوب، هذا من جهة ومن جهة أخرى يمكن النظر من خلال العلاقة بين BFRE ومعدل النمو، وزيادة الاحتياجات التشغيلية يتطلب اللجوء عادة إلى الاستدانة البنكية قصيرة الأجل، أما وفقاً للنظريات الحديثة ترى كل من نظرية تكلفة الإفلاس ونظرية تكلفة الوكالة أن هناك علاقة عكسية بين معدل النمو ومعدل الاقتراض، بينما نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل POT لا تتفق معها.²

المطلب الثالث: السياسات التمويلية للمؤسسة

يمكن للمؤسسة أن تنتهج ثلاث سياسات في طريقها لتمويل استخداماتها، حيث يمكن أن تنتهج السياسة التمويلية المتحفظة أو السياسة المعتدلة أو يمكنها إتباع السياسة المغامرة، ويترتب إتباع أي سياسة من هذه السياسات درجات متفاوتة في المخاطرة والعائد.

الفرع الأول: سياسة التمويل المعتدلة (المقابلة)

إن أساس هذه السياسة هو مبدأ متعارف عليه في الفكر المالي يسمى بمبدأ التغطية، بمعنى أن كل موجود داخل الشركة يمول بمصدر تمويل يتلاءم مع طول الحاجة إليه.³ حسب هذه السياسة تقوم المؤسسة بجعل فترة استحقاق متطلباتها يتطابق مع فترة أو أجال أصولها، وتقتضي هذه السياسة أن تقوم المؤسسة بتمويل أصولها ال غير جارية والجزء الدائم من أصولها الجارية بمصادر تمويل طويلة

¹ - عاطف وليم اندرواس، مرجع سبق ذكره، ص 402.

² - الياس بن ساسي - يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 412.

³ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2004، ص 356.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

الأجل، أما الجزء الموسمي من الأصول الجارية فيتم تمويله عن طريق الاقتراض قصير الأجل ، إن إتباع هذه السياسة يجعل خطر التمويل الذي تتحمله المؤسسة مقبولا مع المحافظة على ربحية مقبولة.¹

وبالتالي فإلن مبدأ التغطية يبرز نقطة هامة، وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل قصيرة الأجل ومصادر التمويل طويلة الأجل يتوقف على هيكل الأصول الجارية، فتطبيقا لمبدأ التغطية كلما زادت الأصول الجارية المؤقتة كلما زاد الاعتماد على الخصوم الجارية (مصادر قصيرة الأجل) في التمويل .

فمن غير المنطقي أن تمويل المؤسسة الاستثمارات قصيرة الأجل والمتقلبة أساسا بمصادر تمويل طويلة الأجل وان تم ذلك فانه يعني أن تتحمل المؤسسة تكاليف إضافية ممثلة بمدفوعات الفوائد الإضافية لأموال ليس هناك حاجة لها، الأمر الذي يترك آثار سلبية على مستوى ربحية المؤسسة .

ورغم سلامة وصراحة هذه السياسة من ناحية تأثيرها على ربحية المؤسسة ، إلا أن هذه السياسة تتجاهل مدى ميل إدارة المؤسسة لتحمل المخاطر ، ونلخص من ذلك أن مضمون هذه السياسة يقلل من خطر التمويل الذي قد تتعرض له المؤسسة في حدود مقبولة، كما أنه يضمن عائدا مقبولا ويحافظ على ربحية معتدلة.²

الفرع الثاني: سياسة تمويل المتحفظة

إن أكثر استراتيجيات التمويل محافظة التي تتبعها المؤسسة يجب أن تكون مبنية على تمويل جميع متطلباتها المقترحة من الأموال عن طريق الأموال طويلة الأجل، واستخدام التمويل قصير الأجل في الحالات الطارئة أو في حالة التدفقات النقدية الخارجية غير المتوقعة ، وهنأيصعب التخييل كيف يمكن تطبيق هذه السياسة وذلك لأن استخدام أدوات التمويل قصيرة الأجل، مثل الذمم الدائنة والمستحقات، عمليا أمر لا بد منه، وفي توضيح هذه السياسة، فإلن التمويل قصير الأجل عن طريق الذمم الدائنة والمستحقات سيتم تجاهله.³

ولهذا فإلن هذه السياسة تعتبر متحفظة لأن الإدارة المالية تسعى إلى تمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة بمصادر تمويل قصيرة الأجل، وهذا التصرف يعني انخفاض حجم الالتزامات المستحقة على المؤسسة مما يعني تعزيز لسيولتها، ويساعد هذا النمط التمويلي أيضا في الحصول على مصادر التمويل طويلة الأجل في الأوقات المناسبة عندما تنخفض كلفتها، ومن جانب آخر فإن الاعتماد على مصادر التمويل طويل الأجل لتعويض الانخفاض في

¹ - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد، الأردن، 2010، ص 343.

² - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 358.

³ - فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 346.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

حجم الخصوم الجارية، من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض معدل العائد على الاستثمار، نظراً لأن تكلفة التمويل طويلة الأجل تفوق تكلفة التمويل قصير الأجل.¹

وعموماً فإن درجة المخاطرة في هذه السياسة سوف تكون بحدودها الدنيا إلا أن عائد الشركة سوف يكون أيضاً منخفض بسبب الارتفاع في تكاليف القروض طويلة الأجل بمعنى آخر فإن هذه السياسة سوف تخفض العائد وتخفض المخاطر.²

الفرع الثالث: سياسة التمويل المغامرة (الجريئة)

إذا ما تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة فإنها ستلجأ إلى اعتماد مصادر التمويل قصير الأجل إلى حد استخدامه في تمويل جزء من الأصول غير جارية، وذلك أملاً في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر.³

ومن ناحية أخرى، فإن زيادة درجة الاعتماد على الخصوم الجارية لتعويض الانخفاض في درجة الاعتماد على الخصوم غير الجارية وحقوق الملكية، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة العائد، نظراً لانخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل. باختصار، تؤدي السياسة الجريئة إلى زيادة المخاطر وزيادة العائد أيضاً.⁴

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 198.

² - حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 193.

³ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 210.

⁴ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، نفس المرجع، ص 210.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

المبحث الثاني: الدورات المالية في المؤسسة

تتميز سريرة نشاط المؤسسة بتكرار العمليات التي تدخل في هذا النشاط والذي يمكن تحليله من خلال ثلاث دورات رئيسية: دورة الاستثمار، دورة التمويل، دورة الاستغلال.

المطلب الأول: دورة الاستثمار

سنناول في هذا المطلب مفهوم الاستثمارات وتصنيفها.

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار

إن مدلول الاستثمار معقد وغير محدد حيث تختلف مفاهيمه من الناحية الاقتصادية عن المالية والمحاسبية.

1. من وجهة النظر الاقتصادية:

الاستثمار هو كل تضحية بموارد حالية مؤكدة بأمل الحصول على إيرادات مستقبلية غير مؤكدة تفوق السنة.

2. من وجهة النظر المحاسبية:

الاستثمار هو مجموع الأصول المادية وغير المادية (المعنوية) التي تحصل عليها المؤسسة حيازة أو من خلال إنتاجها بنفسها وموجهة للبقاء في المؤسسة على حالتها لمدة طويلة.

3. من وجهة النظر المالية:

يعتبر استثمارا كل نفقة تدّر مداخيل أو توفر تكاليف على مدى أكبر من سنة.

وعموما يعرف الاستثمار على أنه كل تضحية بموارد حالية بأمل الحصول على إيرادات مستقبلية تفوق سنة واحدة، وبالتالي يعتبر القرار الاستثماري أهم وأصعب القرارات التي تتخذها الإدارة داخل المؤسسة.

تتمثل دورة الاستثمار في تزويد المؤسسة بمختلف تجهيزات الإنتاج والاستثمارات الضرورية لممارسة مختلف الأنشطة، وهذا بعد دراسة جدوى كل استثمار والمفاضلة بين مجموع البدائل المتاحة واختيار البديل الأمثل الذي يحقق الفعالية والمردودية الاقتصادية.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

فالمؤسسة تتخذ قرار الاستثمار في لحظة معينة، ويرافق هذا القرار تدفق نقدي يمثل تكلفة الاستثمار، حيث ينتج عنه تدفقات نقدية صافية على طول مدة حياة الاستثمار.

تأخذ دورة الاستثمار عدة مراحل تتمثل في:¹

المرحلة الأولى: حيازة الاستثمار

من خلال شراء احتياجات المؤسسة من التجهيزات والمعدات، وينتج عنها نفقة الاستثمار والمتمثلة في تكلفة الشراء ومختلف المصاريف الملحقمة بعملية الشراء بالإضافة إلى المصاريف الإعدادية.

المرحلة الثانية: التنازل عن الاستثمار

إن نهاية العمر الافتراضي للاستثمار من جهة وعدم كفاية الأموال الخاصة للمؤسسة من جهة أخرى، يؤدي بها إلى التنازل عن بعض الاستثمارات.

الفرع الثاني: تصنيف الاستثمارات

هناك عدة تصنيفات للاستثمارات منها:²

1. التصنيف حسب طبيعة الاستثمار:

- ✓ استثمارات مادية: الاستثمارات الصناعية والتجارية.
- ✓ استثمارات غير مادية (معنوية): (شهرة المحل، نفقات البحث والتكوين... الخ.
- ✓ استثمارات مالية: حافظة الأوراق المالية.

2. التصنيف حسب وجهة تخصصها:

- ✓ استثمارات التوسع: تهدف إلى زيادة ومضاعفة إمكانيات الإنتاج والتوزيع.
- ✓ استثمارات التجديد: تهدف إلى المحافظة على إمكانيات وقدرات المؤسسة.
- ✓ استثمارات التحديث أو العصرية: تهدف إلى ضمان مواكبة المؤسسة للتكنولوجيا.
- ✓ الاستثمارات الإنتاجية: تهدف للتحكم في تكاليف الإنتاج.

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 79.

² - شيحة خميسي، التسيير المالي للمؤسسة (دروس وتمارين)، دار هومة، الجزائر، 2010، ص ص 137، 138.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

3. التصنيف حسب الاستراتيجية:

- ✓ الاستثمارات الهجومية: تمكن المؤسسة من الحصول على حصص سوقية والتمركز في السوق.
- ✓ الاستثمارات الدفاعية: تسمح للمؤسسة للحفاظ على مركزها التنافسي في السوق.
- ✓ استثمارات التنويع: وتخص ميدان نشاط المؤسسة.

المطلب الثاني: دورة الاستغلال

سنتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم دورة الاستغلال ومراحلها.

الفرع الأول: مفهوم دورة الاستغلال

دورة الاستغلال هي دورة ناتجة عن دورة الاستثمار، إذ هي عبارة عن حصول المؤسسة على أصول مؤقتة سريعة أو متوسطة الحركة عبر الزمن. تبدأ دورة الاستغلال بعملية شراء المواد الأولية وتنتهي بعملية بيع المنتجات وتحصيل المبيعات.

تشمل نشاطات الاستغلال كل العمليات التي تقوم بها المؤسسة على المدى القصير، التي لا تتعدى في الغالب سنة، وتتميز هذه النشاطات بتكررها باستمرار أثناء عملية الإنتاج. تعبر وظيفة الاستغلال عن النشاط الرئيسي للمؤسسة وتحدد طبيعتها.

الفرع الثاني: مراحل دورة الاستغلال

تتحقق دورة الاستغلال من خلال عدة مراحل:

1. مرحلة التمويل:

تعتبر هذه المرحلة كمقدمة لنشاط المؤسسة، فهي تعمل على تزويدها بالمدخلات المادية الضرورية للنشاط من مواد أولية، مستلزمات الإنتاج، الطاقة،... إلخ، تتحقق هذه العملية من خلال علاقة المؤسسة بمورديها وبناء على قوتها التفاوضية التي تزداد كلما كبر حجمها، مما يجعلها تتحكم بشكل كبير في أسعار المواد، البضائع ومختلف المدخلات.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

2. مرحلة التخزين القبلي:

يجعل عدم التأكد من محيط المؤسسة من خلال تذبذب الأسعار وانقطاعات التوريد المحتملة، التخزين مصدر أمان يحمي المؤسسة من مخاطر محتملة من المحيط القبلي (الموردون).

كما أنه أحيانا ما تندفع المؤسسة إلى شراء كميات كبيرة من المواد الأولية تفوق احتياجاتها العادية وهذا بدافع الضغط على المورد لتدنية أسعار الشراء، هذا من جهة، والذي لا يكون إلا بامتلاك المؤسسة لقدرات تخزين مهمة، أو لتلبية الطلبات الكبيرة المحتملة من العملاء (الزبائن)، هذا من جهة أخرى، و تندفع المؤسسة هنا إلى استراتيجية التخزين للتقليل من مخاطر الانقطاعات والأزمات المحتملة.

يعتبر التخزين ضرورة اقتصادية ملحة، إلا أن سوء تسييره يؤدي لتجميد السيولة المالية وارتفاع التكاليف الثابتة المتعلقة بالتخزين التي بدورها تؤثر على الخزينة.

3. مرحلة الإنتاج:

تشمل مرحلة الإنتاج عملية تحويل المدخلات المادية إلى منتجات ذات قيمة استعمالية والمتمثلة في المنتجات الموجهة للبيع في شكل منتجات تامة أو نصف مصنعة ... إلخ. خلال هذه المرحلة تتحمل المؤسسة تكاليف الإنتاج وتشكل فيها التكاليف المباشرة الجزء الأكبر، كما تعتبر مدة الإنتاج مهمة، إذ ينجم عنها احتياجات مالية ناتجة عن تجميد المدخلات المادية في شكل منتجات نصف مصنعة أو منتجات قيد التصنيع. كلما قلت هذه المدة انعكس على مستوى التكاليف الثابتة وأثر إيجاباً على النتيجة وعلى مستوى الاحتياجات المالية، وبالتالي تحسين السيولة.

4. مرحلة التخزين البعدي:

بعد انتهاء عملية التصنيع توجه المنتجات إما للبيع مباشرة أو التحويل للتخزين (التخزين البعدي)، وهذا لمواجهة احتياجات العملاء وتجنب مخاطر توقف الإنتاج لأسباب داخلية أو خارجية والتحكم في الأسعار، حيث إذا أرادت المؤسسة رفع الأسعار تلجأ إلى التخزين وتقليل العرض وإذا أرادت العكس أي تخفيض الأسعار فإنها تلجأ إلى زيادة العرض.

5. مرحلة البيع والتحصيل:

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

تمثل مرحلة البيع المرحلة التسويقية التي تتم فيها عمليات البيع، التوزيع، النقل، التسليم ومختلف النشاطات التسويقية كالتسويق، الترويج، الإشهار وخدمات ما بعد البيع. يتوقف نجاح هذه المرحلة على نجاح المراحل السابقة وخلال هذه المرحلة تتحمل المؤسسة تكاليف التوزيع والنقل والإشهار...إلخ.

تأتي عملية التحصيل بعد عملية التسويق، وحتى تستقطب المؤسسة عدد أ كبر من العملاء تمنح لبعض عملائها خصوصيات تجارية وتخفيضات في السعر وتمديد لأجال الدفع. غير أن هذا يحمل المؤسسة تجميد للسيولة المالية في شكل قروض للعملاء خلال هذه الفترة والتي تنتهي بأجل التسديد حيث تتلقى المؤسسة فيه مستحقاتها المالية.

يشكل الفرق الزمني بين مختلف المراحل السابقة الذكر، احتياجات مالية يستوجب عندها البحث عن موارد مالية لتغطيتها خلال تلك الفترات، وطبيعة نشاطات الاستغلال المتكررة والقصيرة زمنيا يجعلها تحتاج لنوع معين من التمويل يتلاءم معها.¹

المطلب الثالث: دورة التمويل

سننظر في هذا المطلب إلى مفهوم التمويل ودورة التمويل.

الفرع الأول: مفهوم التمويل

التمويل هو تلك القرارات المالية الرئيسية المتعلقة بالاستثمارات الرأسمالية والمصادر المالية لتمويل هذه الاستثمارات داخلية كانت أو خارجية، وذلك بهدف تعظيم العائد على حق الملكية.²

الفرع الثاني: مفهوم دورة التمويل

دورة التمويل موجودة في دورة الاستغلال ودورة الاستثمار، حيث تتداخل الدورات الثلاثة فيما بينها، إذ يتمثل دور التمويل عموما في تغطية الاحتياجات المالية للنشاط سواء كانت متعلقة بالاستثمار أو الاستغلال أو بالوظيفة المالية نفسها أو بالخزينة الإجمالية للمؤسسة.³

¹ - فضيلة رضاني، مرجع سبق ذكره، ص 17.

² - عبد الغفار الحنفي، الإدارة المالية المعاصرة، المكتب العربي الحديث، جامعة الإسكندرية، مصر، 1993م، ص 396.

³ - Gérard Charreau, **Gestion financière**, 4^{em} édition, édition Litec, Paris, 1993, p 24.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

بمعنى آخر فإن دورة التمويل هي من تضمن وتعطي الاحتياجات المالية لدورتي الاستغلال والاستثمار وهذا بتوفير موارد مالية داخلية أو خارجية، طويلة أو قصيرة الأجل، وفي المقابل فإن الأرباح والعوائد المتأتية من الروتين هي من يتم خلالها تسديد الالتزامات المتأتية من دورة التمويل (تسديد أصل القرض وفوائده، تسديد فوائد السنوات، مكافأة المساهمين... الخ).

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

المبحث الثالث: مصادر تمويل المؤسسة

تستطيع المؤسسة أن تستفيد من نوعين من التمويل: تمويل داخلي و تمويل خارجي، إذ تعمل على تغطية احتياجاتها المالية من مواردها الداخلية وفي حالة عدم كفاية هذه الأموال تلجأ إلى التمويل الخارجي الذي يكون إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. وفي هذا المبحث سوف نتطرق إلى هذه المصادر.

المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلية

يمثل التمويل الداخلي مجموع الموارد المالية التي تحصل عليها المؤسسة من عملياتها الجارية من دون اللجوء إلى مصادر خارجية.

الفرع الأول: التمويل الذاتي

1. تعريف التمويل الذاتي:

➤ يعرف التمويل الذاتي بالفائض النقدي المتولد عن نشاط المؤسسة للاستغلال والذي يبقى بحوزتها بصفة دائمة نوعاً ما، حيث يمثل الادخار الداخلي المسجل بواسطة نشاط المؤسسة والموجه لتمويل استثماراتها حسب عدة أشكال (الاستثمارات التعويضية، استثمارات النمو... الخ)، أو لتغذية وإثراء الأموال الخاصة.¹

➤ " يعرف التمويل الذاتي على أنه الآلة التي تسمح بتحويل الطاقة إلى عمل. يتعلق التمويل الذاتي بجزء من الموارد الكامنة Potentielles للمؤسسة لدورة معينة، حيث يخصص لتمويل استثماراتها فيحسب بالعلاقة التالية:

$$AF = CAF - DD$$

حيث:

AF: التمويل الذاتي هو الفرق بين القدرة على التمويل الذاتي CAF والتوزيعات المدفوعة DD.

تتمثل القدرة على التمويل الذاتي CAF في النتيجة التي يمكن أن تتحول إلى خزينة في أي لحظة زمنية ما عند انعدام التباعد الزمني بين النواتج والتحصيلات من جهة، والتكاليف والنفقات من جهة أخرى (BFR = 0).

¹ - خميسي شيحة، مرجع سبق ذكره، ص 93.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

وتحسب بالعلاقة الآتية:

$$CAF = R \text{ net} + DAM \pm PV/MV$$

حيث:

CAF: القدرة على التمويل الذاتي.

R net: النتيجة الصافية.

DAM: الاهتلاكات والمؤونات.

PV/MV: فائض القيمة/ نقصان القيمة.

تسمى هذه الطريقة لحساب القدرة على التمويل الذاتي بالطريقة غير المباشرة (طريقة الحج مع) وهناك طريقة مباشرة (طريقة الطرح)، يتم عن طريقها حساب CAF كما يلي:

$$CAF = EBE - F.F.Net + S.O.E - IBS$$

حيث:

EBE: الفائض الإجمالي للاستغلال.

F.F.Net: المصاريف المالية الصافية.

S.O.E: رصيد العمليات الاستثنائية التي لها تأثير على الخزينة. IBS: الضرائب على أرباح الشركات".¹

2. أنواع التمويل الذاتي:

ينقسم التمويل الذاتي إلى نوعين التمويل الذاتي الإجمالي والتمويل الذاتي الصافي:²

¹ - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، الجزائر، 2009/2008، ص ص65،64.

² - خميسي شيحة، مرجع سبق ذكره، ص 86.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

1.2. التمويل الذاتي الإجمالي:

يتمثل التمويل الذاتي الإجمالي في رصيد الطاقة التمويلية الذاتية بعد تسديد قسط أرباح الأسهم العادية للمساهمين.

التمويل الذاتي الإجمالي = طاقة التمويل الذاتي (ن) - أرباح الأسهم المدفوعة خلال الدورة (ن) (المتعلقة بنتائج الدورة ن-1).

2.2. التمويل الذاتي الصافي:

يُحتمل التمويل الذاتي الصافي في التمويل الذاتي الإجمالي مطروحا منه التمويل الذاتي للبقاء (Maintien)، أي:

التمويل الذاتي الصافي = التمويل الذاتي الإجمالي - مخصصات الاهتلاكات والمؤونات للدورة.

أما مؤشر التمويل الذاتي فيسمح بقياس نسبة التمويل الذاتي المتولدة عن الأموال الخاصة.

$$\frac{\text{التمويل الذاتي الصافي}}{\text{الأموال}} = \text{نسبة التمويل الذاتي}$$

3. مستويات ترتيب التمويل الذاتي:

لتحديد التمويل الذاتي المراد تحقيقه من طرف المؤسسة، يستحسن معرفة اتجاهات السوق وكذا نوايا مسؤولي المؤسسة من أجل تحديد ما إذا كان هناك تقدير حالة تنمية أو انسحاب فوري من السوق، تسمح هذه المعلومات بتحديد مستوى الاحتياجات حسب تطور مستوى الإنتاج (الانخفاض، الحفاظ على المستوى الحالي، التنمية).
تدفع هذه الفرضيات المؤسسة إلى تحديد ثلاث أنواع ممكنة لاحتياجات التمويل الذاتي:¹

¹ - خميسي شيحة، مرجع سبق ذكره، ص ص 93،94.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

1.3. التمويل الذاتي الأدنى:

يخص هذا النوع من التمويل المؤسسات التي تشتغل داخل سوق يمتاز بتراجع مستمر، وتتمنى الانسحاب منه بصفة تدريجية، في هذه الحالة يصل التمويل الذاتي إلى حده الأدنى بسبب توزيع كل الأرباح، ويبقى مشكلا إلا من مخصصات الاهتلاكات.

$$\text{التمويل الذاتي الأدنى} = \text{مخصصات الاهتلاكات}$$

2.3. التمويل الذاتي للبقاء:

يخص هذا النوع من التمويل الذاتي المؤسسات التي ترغب في الاحتفاظ بمستوى ثابت للإنتاج بسبب استقرار السوق، أو عدم الشروع في تجاوز المستوى المطلوب، في هذه الحالة يتمثل التمويل الذاتي في الاهتلاكات مضافا إليها مبلغ تعويض التآكل النقدي بسبب ارتفاع أسعار الاستثمارات اللازمة.

$$\text{التمويل الذاتي للبقاء} = \text{مخصصات الاهتلاكات} + \text{تعويض الخسارة الناجمة عن التآكل النقدي.}$$

3.3. التمويل الذاتي للنمو:

يخص المؤسسات التي ترغب في الزيادة في طاقتها الإنتاجية والحصول على قسط هام من السوق، ويتمثل هذا النوع من التمويل الذاتي في التمويل الذاتي للبقاء مضافا إليه قسط التنمية المرغوب فيه.

$$\text{التمويل الذاتي للنمو} = \text{التمويل الذاتي للبقاء} + \text{قسط التنمية المرغوب فيه.}$$

4. مكونات التمويل الذاتي:

يتكون التمويل الذاتي من العناصر التالية:¹

1.4. الاحتياطات: هي عبارة عن مبالغ مالية غير مستحقة، تكون تحت تصرف المؤسسة ويتم تكوينها لمواجهة المخاطر المحتملة الوقوع وتنقسم حسب النظام المحاسبي المالي إلى: احتياطات قانونية، احتياطات أساسية، احتياطات عادية، احتياطات مقننة.

¹ - فضيلة رمضاني، مرجع سبق ذكره، ص ص 20،21.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

2.4. الاهتلاكات: تعرف على أنها تدهور في قيمة الأصول الغير جارية المادية من أجل استرجاع أو تجديد الأموال المستثمرة خلال فترة زمنية تتوافق مع مدة حياة الأصل . للاهتلاك أنواع تتمثل في: الاهتلاك المتناقص، الاهتلاك المتزايد، الاهتلاك الخطي الثابت، وهو الأكثر استعمالا.

3.4. المؤونات: هي مبالغ تكونها المؤسسة لمقابلة الانخفاض غير العادي في قيمة الأصول وكذا مواجهة الخسائر والأخطار المحتمل وقوعها.

4.4. الأرباح غير الموزعة (الأرباح المحتجزة): هي جزء من الإيرادات الحالية التي لا توزع على حملة الأسهم العادية وتحتفظ بها المؤسسة قصد استثمارها. كما تعرف أيضا على أنها ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع، الذي حققته المؤسسة من ممارسة من أجل النمو والتوسع، حيث المبلغ الموزع يرتبط ارتباطا مباشرا بسياسة توزيع الأرباح التي تتبعها المؤسسة وبالتالي فهي تحدد الجزء الأكبر الذي سيوزع على المساهمين وأيضا الجزء الذي سيحتجز.

من خلال عناصر التمويل الذاتي سابقة الذكر نتوصل لأهم عنصر في التمويل الذاتي وهو القدرة على التمويل الذاتي (طاقة التمويل الذاتي) والتي تعتبر المورد الأساسي، حيث تعرف على أنها الفائض المالي المتحصل عليه بعد استكمال التزامات المؤسسة، فهو يسمح لها بتمويل مشاريعها الاستثمارية من أموالها الذاتية.

5. مزايا وعيوب التمويل الذاتي:

للتمويل الذاتي مزايا وعيوب متعددة نذكر منها:¹

1.5. مزايا التمويل الذاتي:

- ✓ يحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة إذ لا يوجد رقابة للدائنين عليه.
- ✓ يجنب التمويل الذاتي المؤسسة تحمل أعباء تعاقدية مثل دفع الفوائد وتسديد الديون عند اللجوء إلى الاستدانة كمصدر تمويل.

¹ - زغود تير، محددات سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية- دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2009م، ص ص 19،20.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

✓ يفتح المجال للاستدانة إذ يعتبر التمويل الذاتي الركيزة الأساسية لإعداد مخطط تمويل وذلك لأن الوسطاء الماليين لا يمنحون الاعتمادات المالية إلا عند مستوى تمويل ذاتي يضمن قدرة المؤسسة على السداد ويحقق الفعالية الاقتصادية للنشاط.

✓ يساهم في استبعاد المخاطر المتعلقة بالبيئة المالية كالتوقف عن الدفع ومخاطر العسر المالي.

✓ تشجيع الدولة بواسطة التخفيض الجبائي.

✓ يعتبر المصدر التمويلي بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك بالنظر إلى الصعوبة وإن لم يكن استحالة حصولها على أموال من مصادر خارجية.

2.5. عيوب التمويل الذاتي:

✓ قد يؤدي إلى فقدان اهتمام المساهمين بالمؤسسة نتيجة لتراجع الأرباح الموزعة.

✓ يكون التمويل الذاتي في بعض الأحيان غير كافي لتمويل كل الاحتياجات التمويلية للمؤسسة وبالتالي

فلاعتماد الكلي عليه قصد تحقيق عملية النمو المستقبلي تكون بشكل بطيء، ومن ثم عدم التمكن من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة والمرحجة بسبب هذا النوع من التمويل.

✓ نمط التمويل "غير مكلف" يمكن أن ينتج عنه استثمارات ذات مردودية ضعيفة.

الفرع الثاني: التنازل على الأصول

أحيانا لا يكفي المؤسسة استعمال أموالها الخاصة فقط، فتلجأ إلى التنازل عن بعض استثماراتها قديمة

الاستعمال أو بيع جزء من الأوراق سهلة التداول كالسندات، الكفالات المدفوعة، أو تخفيض بعض عناصر

الأصول المتداولة كالمخزونات مثلا من أجل تقوية رأسمالها أو تغطية احتياجاتها التمويلية، لكن يجب أن يكون هذا في ظروف تخدم مصالح المؤسسة.

ويعود تنازل المؤسسة عن أصولها إلى:

➤ نهاية العمر الافتراضي للاستثمار أي اهتلاكه محاسبيا حيث تقوم المؤسسة ببيعه بمقابل مادي يعرف بسعر

التنازل، وهو الذي يعتبر إيرادا خارج الاستغلال يعزز النتيجة المحاسبية للمؤسسة.

➤ تجديد الأصول الغير جارية وهذا يقتضي بيع الآلات القديمة.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

➤ قد تواجه المؤسسة ظروفًا مالية صعبة أو حالات عجز في الخزينة، مما يضطر بها في بعض الأحيان إلى التنازل عن جزء من استثماراتها من أجل تقليص احتياجاتها المالية أو بغية انعاش الخزينة، حيث ينتج عن هذا التنازل حصول المؤسسة على سيولة مالية تؤدي إلى رفع الموارد وتخفيض الاستخدامات.

➤ كذلك الحاجة للحصول على رأسمال إضافي، يؤدي بالمؤسسة إلى التنازل عن إحدى الأصول الغير جارية التي تكون غير ضرورية لنشاطها.

المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجي المباشر

تعتبر مصادر التمويل الخارجي مكمل للتمويل الداخلي، بحيث تعمل على تغطية النقص المسجل في الاحتياجات المالية للمؤسسة. نميز بين نوعين من مصادر التمويل الخارجي: التمويل الخارجي المباشر والتمويل الخارجي غير المباشر، ويكون التمويل الخارجي المباشر من خلال إصدار الأسهم والسندات أما التمويل الخارجي غير المباشر يتمثل في المديونية وسوف نتطرق إليه في المطلب الثالث.

الفرع الأول: التمويل بالأسهم

الأسهم ورأس المال تعبيران لهما نفس الدلالة في مؤسسات المساهمة فقد جيء بالأسهم كأداة مالية توفر رأس المال للمشاريع الكبرى المحتاجة إلى أموال كبيرة، لا يمكن توفيرها إلا باللجوء إلى عدد كبير من المستثمرين، ولا يمكن الوصول إلى هذا العدد الكبير إلا بتكوين شركة أموال تصدر الأسهم كشهادة ملكية للراغبين في الاستثمار في المشروع، والأسهم أو رأس المال موجه لشراء أصول المؤسسة المعمرة المحتاجة إلى تمويل طويل الأجل، ومن هنا نقول أنها أداة تمويل طويلة الأجل، وبعبارة أخرى فإن الأسهم من أهم الأدوات التي تزود المؤسسة بالأموال طويلة الأجل لأنها أموال الملاك.

قد شاع استخدام الأسهم في معظم البلدان، حيث نجد اليوم أن لكل مؤسسة - ما عدا الخاصة - حق قانوني لإصدار الأسهم بعد التأسيس لتوفير المال اللازم لأكثر عدد من الملاك.¹

ومن خلال تقسيم الأسهم حسب حق الملكية وكيفية تداولها نجد:²

¹ - سلمان أبو صباحا، الإدارة المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع بالتعاون مع جامعة القدس المفتوحة، 2009م، ص 339-338.

² - محمد سعيد عبد الهادي، الاستثمار والتمويل التحليل المالي والأسواق المالية الدولية، دار الحامد، الأردن، 2008م، ص 219.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

➤ **أسهم اسمية:** المقصود بها الأسهم التي يسجل اسم حاملها على وجه الصك، ويمكن لمالك هذا السهم أن يبيعه لمستثمر آخر، وفي هذه الحالة يسجل اسم المالك الجديد على ظهر الصك في جدول خاص يسمى جدول التنازلات، وفي نفس الوقت يسجل اسم المشتري في دفاتر الم مؤسسة ويوقع من طرف أعضاء مجلس إدارة المؤسسة على التنازل.

➤ **أسهم لحاملها:** هي صك تصدره الشركة ويتداول بين المستثمرين وبدون كتابة اسم المالك على وجه الصك بل تنقل الملكية بمجرد الحيازة الفعلية للسهم ولذا لا يجوز إصدار اسم لحامله إلا إذا كانت القيمة مدفوعة بالكامل.

أما بالنسبة لتقسيم الأسهم حسب ما يخوله الحق من امتيازات نجد: الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

1. التمويل للأسهم العادية:

1.1. مفهوم الأسهم العادية:

وهي وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، أي أنها أبدية على طول عمر الم مؤسسة ولا تلتزم بتوزيع (أرباح ثابتة)، وتحسب قيمة وعدد الأسهم المصدرة بعد تقدير حجم الأموال المستثمرة، وبعد ذلك يتم تحديد كيفية إصدار الأسهم وسعر الإصدار، ويعتبر التمويل للأسهم العادية وسيلة تمويل رئيسية من مصادر التمويل طويلة الأجل بالنسبة للشركات المساهمة العامة، لأن استخدام هذه الطريقة في التمويل سوف لا تحمل المؤسسة أي تكلفة لتتزم بها اتجاه الغير مقابل استخدام الأموال إلا في حالة تحقيق الربح واتخاذ قرار بالتوزيع على المساهمين، ويتمتع حملة الأسهم العادية بحق التصويت عند انتخاب مجلس الإدارة وحق المشاركة في الأرباح التي يتقرر توزيعها، إضافة إلى نصيبه من أصول المؤسسة عند التصفية وحق الأولوية في الاكتتاب عند إصدار أسهم جديدة لغرض المحافظة على نسبة ملكيتهم في المؤسسة.¹

وتصدر الأسهم عادة عند تأسيس المؤسسات (إصدار واكتتاب عام)، ولكن قد يلجأ إلى إصدار الأسهم في مراحل أخرى لزيادة رأسمالها المكتتب به وعادة تكون على مرحلة واحدة نتيجة لبعض القوانين والأعراف المحاسبية ومرحلة التطور الاقتصادي والتاريخي التي تمر بها المؤسسة.

¹ - دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009م، ص ص 119:118.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

2.1. قيم الأسهم العادية:

تتكون لدينا عدة قيم للسهم الواحد وهي:¹

✓ **القيمة الاسمية:** يقصد بالقيمة الاسمية هي تلك القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة وقوانينها وأنظمتها الداخلية، وتظهر هذه القيمة عادة على قسيمة السهم نفسه عند شراء السهم في السوق المالي أو إصدارها شهادة إثبات ملكية السهم أو الأسهم في الشركة، وتحدد بعض القوانين حد أدنى للقيمة الاسمية للسهم، وهي تختلف عن القيمة السوقية لأسباب متعددة نذكرها لاحقاً والقيمة الاسمية ليس لها أية قيمة اقتصادية من وجهة نظر المستثمرين لأنها تخضع لقرارات سياسية تاريخية، ويعتمد على القيمة الاسمية في تحديد نسبة الربح الموزع إلى مالكي الأسهم العادية.

✓ **القيمة الدفترية:** هي تلك القيمة التي تعكسها سجلات الشركة المحاسبية وتمثل مجموع رأس المال المساهم به والاحتياطات والأرباح غير الموزعة، ويتم احتسابها بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة، وتعكس قيمة ما قدمه المساهم لتمويل استثمارات المؤسسة مقابل كل سهم من أسهم المؤسسة وتحسب كما يلي:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = (\text{حقوق الملكية} - \text{الأسهم الممتازة}) \div \text{الأسهم المصدرة}.$$

✓ **قيمة الإصدار:** وهي تلك القيمة التي يتم بموجبها تحديد سعر إصدار السهم وبيعه في السوق المالي، وبالنسبة للشركات القائمة الحالية يصدر السهم عادة بسعر أعلى من القيمة الاسمية وأقل من القيمة السوقية ويسمى بسعر الإصدار، والفرق بين سعر الإصدار والسعر الاسمي يسمى علاوة الإصدار وتدفع العلاوة مباشرة إلى الشركة وتعد ضمن حقوق الملكية وقد يصدر السهم بسعر أقل من قيمته الاسمية وخاصة بالنسبة للشركات حديثة التأسيس.

✓ **القيمة السوقية:** هي تلك القيمة التي تتحدد نتيجة التعامل في سوق الأوراق المالية وتتميز هذه القيمة بأنها تتحدد من خلال مشاركة عدة أطراف تختلف في أهدافها أي من خلال العرض والطلب ولذلك فإنه يمثل القيمة الحقيقية للشركة خاصة إذا كان السوق المالي يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة، وتعتبر هذه القيمة عن سعر تداول السهم في السوق، فعندما تحقق الشركة أرباح وترتفع قيمتها في السوق يكون سعر السهم في السوق أعلى من القيمة الدفترية أو القيمة الاسمية والعكس صحيح، وتتميز هذه القيمة بالتغير من وقت لآخر وتعتبر عن كفاءة أداء المؤسسة وتعكس الحالة الاقتصادية التي تحيط بها وتحسب كما يلي:

¹ - دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2007م، ص ص 202-204.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

$$\frac{\text{قيمة الموجودات في السوق} - \text{الالتزامات}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الحقيقية للسهم}$$

✓ **القيمة التصفية:** هي تلك القيمة التي يتوقع المساهم الحصول عليها عند تصفية أموال المؤسسة، أي أنها عبارة عن نصيب السهم من قيمة الموجودات بعد التصفية وتسديد حقوق الدائنين وحملة السندات والأسهم الممتازة، لأن حاملي الأسهم العادية لا يحصلون على حق الأولوية عند توزيع مبالغ التصفية، ويمكن تقدير هذه القيمة بعد تقييم كل عنصر من عناصر الأصول عند البيع السريع لها، نستطيع استخدام المعادلة التالية لاحتساب قيمة التصفية للسهم:

$$\frac{\text{المحصول من البيع} - \text{المدفوعات من الالتزامات}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{قيمة السهم عند التصفية}$$

3.1. حقوق حملة الأسهم العادية:

يتمتع حملة الأسهم العادية بمجموعة من الحقوق منها:¹

- ✓ إمكانية نقل الملكية إلى شخص آخر.
- ✓ الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها.
- ✓ حصة في موجودات الشركة في حالة تصفيتها.
- ✓ المشاركة في مجلس الإدارة وحق التصويت.

4.1. مزايا وعيوب التمويل بالأسهم العادية:

- **مزايا التمويل بالأسهم العادية:** وتتمثل فيما يلي:²
- ✓ المؤسسة غير ملزمة بالتوزيعات النقدية.
- ✓ لا يجوز لحاملها الرجوعها ولكن يستطيع بيعها.

¹ - موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل والاستثمار وصناعة السياحة، الوراق للنشر والتوزيع، 2010م، ص 52.

² - موفق عدنان عبد الجبار الحميري، مرجع سبق ذكره، ص 52.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

- ✓ زيادة رأس المال يؤدي إلى تخفيض نسبة المديونية وبالتالي زيادة الطاقة الاقتراضية مستقبلا.
- ✓ تعطي المؤسسة مصادر متنوعة من التمويل، مما يمكنها من مواجهة التغيير في الظروف الاقتصادية.
- **عيوب التمويل بالأسهم العادية:** من بين هذه العيوب نجد:¹
 - ✓ ارتفاع التكلفة التي تتحملها المؤسسة، ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين أولهما أن العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية عادة ما يكون مرتفعا، نظرا للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة، ثانيهما أن توزيعات الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا يتولد عنها وفورات ضريبية.
 - ✓ إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول مساهمين جدد مما يعني تشتيت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى، غير أن هذا العيب قد يمكن التغلب عليه بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية.

2. التمويل بالأسهم الممتازة:

1.2. مفهوم الأسهم الممتازة:

ظهرت الأسهم الممتازة كأداة مالية تصدرها المؤسسات إلى فئة المستثمرين الذين لا يرغبون في مخاطر الأسهم العادية، فيعطى المساهمون بهذه الأسهم امتيازات محددة من قيمتها الاسمية عند توزيع الأرباح، وحملة الأسهم الممتازة ضمان في كامل أصول الشركة ولهم الحق في استيراد القيمة الاسمية لأسهمهم من بيع الأصول وقت التصفية قبل حملة الأسهم العادية، ولكونها نوعا خاصا من الأسهم فقد صدرت بخصائص إضافية عادة ما تكون محددة في النظام الأساسي للشركة المصدرة، وذلك لاستخدامها وقت الحاجة لإغراء المستثمرين لشرائها، واليوم يوجد العديد من الأسهم الممتازة تفاوتت خصائصها مع متطلبات الحالة التي أصدرت فيها. وأبرز ما يعرف منها ما يلي:²

• الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح (المتراكمة):

وجد حملة الأسهم الممتازة أنفسهم تحت رحمة مجلس إدارة الشركة المصدرة لأسهمهم، فطبقا للخصائص الأساسية للأسهم الممتازة، يقبض حملتها عوائد أسهمهم في السنة التي يقرر مجلس الإدارة توزيع الأرباح، أما إذا لم يقرر مجلس الإدارة توزيع الأرباح فإن حملة الأسهم الممتازة يخسرون عائد أسهمهم عن تلك السنة التي لم يجري فيها

¹ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 534، 535.

² - سليمان أبو صبحا، مرجع سبق ذكره، ص 346، 347.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

توزيع للأرباح، لذا بدأ البعض منهم يشترط تضمين عقد إصدار الأسهم الممتازة حقها في المطالبة بنصيبها من الأرباح غير الموزعة في السنة، ليدفع في السنوات اللاحقة فظهرت الأسهم المجمع للأرباح.

• أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء:

ظهرت لدى الشركات القوية التي تغري المساهمين بعوائد مجزية، يصدر هذا النوع من الأسهم الممتازة إذا نص النظام الأساسي لبعض الشركات على حق الشركة في استدعاء الأسهم الممتازة لإعادة ثمنها، وفي هذه الحالة تدعى الأسهم الممتازة المصدرة أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء، حيث يتم استدعاؤها بالشروط المحددة في عقد إصدارها، والتي لا تخرج عن استدعائها بقيمتها الاسمية أو بعلاوة سداد ولا يجوز لحملة هذه الأسهم الاعتراض على هذا الحق وعليهم تسليم أسهمهم عند الاستدعاء للشركة وقبض مستحقاتها عنها.

• أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية:

في أحيان أخرى يكون في النظام الأساسي لبعض الشركات حق تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية، وفي هذه الحالة تدعى الأسهم الممتازة التي لها حق التحويل إلى أسهم عادية أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، تعطي الشركات هذه الميزة لإغراء المستثمرين لشراء الأسهم الممتازة أو لقبول ربح أقل.

• أسهم ممتازة مشاركة:

تعطي بعض عقود إصدار الأسهم الممتازة حقاً لحملتها بالمشاركة في رصيد الأرباح وفي هذه الحالة تدعى الأسهم المصغرة أسهم ممتازة مشاركة، تخول صاحبها الحصول على عائد مكون من جزئين، الجزء الأول ثابت وهو عبارة عن النسبة المئوية من قيمة السهم الاسمية، والجزء الثاني متغير وهو نسبة من الأرباح حسب ما يتحدد في عقد الإصدار، من الخصائص أعلاه أصبح للأسهم الممتازة بعض خصائص الأسهم وخصائص السندات.

2.2. خصائص الأسهم الممتازة:

تجمع الأسهم الممتازة ما بين خصائص الأسهم العادية وخصائص السندات، حيث أنها تشبه الأسهم العادية في العناصر الآتية:¹

✓ أنها أموال ملكية.

¹ - طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002م، ص 135.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

- ✓ ليس لها موعد استحقاق.
- ✓ تحصل على نصيبها من الأرباح.
- وتشبه السندات فيما يلي:
- ✓ ربحها محدد سلفاً كنسبة مئوية.
- ✓ ليس لها حق الإدارة والتصويت، إلا إذا ورد نص خلاف ذلك.
- ✓ ليس لها حق المشاركة في الأرباح المحتجزة.

3.2. قيم الأسهم الممتازة:

- القيمة الاسمية: وهي قيمة السهم عند الإصدار.
- القيمة الدفترية: وهي نصيب حامل السهم من حقوق المساهمين، لكن القيمة الدفترية تساوي القيمة الاسمية لأن السهم الممتاز لا تشارك فيه الأرباح المحتجزة.
- القيمة السوقية: وهي قيمة السهم في السوق المالية.

4.2. مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة: تتمثل فيما يلي:¹

• المزايا:

- لا يؤدي عدم دفع عوائدها إلى إفلاس الشركة كما هو الحال في فوائد السندات.
- لها الأولوية على حملة الأسهم العادية عند التصفية.
- عوائدها مقتصرة على نسبة معينة، لذا لا تشارك في أية زيادة في الأرباح، كما أنها لا تؤدي إلى تآكل يذكر في ربحية الأسهم العادية.
- ليس لها أصوات (إلا في حالات معينة)، لذا لا يؤثر إصدار مثل هذه الأسهم في سيطرة الإدارة القائمة.
- تزيد هامش الأمان للمقرضين وتوسع قاعدة الاقتراض وتحسن الصورة الائتمانية للشركة المصدرة.
- تقلل احتمالات تأثر الشركة بالأوضاع الاقتصادية السلبية.

¹ - مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2009م، ص 117.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

• العيوب:

- ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة، ولا يحق لهم الاشتراك في التسيير المالي إلا في حالات منصوص عليها في عقد الإصدار.
- أعلى كلفة من الدين، لأن عوائدها لا تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة كالسندات.
- إمكانية تراكم عوائدها بموجب نص خاص تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية المترتبة على الشركة.
- قد تفرض بعض القيود على الشركة.

الفرع الثاني: التمويل بالسندات (القرض السندي)

1. مفهوم السندات:

السند هو عبارة عن ورقة مالية تثبت دائنية حاملها للمؤسسة التي أصدرتها، وعلى هذا الأساس فالسند هو عبارة عن إثبات لعملية قرض. ويستفيد حامل السند من كل الحقوق التي يستفيد منها دائنو المؤسسة الآخرين وخاصة الاستفادة من الفائدة.¹

2. أنواع السندات

يصنف علماء التمويل بصفة عامة أنواع السندات إلى ما يلي:

1.2. من حيث الضمان: تنقسم حسب هذا النوع إلى:²

أ. **سندات مضمونة برهن أصول معينة:** هذا النوع من السندات يكون مضمونا بأصول ثابتة غالبا، وعادة ما ينص نوع الأصل المرهون في السند ذاته باعتباره وثيقة قانونية تعطي حق بيع الأصل في حالة عدم السداد، وككل القروض المضمونة فإن الأصل المرهون يجب أن يزيد عن قيمة السند وإلا فإن ممثل صاحب القرض قد يبيع الأصل ليستوفي الدين ويصبح دائنا عاما بالنسبة للباقي.

ب. **السندات غير المضمونة برهن أصول معينة:** ينظر المستثمر هنا إلى القدرة الربحية للشركة على أنها ضامنة، ولما كانت هذه السندات غير مضمونة برهن أصول معينة فإنه في حالة التصفية يصبح حامل السند دائنا عاما.

¹ - الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004م، ص87.

² - عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، بدون سنة نشر، ص ص300-302.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

وبالرغم من أن هذه السندات غير مضمونة برهن أصول، إلا أن الاتفاق القانوني بين الشركة وممثل حملة السندات يمنع الشركة من رهن أصول معينة لأصحاب السندات في المستقبل، هذا الشرط بمثابة حماية المستثمر من أن الأصول لن تمس في المستقبل لصالح دائنين آخرين.

ج. **السندات غير المضمونة برهن أصول معينة وفي الدرجة الثانية:** إن مستوى هذه السندات أقل من مستوى السندات السابقة من ناحية ارتباطها بالأصول، ففي حالة التصفية فإن هذه السندات تسدد بعد أن تسدد جميع السندات المضمونة. وبالرغم من ذلك فإن هذه السندات تأتي في الترتيب الأول بالنسبة للأسهم الممتازة والأسهم العادية، إن هذه الطبيعة المميزة لهذا النوع من السندات ينظر إليها من جانب الدائنين على أنها بمثابة أموال مملوكة وهي بالطبع ليست كذلك، وفي الواقع أن هذا النوع من السندات يستخدم لدعم زيادة الاقتراض باعتبار أن له نفس صفة الأموال المملوكة من حيث المطالبة بالأصول.

د. **سندات مضمونة بأسهم أو سندات أخرى:** في حالة حدوث غش ما فإن ممثل أصحاب السندات المضمونة، بهذا الشكل يستطيع بيع الأسهم والسندات موضع الضمان ويستوفي حقوق أصحابها منها، إن تلك الأسهم والسندات موضع الضمان غالباً ما تكون أسهم وسندات شركات أخرى.

هـ. **سندات الدخل:** في هذا النوع من السندات فإن الشركة تلتزم فقط بدفع الفوائد في حالة تحقيق الأرباح، وربما تكون تلك السندات ذات طبيعة تجميعية بالنسبة للأرباح بحيث يتم تجميع الأرباح إذا لم تتحقق أو لم تكن كافية، على أنه غالباً ما لا تزيد المدة عن ثلاث سنوات، كما هو واضح فإن وعد هذا النوع من السندات للمستثمر وعد ضعيف ولكنه أعلى من الأسهم الممتازة على أي حال، ذلك بالإضافة إلى أن الفوائد المدفوعة هنا تخصم من المبالغ الخاضعة للضريبة على عكس الأسهم الممتازة.

و. **شهادات استثمار الآلات:** تستخدم هذه الطريقة من التمويل الشركات الكبيرة التي تشتري الآلات بمبالغ كبيرة وتعطي في المقابل الآلات شهادة تحمل عائداً محدداً يتم دفعه هو والأصل في مواعيد دورية، وبعد الانتهاء من دفع قيمة الأصل بالكامل تنتقل ملكية الآلات إلى الشركة المشتري، يلاحظ أن هذا النوع مشابه لطريقة التمويل باستئجار الأصول.

ز. **سندات ذات المخاطر الاستثمارية العالية:** ظهر سوق نشط لهذا النوع من السندات خلال الثمانينات من هذا القرن، والتي تصنفها شركات تصنيف الاستثمار بأنها ذات مخاطر عالية، ولا ينصح الاستثمار فيها، وهي ذات

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

عائد مرتفع نتيجة المخاطر العالية، وتستثمر عادة صناديق التقاعد والادخار وصناديق الاستثمار المشتركة في هذا النوع من السندات.

بالإضافة إلى ذلك نذكر:¹

2.2. من حيث سعر الفائدة:

أ. **السندات ذات سعر الفائدة الثابت:** وهي تلك السندات التي تحمل سعر فائدة محدد سلفاً ويبقى ثابت دون تغيير لحين موعد الاستحقاق وبغض النظر عن التغيرات في حركة أسعار الفائدة في السوق.

ب. **سندات ذات سعر الفائدة العائم:** وهي تلك السندات التي لا تحمل سعر فائدة ثابت بل متغير، إذ يتحرك هذا السعر صعوداً وهبوطاً مع حركات أسعار الفائدة السائدة في السوق ويتحدد سعر الفائدة العائم بربطه بسعر أساسي مثل سعر إعادة الخصم أو بفائدة أذونات الخزينة.

ج. **السندات الصفيرية:** وهي تلك السندات التي لا تحمل فائدة، بمعنأن سعر الفائدة فيها يساوي الصفر، والفائدة من اقتنائها، أن حاملها يشتريها بسعر أقل من قيمتها الاسمية عند موعد الاستحقاق يحصل حامل السند على مبلغ يساوي قيمتها الاسمية، ويكون الفرق ما بين ثمن الشراء وقيمة الاستحقاق هو الربح جراء اقتناء السند، والأهمية بالنسبة للشركة تكمن في عدم الالتزام بدفع فوائد منتظمة عليها.

3.2. من حيث الجهة المصدرة:

أ. **السندات الحكومية:** وهي التي تصدر عن طريق البنك المركزي.

ب. **سندات القطاع الخاص:** هي التي تصدر عن الشركات والمؤسسات الخاصة، وعادة ما تحمل سندات القطاع الخاص سعر فائدة أعلى من سندات القطاع العام، لأن مخاطر الأول أعلى.

¹ - طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص ص 113-118.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

4.2. من حيث القابلية للاستدعاء:

أ. **سندات قابلة للاستدعاء:** وهي تلك السندات التي يتم سداد قيمتها قبل موعد استحقاقها، وذلك ضمن نص في عقد إصدار السندات، وتقوم الشركة المصدرة بدفع تعويض لحامل السند لأنها استدعت قبل موعد استحقاقها ويطلق على التعويض علاوة الاستدعاء.

ب. **سندات غير قابلة للاستدعاء:** وهي تلك السندات التي لا يحق للجهة المصدرة لها استدعاؤها قبل موعد استحقاقها.

5.2. من حيث القابلية للتحويل:

أ. **سندات قابلة للتحويل:** وهي تلك السندات التي ينص عقد إصدارها على إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية، وذلك بعد فترة من تاريخ إصدارها وذلك بموجب تحديد سعر التحويل.

ب. **سندات غير قابلة للتحويل:** وهي تلك السندات التي لا تتحول إلى أسهم وهي الأكثر شيوعاً.

6.2. من حيث صندوق الوفاء:

أ. **وجود صندوق وفاء:** بمعنى يوجد نص في عقد إصدار السندات على وجوب إنشاء صندوق الوفاء، تضع فيه المؤسسة مبلغاً محددًا من الأموال وتستثمرها في أوجه الاستثمار المختلفة أو البنوك، وذلك بهدف سداد قيمة السندات عند موعد الاستحقاق، وفي حالة عدم التزام المؤسسة بدفع المبلغ المحدد للصندوق في أي سنة، فإن السندات تستحق دفعة واحدة.

ب. **عدم وجود صندوق وفاء:** بمعنى يتم إصدار السندات دون وجود صندوق للوفاء.

7.2. من حيث التسجيل:

أ. **سندات باسم مالكيها:** وهي تلك السندات التي تصدر ويتم تسجيل اسم مالكيها على كوبون السند وفي سجل خاص موجود لدى الجهة التي أصدرتها، كما يعطى مالكيها شهادة ملكية باسمه، والفائدة من ذلك أن ضياع السند لا يؤثر على مالكيه ويجب ملاحظة أن مالك هذا النوع من السندات لا يستطيع بيعها إلا بالرجوع إلى السجل لشطب اسمه واستبداله باسم المشتري.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

ب. **سندات لحاملها:** هي تلك السندات التي تصدر دون تدوين اسم مالكيها في سجلات المؤسسة، وبالتالي يمكن نقل ملكيتها إلى المشتري بكل سهولة ودون الرجوع إلى الجهة المصدرة لها، ولكن مخاطر الضياع يؤثر بالسلب على حاملها.

3. خصائص السندات:

على الرغم من الاختلاف النسبي ما بين السندات حسب جهة الإصدار، إلا أنها تشترك في الخصائص التالية:¹

- ✓ تمثل السندات أداة مديونية.
- ✓ تحقق عائد لحاملها من خلال:
- معدل الفائدة المقرر دورياً (سنوياً، نصف سنوي، فصلي) بالاستناد إلى القيمة الاسمية (غالباً 1000 وحدة نقدية ومضاعفاتها).
- العائد الرأسمالي المتمثل بالفرق ما بين القيمة السوقية عند الشراء، والقيمة السوقية عند التداول (الاستحقاق).
- ✓ هناك انقطاع ما بين الدائن (مالك السند) ونشاط المدين (المصدر)، فضلاً عن أن الدائن لا يمكنه التدخل في نشاط وقرارات المدين، إلا في حالة الإفلاس أو تعذر الدفع للمطالبة بحقوقه من خلال طرف ثالث.
- ✓ للسند تاريخ استحقاق معين على خلاف الأسهم.
- ✓ للسندات قيمة اسمية وسوقية واستهلاكية (أو القيمة عند الاستحقاق).

المطلب الثالث: مصادر التمويل الخارجي غير المباشر

إن التمويل غير المباشر يتم بتدخل المؤسسات الوسيطة والتي تتمثل غالباً في البنوك، هناك عدة تصنيفات لمصادر التمويل الخارجي غير المباشر إذ يمكن تصنيفها حسب المدة إلى نوعين من القروض: قروض قصيرة وقروض متوسطة وطويلة الأجل. يمكن أن تصنف هذه المصادر حسب وظيفتها الاقتصادية وطبيعة موضوع التمويل إلى تمويل الأصول غير الجارية وتمويل الأصول الجارية.

¹ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005م، ص ص 104، 103.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

الفرع الأول: التمويل المتوسط وطويل الأجل (تمويل الاستثمارات)

يتم تمويل الاستثمارات في كثير من الأحيان باستعمال الأدوات المالية: الأسهم، السندات،... إلخ، والتي تعرف بالتمويل الخارجي المباشر، كما يمكن تمويل الاستثمارات من خلال القروض المقدمة من قبل البنوك حيث نميز هنا نوعين من مصادر التمويل: مصادر التمويل التقليدية والتمويل التآجيري.

1. مصادر التمويل التقليدية:

1.1. القروض متوسطة وطويلة الأجل:

ليس هناك فرق بين هاذين النوعين من القروض فالقروض طويلة الأجل تزيد مدتها عن سبع سنوات، أما القروض متوسطة الأجل فتتراوح مدتها ما بين السنة إلى سبع سنوات، والواقع أن مدة القروض غالبا ما تحدد على اعتبارات كثيرة منها حالة السوق المالية، المدة التي تحتاج فيها المؤسسة إلى الأموال، طبيعة المشاريع التي ستمول عن طريق هذه القروض، كما أن وضع المؤسسة الائتماني غالبا ما يكون له دور في تحديد مدة القرض، ويستعمل هذا النوع من القروض لتمويل المشاريع التي تتطلب وقت كبير لتنفيذها.¹

2.1. المساعدات المالية:

هي عبارة عن إعانات الاستثمار تتحصل عليها المؤسسات من الدولة أو الهيئات العمومية تعويضا عن التكاليف التي ستحملها وهذا مقابل امتثال المؤسسات المستفيدة لبعض الشروط المرتبطة بنشاطها كخلق مناصب شغل في بعض المناطق، البحث والاختراع، اقتصاد الطاقة وحماية البيئة، الاستثمار في بعض القطاعات... إلخ. هذه الإعانات تكون إما في شكل منح نهائية غير قابلة للاسترجاع أو في شكل قروض ميسرة تتحصل عليها المؤسسة بشروط أدنى من شروط مصادر التمويل الأخرى، حيث تكون بفائدة أقل أو بفترة تسديد أطول، يمكن أن تكون أيضا في شكل تخفيضات جبائية أو مسحا لديون المؤسسة، وهذا كله يكون بهدف تشجيع الاستثمارات ونمو المؤسسات الخاصة الجديدة منها.

¹ طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 164.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

2. التأجير التمويلي:

نظرا للأعباء التي تنجر عن استعمال المؤسسة لمصادر التمويل التقليدية، دعت الحاجة إلى البحث عن مصادر تمويل جديدة وبديلة تسمح بتجنب عراقيل التمويل التقليدي، يعتبر التأجير التمويلي والقرض التجاري من طرق التمويل الجديدة التي تعوض عجز طرق التمويل الداخلي والخارجي ويعرف كذلك هذا النوع من التمويل بالائتمان التجاري.

2.1. مفهوم التأجير التمويلي:

"هو عقد يبرم بين مؤجر ومستأجر لأصل معين لمدة محدودة من الوقت، يقوم خلالها المستفيد من استخدام الأصل مقابل دفع إيجار محدد لمالك هذا الأصل، من الممكن أن يكون الأصل منقولاً مثل المعدات أو المركبات، أو أن يكون غير منقول مثل المباني... إلخ.

كما يعرف التأجير التمويلي بأنه عبارة عن نوع من التأجير يمثل مصدر تمويل للمنشأة المستأجرة، يعوضها عن الاقتراض لامتلاك الأصل".¹

2.2. خصائص التأجير التمويلي:

يتميز التأجير التمويلي بمجموعة من الخصائص نذكر منها ما يلي:²

- ✓ هناك خيار للمستأجر بتملك الأصل المؤجر في نهاية مدة العقد.
- ✓ مدة التأجير لا بد وأن تتناسب مع العمر الافتراضي المتوقع للأصل المؤجر وهذه الخاصية تعني أن الأصل الذي يكون عمره عشر سنوات لا بد وأن يتم تأجيره لمدة تتناسب مع عمره الافتراضي وبالتالي لا يجوز تأجيره لمدة قصيرة كسنة أو سنتين مثلاً.
- ✓ مجموع المصاريف المرتبطة بديمومة الأصل المؤجر كنفقات الصيانة وكل المصاريف المرتبطة به إما أن يتحملها المستأجر أو أن تتحملها شركة التأجير، فإن قام المستأجر بتحمل هذه التكاليف، فيكون هو الملزم بدفعها بشكل منفصل عن الأقساط الإيجارية، وإما أن تتحملها شركة التأجير وبالتالي يلتزم المستأجر بدفع قسط واحد يتضمن كذلك مجموع المصاريف والتكاليف.

¹ - عيبر الصفدي الطوال، التأجير التمويلي، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2014م، ص 14.

² - عيبر الصفدي الطوال، مرجع سبق ذكره، ص 35، 36.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

✓ يتحمل المستأجر جميع المنافع والمخاطر المصاحبة للأصل المؤجر بما فيها مخاطر التقادم.

3.2. أنواع التأجير التمويلي:

➤ الاستئجار التشغيلي:

يطلق على هذا النوع من التأجير أحيانا بتأجير الخدمات لأنه يوفر للمؤسسة خدمتي التمويل والصيانة، أي هو استئجار خدمات الأصل دون أن ينتهي ذلك بتملكه ولا تكون عقود التأجير دائمة بل من حق المستأجر إنهاء عقد الإيجار قبل انتهاء مدته.¹

وعادة تكون فترة الإيجار لمدة أقل من العمر الاقتصادي للأصل وهذا يمنح للمستأجر المرونة في إحلال أصول أحدث تقنية وتطور في أعماله المستقبلية ومن الأمثلة على هذا النوع من تأجير الآلات والمعدات الثقيلة والسيارات والكمبيوتر ومعدات الصناعة، ويكون المؤجر مسؤولاً عن التأمين على الأصل ودفع الضرائب المستحقة وصيانتها.²

ويتوقع أن يستعيد المؤجر تكاليفه من خلال تجديد عقد التأجير لجهة أخرى لأن الدفعة الأولى لا تكون كافية لتغطية تكاليفه، ويأمل المؤجر أن يسترد هذه التكاليف من تكرار عملية التأجير أو من خلال بيع الأصل بعد انتهاء فترة الإيجار. ومن خصائصه أنه لا يتطلب إطفاء كامل قيمة الأصل أي أن مجموع دفعات الإيجار خلال فترة العقد أقل من كلفة الأصل وأن مدة العقد أقل من عمره ويمكن للمستأجر إعادة الأصل قبل انتهاء فترة العقد المتفق عليها بعد تقديم إنذار إلى المؤجر قبل فترة مناسبة، وقد يفرض المؤجر بعض الغرامات على ذلك حسب بنود العقد.

هناك خاصية تميز الاستئجار التشغيلي تتمثل في أن عقود الإيجار التشغيلي غالباً ما تتضمن لشرط الإلغاء، وينصرف هذا الشرط إلى أحقية المستأجر في إلغاء العقد قبل التاريخ المحدد لإنهائه، ويمثل هذا الشرط أهمية خاصة من حيث أنه يسمح للمستأجر بإرجاع الأصول في الأحوال التالية:³

- حالة تقادم الأصل تكنولوجيا بفعل عوامل التطور التكنولوجي.

- حالة انتهاء حاجة المستهلك للأصل.

¹ - دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 412.

² - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2009م، ص 349.

³ - عاطف وليم أندروس، مرجع سبق ذكره، ص 389.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

ولا شك أن هذا الأسلوب يوفر حماية خاصة للمستأجر من العديد من المخاطر أهمها المخاطر التي تنشأ من التطور التكنولوجي.

➤ التأجير المالي:

هو ذلك التأجير الذي يتم بموجبه إطفاء كامل قيمة الأصل المؤجر خلال فترة العقد، ويسمى هذا التأجير بالتأجير الرأسمالي لأن إجمالي دفعات الإيجار المتفق عليها تغطي كامل تكلفة الأصل مع عائد مناسب على رأس المال المستثمر.¹

وهو يختلف كثيرا عن الاستئجار التشغيلي من جوانب ثلاثة وهي:

- ✓ أنه لا يوفر خدمات الصيانة.
- ✓ أن مدفوعات الإيجار تغطي بالكامل قيمة الأصول المستأجرة بمعنى أن إجمالي الإيرادات التي يتلقاها المؤجر تكون مساوية للقيمة الكلية للأصول المستأجرة إلى جانب معدل عائد للاستثمار على هذه الأصول.
- ✓ يستمر هذا العقد طول الحياة النافعة للأصل.
- ✓ يدفع المستأجر تكاليف التأمين والضرائب إذا كان الأصل عقارا.
- ✓ ينتهي هذا العقد بتملك المستأجر للأصل المؤجر.

الفرع الثاني: التمويل قصير الأجل

توجه مصادر التمويل قصيرة الأجل لتمويل نشاطات الاستغلال التي نظرا لطبيعتها المتكررة والقصيرة زمنيا تحتاج إلى نوع معين من التمويل يتلاءم مع طبيعتها، يأخذ التمويل نشاطات الاستغلال جزءا أكبر من العمليات التمويلية للبنوك خاصة البنوك التجارية منها.

"يقصد بالتمويل قصير الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير يلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عادة عن السنة".²

هناك نوعان من مصادر التمويل قصيرة الأجل الأكثر استخداما من قبل المؤسسات وهي الائتمان التجاري أو القروض التجارية، والائتمان المصرفي أو القروض المصرفية قصيرة الأجل، ونذكرها فيما يلي:¹

¹ - دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 411.

² - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 05.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

1. الائتمان التجاري:

يعتبر الائتمان التجاري أحد صور التمويل قصير الأجل الذي تحصل عليه الشركة من الموردين، وعادة ما يكون في شكل تسهيلات تتعلق بتأجيل سداد قيمة المشتريات من السلع والمواد الأولية والمواد الخام التي تحتاجها الشركة للتشغيل، وغالبا أيضا ما تعتمد المنشآت الصناعية والتجارية على هذا النوع من التمويل في نشاطها بالمقارنة مع استخدامها الأنواع الأخرى من التمويل قصير الأجل وبصفة خاصة الائتمان المصرفي.

ويعرف الائتمان التجاري بأنه مصدر من مصادر التمويل التلقائي للنشاط نظرا لطبيعته المتغيرة، وهو عادة ما يزيد وينقص مباشرة مع التقلبات في حجم النشاط طبقا لموسمية الصناعة وعوامل السوق المختلفة، بمعنى أنه يتاح بالقدر الملائم في الوقت المناسب.

2. الائتمان المصرفي:

يقصد بالائتمان المصرفي القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المنشأة من البنوك ومن عيوب الائتمان المصرفي ارتفاع التكاليف الإدارية التي تتحملها المنشأة في سبيل تدبيره.

ويتخذ الائتمان المصرفي إحدى الصورتين: الأولى في شكل مبلغ إجمالي تحصل عليه الشركة دفعة واحدة ويسدد في شكل أقساط وفوائد في تواريخ متفق عليها، والثانية في شكل مبلغ إجمالي يمثل حد أقصى لما يمكن أن تحصل عليه الشركة خلال فترة متفق عليها، وهو ما يطلق عليه بالسقف الائتماني أو السحب على المكشوف.

¹ - أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، بدون دار نشر، بدون بلد نشر، 2004م، ص 409، 410.

الفصل الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة و العوامل المؤثرة فيه

خلاصة الفصل:

من خلال ما تقدم في هذا الفصل والذي خصصناه كمدخل للهيكل المالي توصلنا إلى أن المؤسسة تلجأ عادة إلى تمويل نشاطاتها من مصادر مختلفة حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت تلك العناصر طويلة أو قصيرة الأجل، حقوق ملكية أو أموال الغير، وهو ما يسمى اصطلاحاً بالهيكل المالي، تمييزاً عن هيكل رأس المال الذي يشمل مصادر التمويل طويلة الأجل فقط، إذن فهيكـل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي.

تستطيع المؤسسة أن تستفيد من نوعين من التمويل الداخلي والخارجي، إذ تعمل على تغطية احتياجاتها المالية من مواردها الداخلية وفي حالة عدم كفاية هذه الأموال تلجأ إلى التمويل الخارجي والذي يكون إما بطريقة مباشرة بواسطة الأسواق المالية أو بطريقة غير مباشرة من خلال الوساطة المالية ومؤسسات الإقراض.

تمهيد:

يؤدي انخفاض المردودية ونقص السيولة إلى تدهور الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، واستمرار هذه الحالة يعني عجز المؤسسة ومن ثم إفلاسها، ولهذا يجب على المسيرين التحرك بسرعة لإيجاد الحلول المناسبة ويكون هذا من خلال اكتشاف وتحليل أسباب هذا التدهور ثم وضع الإجراءات اللازمة لتذليل الصعوبات، ويتم هذا باستخدام أداة فعالة تتمثل في التشخيص.

وستتطرق في هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: ماهية المردودية.

المبحث الثاني: التشخيص المالي للمؤسسة.

المبحث الثالث: أثر تكلفة مصادر التمويل على مردودية المؤسسة.

المبحث الأول: ماهية المردودية

في هذا المبحث سنتطرق إلى مختلف المفاهيم المتعلقة بالمردودية وأنواعها ومؤشرات قياسها.

المطلب الأول: مفهوم المردودية

الفرع الأول: تعريف المردودية

- تعرف المردودية بأنها إمكانية المؤسسة في الحفاظ على الأموال وكفاءة الأموال الخاصة الموضوعة تحت تصرفها بصفة دائمة. تهدف كل العمليات الاقتصادية إلى الحصول على نتائج تتولد عن توظيف الوسائل من طرف المؤسسة. وتعد كل عملية ذات مردودية إذا كانت النتائج المحققة تفوق الوسائل، أي هناك تحقيق فائض نقدي.¹
- تعرف المردودية بأنها قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح بصفة دائمة في إطار نشاطها.²
- تعرف المردودية على أنها ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية.³
- يشير (Brigham) إلى متغير يعتقد في تأثيره على الهيكل المالي وهو مردودية المؤسسة، فارتفاع مستوى المردودية يعطي قدرا أكبر من المرونة في تغطية التزاماتها المالية.⁴

الفرع الثاني: مفاهيم مرتبطة بالمردودية

لا شك أنه من الضروري التمييز بين المفاهيم ذات العلاقة بالمردودية مثل: الربحية، العائد، الربح. ونوجز هذه المفاهيم فيما يلي:⁵

1. الربحية:

والتي تعني إحداث علاقة بين كمية الفائض الاقتصادي (الأرباح) التي تحققها الوحدة الإنتاجية وقيمة الأصول الإنتاجية المستخدمة، فالربحية بهذا المعنى هي مقدرة المؤسسة على تحقيق دخل صافي باستخدام مكثف لأصولها وهي مؤشر كيفي نسبي. يظهر الربح كمفهوم محدود وضيق نسبة إلى مفهوم المردودية، فنحن لا نصل إلى الربح إلا في

¹ - خميسي شبيحة، مرجع سبق ذكره، ص 49.

² - زغيب مليكة - بوشنقير مولود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2011م، ص 87.

³ - الياس بن ساسي - يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 267.

⁴ - الياس بن ساسي - يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 409.

⁵ - بوطغان حنان، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة الشركة الوطنية للبتروكيمياء، مذكرة مكملة لنيل شهادة

الماجستير في تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات، قسم علوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955م، سكيكدة، 2007م، ص ص 65-68.

المرحلة الأخيرة في حسابات النتيجة، بينما المردودية تظهر من خلال عمليات أخرى، الربح كنتيجة نهائية يأتي مباشرة من المستندات المحاسبية بينما المردودية تحدد عبر عمليات إضافية يقوم بها المحلل. في ظل هذا الإطار تتأثر الربحية مباشرة إلى حد كبير بالأثر الضريبي لسياسات التوزيع والتمويل الذاتي، أما المردودية فهي تتأثر بداية بموقف المؤسسة اتجاه الاستثمار، تأمين العمليات المالية (الاهتلاكات، المخصصات، الأعباء، الإيرادات المالية)، ينتج عن ذلك أن المردودية يمكن أن تكون ذات دلالة على ارتفاع الربحية وليس العكس.

أما:

$$\frac{\text{نتيجة الدورة}}{\text{الأصول المستثمرة}} = \text{نسبة المردودية}$$

2. العائد:

يعتبر انعكاس جيد لنجاح أو فشل المؤسسة ولكن يواجه بعض المشاكل المتعلقة بقياسه، فهو المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه في المستقبل نظير استثماره لأمواله، فالمستثمر يسعى دائما إلى استثمار أمواله بهدف الحصول على العائد وتنمية ثروته وتعظيم أملاكه، كما يعرف أيضا بأنه ما يحصل عليه المستثمر من أموال في وقت لاحق مقابل تضحيته بالاحتفاظ بأمواله في الوقت الحاضر وذلك من خلال استثماره لهذه الأموال لفترة زمنية محددة. ويمكن تصنيف عوائد الاستثمار إلى الآتي:

- العائد الفعلي (العائد المحقق): ويمكن حسابه كما يلي:

$$\text{العائد على الاستثمار ROI} = \frac{\text{صافي الأرباح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأموال المستثمرة}} \times 100$$

- العائد المطلوب: ويمكن حسابه وفق الصيغة التالية:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{المعدل الخالي من المخاطر} + \text{علاوة المخاطر}$$

3. الربح:

الربح كما هو معروف الفرق بين ما تحصل عليه من عائدات، (تحقيق أو تصريف) المنتج السلعي (قبل استقطاع الضريبة على الدورة) وبين النفقات المبذولة، إن هذا المعيار هو الأكثر شيوعاً لحد الآن والمعتمد عليه في المؤسسات الإنتاجية باعتباره يغطي جميع جوانب النشاط الإنتاجي وبالأخص الاقتصاد في نفقات العمل، وتشكيل صناديق الحوافز المادية للعاملين، قطعاً أن الربح يؤكد المبرر الاقتصادي للنفقات المبذولة، ويمثل الأهمية الحاسمة في تمويل عمليات إعادة الإنتاج الموسع، تجديد الإنتاج الاجتماعي، وبالتالي فهو يمثل الحصيلة النهائية للنشاط.

المطلب الثاني: أنواع المردودية وعلاقتها بالرفع

تنقسم المردودية عادة إلى ثلاثة أنواع رئيسية وهي: المردودية التجارية، المردودية الاقتصادية، والمردودية المالية. وفي هذا المطلب سنتطرق إلى هذه الأنواع.

الفرع الأول: المردودية التجارية (الاستغلالية)

هي المردودية التي تحققها المؤسسة من خلال مجموع مبيعاتها وتحسب وفق العلاقة التالية:¹

$$\text{معدل المردودية التجارية} = \frac{\text{نتيجة اللدورة الصافية}}{\text{رقم الأعمال خارج}}$$

تبين النتيجة الربح المحقق عن كل وحدة نقدية من المبيعات الصافية، وهي تساعد إدارة المؤسسة على تحديد سعر البيع الواجب للوحدة.

المردودية التجارية (الاستغلالية) هي المردودية من وجهة نظر الاستغلال العادي الذي تمارسه المؤسسة، وهي عبارة عن مقدار الأرباح التي حققت مقابل كل وحدة من صافي المبيعات، مما يسمح لإدارة المؤسسة على تحديد سعر

¹ - زغيب مليكة - بوشنقير مولود، مرجع سبق ذكره، ص 87.

البيع الواجب للوحدة، كما يمكن مقارنة النسبة بنسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات (هامش الربح الإجمالي) للحكم على كفاءة إدارة المؤسسة في الرقابة على المبيعات.¹

الفرع الثاني: المردودية الاقتصادية والرفع التشغيلي

1. المردودية الاقتصادية

تسمح المردودية الاقتصادية بمعرفة فعالية المؤسسة، لهذا الغرض يجب أن تكون مستقلة عن النظام الجبائي ونظام التمويل، وتحسب المردودية الاقتصادية بالعلاقة التالية:²

$$\frac{\text{النتيجة الإجمالية للدورة}}{\text{الأصول}} = \text{المردودية الاقتصادية}$$

ملاحظة: تحسب مردودية الأصول بتراكم السيولة الكافية من أجل الحفاظ على رأس المال الثابت، ضمان تسديد الديون وتحقيق مكافأة رأس المال المستثمر من طرف الشركاء.

ومن جهة أخرى المردودية الاقتصادية تقيس الفعالية في استخدام الأصول الموضوعية تحت تصرف المؤسسة، وتقاس من خلال رصيد الفائض الإجمالي للاستغلال، وتسمى بالمردودية الاقتصادية الإجمالية لأنها تتحقق قبل عمليات الاهتلاك، العمليات المالية، عمليات التوزيع، وتحسب كما يلي:³

$$\frac{\text{فائض الإجمالي للاستغلال}}{\text{الأصول}} = \text{معدل المردودية الاقتصادية الإجمالية}$$

وتبين النتيجة العائد من وراء استخدام كل وحدة نقدية في مجموع أصول المؤسسة.

2. الرفع التشغيلي:

تبين تأثير الأعباء الثابتة للاستغلال على المردودية الاقتصادية، تقيس الرافعة التشغيلية العلاقة بين المخرجات والأرباح قبل الفوائد والضرائب وبشكل محدد فإنها تقيس المستويات المتغيرة من المخرجات على الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

¹ - بوطغان حنان، مرجع سبق ذكره، ص 71.

² - خميسي شيخة، مرجع سبق ذكره، ص 98.

³ - زغيب مليكة - بوشنقير مولود، مرجع سبق ذكره، ص ص 87، 88.

لذلك فإن درجة الرافعة التشغيلية يمكن أن تقاس من خلال التغيير النسبي في الأرباح قبل الفوائد والضريبة إلى التغيير النسبي في المبيعات أي تقيس مرونة الأرباح إلى المبيعات.¹

$$\text{درجة الرافعة التشغيلية} = \frac{\text{التغيير اللشليطي وفي نتيجة الاستغلال أو الأرباح قبل الفوائد و الضرائب}}{\text{التغيير النسبي في حجم المبيعات ()}}$$

يعرف الرفع التشغيلي بأنه تضخيم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، وهذا يعني بالضرورة إحلال الآلات مكان الأيدي العاملة. فإذا نجحت المؤسسة في تخفيض تكاليفها المتغيرة والمتمثلة في الأيدي العاملة وزيادة تكاليفها الثابتة والمتمثلة بالآلات 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 ستتحقق بدون رفع تشغيلي.²

الفرع الثالث: المردودية المالية والرفع المالي

1. المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة):

تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية، حيث نأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية. ويمكن حساب مردودية الأموال الخاصة بالعلاقة التالية:³

$$\text{مردودية الأموال الخاصة (Rep)} = \frac{\text{النتيجة الصافية للدورة}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

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

¹ - منير شاعر محمود وآخرون، التحليل المالي مدخل صنع القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، بدون بلد نشر، 2005م، ص ص 240، 241.

² - عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي (أسس مفاهيم تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2006م، ص 245.

³ - الياس بن ساسي - يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 268.

في إطار اقتصاد السوق، على المؤسسة تحقيق مردودية مرتفعة حتى تستطيع أن تمنح للمساهمين أرباح كافية تمكنهم من تعويض المخاطر المحتملة والتي يمكن أن يتعرضوا لها نتيجة مساهمتهم في رأس مال المؤسسة. وتبين النتيجة مقدار الربح الصافي الذي يعود على المستثمرين عن كل وحدة نقدية مستثمرة في رأس مال المؤسسة، وكلما كان هذا المعدل مرتفعا كلما كان أفضل للمؤسسة، وتعتبر هذه المردودية (المالية) الممثل الرئيسي للمردودية العامة للمؤسسة.¹

2. الرفع المالي:

يمكن تعريف الرفع المالي بأنه عبارة عن درجة أو نسبة استخدام التمويل بالقروض لتمويل جزء من الأصول ويترتب عن هذا النوع من التمويل أعباء مالية لا بد من أدائها عند أجل استحقاقها. إذ يمكن أن نقول أن استرجاع حجم مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) التي تعود على المساهمين في المؤسسة، بفضل تمويل الأصول الغير جارية، التي تنتج هي الأخرى المردودية الاقتصادية، بقروض تدعى بالرفع المالي أو الرافعة المالية.² وهذا يعني أن استعمال المؤسسة للدين في هيكل التمويل بهدف زيادة العائد على حقوق المساهمين، وذلك لأن الدين مصدر رخيص نسبيا للتمويل. أو يقصد بالرفع المالي استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة وقد تكون أموال الغير قروض أو أسهم ممتازة حيث كلاهما له تكلفة ثابتة ويجب على المؤسسة الالتزام بدفعها، أي أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المؤسسة، حيث كلما ازداد اعتمادها على المصادر الخارجية للتمويل كلما ازدادت درجة الرفع المالي وبالتالي يصبح الرفع المالي فعالا إذا استطاعت استثمار الأموال المقترضة بمعدل العائد الذي يزداد عن تكلفة الأموال المقترضة.³ فتكون درجة قياس الرفع المالي باستخدام المعادلات التالية:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{التغير في الربح الخالص للسهم العادي}}{\text{التغير في الربح قبل الفوائد و}}$$

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{الصافي المبلغ قبل الفوائد والضرائب}}{\text{صافي الربح التشغيلي قبل الضرائب} - \text{أرباح الأسهم}}$$

¹ - زغيب مليكة، بونشقيز مولود، مرجع سبق ذكره، ص 88.

² - عبد الغفار الحنفي، مرجع سبق ذكره، ص 130.

³ - أيمن الشنطي - عامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، الأردن، 2007م، ص 197.

$$\frac{\frac{\text{التغير في صافي عائد السهم}}{\text{عائد الضرائب}}}{\frac{\text{التغير في صافي الأرباح قبل الفوائد}}{\text{الربح قبل الفوائد}}} = \text{درجة الرفع المالي}$$

كما يمكن التعبير على المردودية المالية بدلالة المردودية الاقتصادية وتكلفة الدين وهذا باستعمال أثر الرافعة المالية، وهو الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، ويمكن تحديد أثر الرافعة المالية من خلال المعطيات التالية:¹

$$R_{cp} = [Re + (Re - i) \frac{D}{Cp}] (1 - IS)$$

بجيث:

- Rcp**: مردودية الأموال الخاصة.
 - Re**: المردودية الاقتصادية.
 - Cp**: الأموال الخاصة.
 - D**: الديون.
 - I**: تكلفة الدين.
 - IS**: معدل الضريبة على الشركات.
- إذن:

$$\text{المردودية المالية} = \text{المردودية الاقتصادية} + \text{أثر الرافعة}$$

حيث أن:

$(Re - i)$: تمثل الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الدين.

$\frac{D}{Cp}$: هي الرافعة المالية وتقيس تركيبة الهيكل المالي.

$(Re - i) \frac{D}{Cp}$: أثر الرافعة المالية.

المطلب الثالث: مؤشرات قياس المردودية

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

تعتبر المردودية معياراً أفضل من الربح أو النتائج للحكم على أداء المؤسسة، لأن الربح عبارة عن رقم مطلق لا يشير إلى حجم رأس المال أو الاستثمارات التي حققتها، بينما المردودية تربط بين الطرفين الأمر الذي يسهل إجراء المقارنات مع معدلات المردودية للسنوات السابقة ودراسة تطورها وإجراء مقارنات مع مؤسسات تنتمي إلى نفس القطاع لكن تختلف في أعبائها الضريبية وتختلف في هيكلها المالي، ولدراسة مردودية المؤسسة يمكن الاعتماد على ثلاثة أساليب هي:¹

الفرع الأول: مؤشرات المردودية التجارية

يمكن الاعتماد على عدة مؤشرات لدراسة المردودية التجارية وهي كالتالي:

1. مؤشر الهامش الإجمالي:

يستخدم بكثرة في المؤسسات التجارية، ويربط هذا المؤشر الهامش الإجمالي باعتباره المصدر الأساسي لربح المؤسسة التجارية ورقم الأعمال، هذا الأخير هو المصدر الوحيد للهامش الإجمالي.

$$\text{نسبة الهامش الإجمالي} = \frac{\text{الهامش التجاري}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

والنسبة المتحصل عليها تعبر عن قدرة وحدة نقدية من المبيعات على توليد هامش ربح خام، وتعبير آخر هو مقدار الربح الخام في كل وحدة نقدية من المبيعات، ومعدل الهامش المنخفض يعبر عن انخفاض سعر البيع.

2. مؤشر الهامش الإجمالي للاستغلال:

يعد مقياساً للأداء التجاري والإنتاجي للمؤسسة، كذلك يعد مقياساً لقدرة المؤسسة على توليد موارد الخزينة وبحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الهامش الإجمالي للاستغلال} = \frac{\text{فائض الاستغلال الإجمالي}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

ويجب أن تكون هذه النسبة مرتفعة بالقدر الكافي لإشباع العوامل التالية:

¹ - عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم، مذكره تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2001/2002، ص ص 82-87.

- ✓ الاهتلاكات كمكافآت لرأس المال الاقتصادي، وهي أعباء حقيقية ولكنها غير نقدية.
- ✓ المؤونات لحماية وتأمين ممتلكات المؤسسة وتؤدي إلى زيادة في النقدية وقد تستوجب مدفوعات فيما بعد.
- ✓ المصاريف المالية.
- ✓ خسائر استثنائية يمكن أن تلحق بالمؤسسة.
- ✓ ضرائب على الأرباح المحققة كمكافآت للدولة وأجهزتها وأرباح موزعة كمكافآت للمساهمين.
- ✓ الجزء المتبقي بعد إشباع العوامل سابقة الذكر يمثل فائض صافي كمكافآت للمؤسسة يمكنها من النمو.

3. مؤشر الهامش الصافي:

ويسمى أيضا بالربحية وتقوم على أساس مقارنة الربح الصافي برقم الأعمال فهي تقيس معدل الربح المتحصل عليه من عمليات الاستغلال، والعمليات ذات الطابع المالي والعمليات الاستثنائية.

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}} = \text{الربحية}$$

وهذا المقياس دليل على قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح صافية وقدرتها على التنافس، لأن ارتفاع هذه النسبة دليل على ارتفاع الربح، هذا الأخير يتحكم فيه عنصرين هما السعر والتكاليف اللذان من خلالهما تستطيع المؤسسة مزاحمة منافسيها.

الفرع الثاني: مؤشرات المردودية الاقتصادية

ويمكن قياس المردودية الاقتصادية بالاعتماد على المؤشرات التالية:

1. المردودية الاقتصادية الإجمالية:

هي العلاقة بين الفائض الإجمالي للاستغلال وأصول المؤسسة. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{الفائض الإجمالي للاستغلال}}{\text{الأصول}} = \text{المردودية الاقتصادية الإجمالية}$$

يسمح هذا المؤشر بمعرفة قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح الاقتصادية وقدرة أصولها على توفير أو تدعيم خزينة الاستغلال.

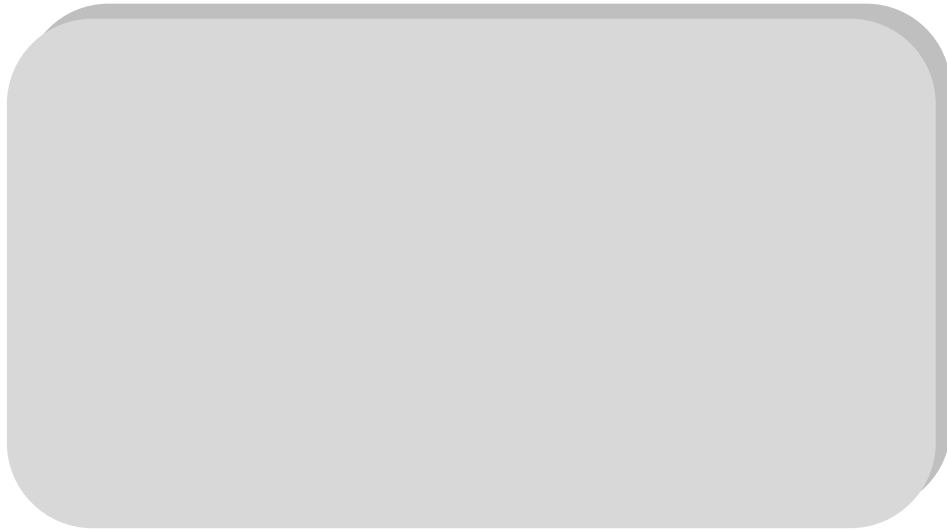
2. المردودية الاقتصادية الصافية:

هي العلاقة بين نتيجة الاستغلال وأصول المؤسسة، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{الأصول}} = \text{المردودية الاقتصادية الصافية}$$

نتيجة الاستغلال في هذه الحالة هي النتيجة الجارية مضافا إليها المصاريف المالية، أو النتيجة الصافية مضافا إليها المصاريف المالية.

وبعني هذا المؤشر قدرة الوحدة النقدية الواحدة المستثمرة في المؤسسة على تحقيق الربح، ويلاحظ على هذه العلاقة البساطة والاختصار، ولكن في الأصل هي أكثر من ذلك لأن العلاقة السابقة لا تبرز العوامل الرئيسية والتي تشارك في تحديد مردودية المؤسسة، وانطلاقا من العلاقة السابقة نستطيع أن نكتب:



فالمردودية الاقتصادية تتركز على عاملين أساسيين هما: هامش الربح (الربحية) ومعدل دوران الأصول. وتستطيع

المؤسسة أن تتحصل على مردودية جيدة إذا تمكنت من تعظيم هذين العاملين:

أ. **معدل دوران الأصول:** ويقصد به عدد مرات تغطية المبيعات لأصول المؤسسة، أو عدد مرات استخدام أصول المؤسسة في تحقيق المبيعات. فهذه النسبة مؤشر جيد لمدى كفاءة المؤسسة في استعمال أصولها فكلما ارتفعت هذه النسبة دل ذلك على الكفاءة والعكس صحيح.

ب. **هامش الربح:** ويتمثل في مقدار الربح المتولد عن كل وحدة نقدية من المبيعات، يعني الهامش المنخفض انخفاض سعر البيع أو ارتفاع التكاليف.

الفرع الثالث: مؤشرات المردودية المالية

وهي تقيس العائد المالي المتحقق من استثمار أموال أصحاب المؤسسة. كما أن المردودية المالية والمردودية الاقتصادية مؤشرين غير متساويين في القيمة إلا في حالات خاصة، ويعود السبب في عدم التساوي إلى وجود أثر الرفع المالي. وقد تطرقنا إليه في المطلب الثاني، وهو يسمح بمعرفة الأثر الإيجابي أو السلبي لديون المؤسسة على المردودية المالية. وهذه الحالات هي:

- **الحالة الأولى:** ويلعب فيها أثر الرفع المالي دورا إيجابيا، وتتحقق عندما تكون المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الديون. في هذه الحالة كلما زادت نسبة المديونية أدى ذلك إلى ارتفاع المردودية المالية.
- **الحالة الثانية:** يلعب فيها أثر الرفع المالي دورا سلبيا، وتتجسد هذه الحالة عندما تكون المردودية الاقتصادية أقل من معدل الديون. في هذه الحالة كلما زادت نسبة المديونية أدى ذلك إلى هبوط المردودية المالية.
- **الحالة الثالثة:** وهي حالة حياد أثر الرفع المالي، وتتجسد عندما تتساوى المردودية الاقتصادية بمعدل الديون ههما تغيرت نسبة المديونية فإن المردودية المالية تبقى على حالها.

المبحث الثاني: التشخيص المالي للمؤسسة

يعتبر التشخيص المالي أحد الآليات المستعملة في التسيير فهو يساعد المؤسسة على التعرف على الاختلالات التي تعاني منها، ومن خلاله يتم اكتشاف نقاط القوة والضعف للمؤسسة التي تساعد على اتخاذ القرارات.

المطلب الأول: مفهوم التشخيص المالي وأدواته

في هذا المطلب سنتطرق إلى التشخيص المالي ومختلف أدواته.

الفرع الأول: مفهوم التشخيص المالي

➤ "يعرف التشخيص المالي على أنه عملية تحليل للوضع المالي للمؤسسة باستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية بهدف استخراج نقاط القوة والضعف ذات الطبيعة المالية".¹

➤ "يقوم التشخيص المالي بفحص السياسات المتبعة من طرف المؤسسة في دورة أو عدة دورات متعددة من نشاطه، وذلك عن طريق الدراسات التفصيلية للبيانات المالية لفهم مدلولاتها ومحاولة تفسير الأسباب التي أدت إلى ظهورها بالكميات والكيفيات التي هي عليها، مما يساعد على إكتشاف نقاط القوة والضعف في السياسات المالية التي تعتم في إطارها المؤسسة".²

وبصفة أخرى يمكن القول بأن التشخيص المالي هو:

عبارة عن مجموعة من الدراسات التي يمكن استخلاصها من البيانات والقوائم المالية بهدف جمع المعلومات وتحليلها وهذا من أجل رسم الأهداف المستقبلية للمؤسسة وفق قواعد علمية سليمة.

الفرع الثاني: أدوات التشخيص المالي

يهدف المشخص المالي إلى تحديد ومعرفة جوانب القوة والضعف في الحياة المالية للمؤسسة ذلك ضمانا

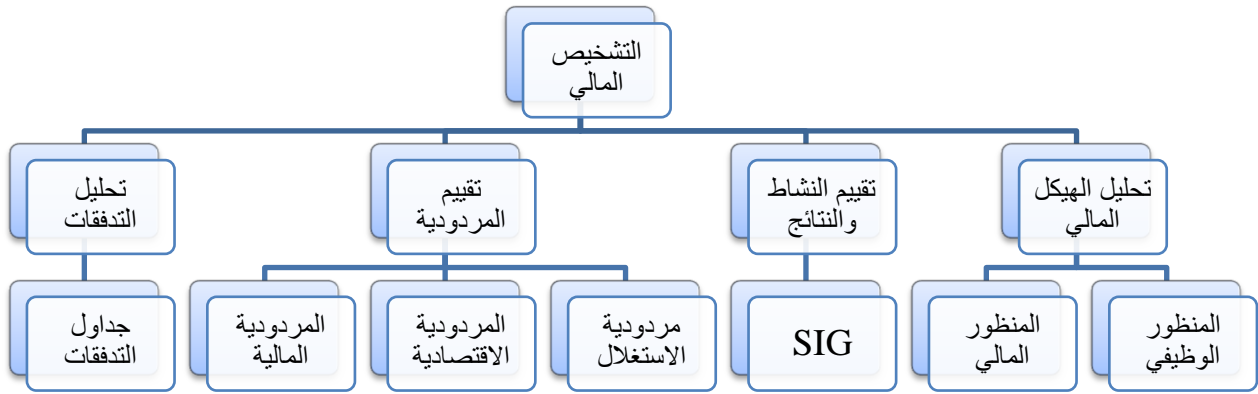
لتحسين الوضع في المستقبل وضمان استمرار التسيير الفعال، وذلك باستخدام مجموعة من الأدوات المتكاملة.³ نذكرها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01): أدوات التشخيص المالي

¹ - الياس بن ساسي - يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 45.

² - لعشوري نوال، التشخيص المالي كوسيلة لتقييم أداء المؤسسة الاقتصادية، بحث مقدم ضمن فعاليات الملتقى الوطني - تشخيص المؤسسات الاقتصادية، المركز الجامعي مساعدية لحضر، سوق أهراس، الجزائر، يومي 22،23 ماي 2012م.

³ - الياس بن ساسي - يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 52.



المصدر: الياس بن ساسي- يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 52.

وفيما يلي سنقوم بتوضيح هذه الأدوات:¹

1. تحليل الهيكل المالي:

الهدف من هذا التحليل هو ضمان تمويل الاحتياجات المالية دون التأثير على قيود التوازن المالية والمردودية والملاءة المالية... الخ، وذلك اعتمادا على المنظور المالي المرتكز على منظور الذمة المالية ومبدأ السيولة والاستحقاق، أو المنظور الوظيفي المرتكز على المنظور الوظيفي للمؤسسة والفصل بين النشاطات الرئيسية في التحليل.

2. تقييم النشاط والنتائج:

يهتم هذا التحليل بكيفية تحقيق المؤسسة للنتائج، والحكم على مدى قدرة النشاط على تحقيق الربحية، وذلك باستخدام الأرصدة الوسيطة للتسيير وهي أرصدة توضح المراحل التي يتشكل من خلالها الربح أو الخسارة ومن خلالها يمكن تحديد الأسباب التي أدت إلى النتيجة المحققة ومن ثم يمكن تصور الحلول والإجراءات التي تبقى على الوضع وتحسنه حسب كل حالة.

3. تقييم المردودية:

وهي وسيلة تمكن المحلل المالي من مقارنة النتائج المحققة مع الوسائل التي ساهمت في تحقيقها، وهي المؤشر الأكثر موضوعية في تقييم الأداء، ويمكن من خلالها اتخاذ قرارات التمويل وقرارات الاستثمار وغيرها.

4. تحليل التدفقات المالية:

¹ - محمد أحمد الكايد، الإدارة المالية الدولية والعالمية التحليل المالي الاقتصادي دار كنوز المعرفة العلمية للنشر، بدون بلد نشر، 2010م، ص 38،39.

يمثل التحليل الأكثر تطورا مقارنة بالتحليل الوظيفي والتحليل الذمي، حيث يمكن باستخدام جداول التدفقات المالية، تحليل التوازن المالي، والوقوف على أسباب العجز أو الفائض في الخزينة وتحديد الدورة المسؤولة عن هذا العجز أو ذلك الفائض، كما يحوي هذا التحليل مجموعة من المؤشرات ذات البعد الاستراتيجي والتي لها دور في اتخاذ بعض القرارات الإستراتيجية والمساعدة في تقييم الإستراتيجية المتبناة من طرف المؤسسة.

المطلب الثاني: مراحل التشخيص المالي

من أجل ضمان كفاءة عملية التشخيص المالي والوصول إلى الأهداف المرجوة منه فإنه يتوجب اتباع المراحل التالية:

الفرع الأول: تحليل الهيكل المالي

يهدف هذا التحليل إلى ضمان تمويل الاحتياجات المالية دون التأثير على قيود التوازن المالي والمردودية، وللقيام بهذا يجب استخدام الميزانيات المالية والوظيفية للسنوات الثلاث الأخيرة (على الأقل)، حيث يتم دراسة التوازن المالي للمؤسسة الاقتصادية وتطوره من خلال حساب مؤشرات التوازن المالي،¹ والمتمثلة فيما يلي:

1. رأس المال العامل (FR):

يعرف رأس المال العامل بأنه فائض الأموال الدائمة غير المستعمل في تمويل الأصول الغير جارية (الاستخدامات غير الجارية) والموجه لتمويل دورة الاستغلال (الأصول الجارية)، بعبارة أخرى يعرف رأس المال العامل بأنه قسط الموارد (ذات درجة استحقاق ضعيفة) التي تخصص للتغطية المالية للأصول (ذات درجة سيولة مرتفعة)، يتم حسابه وفق طريقتين:²

1.1. طريقة أعلى الميزانية: ويحسب من خلال الفرق بين الأموال الدائمة والأصول غير الجارية.

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

حيث:

- الأموال الدائمة = الأموال الخاصة + الخصوم غير الجارية (الديون طويلة ومتوسطة الأجل).

- الأصول غير الجارية = مجموع التثبيتات (المعنوية + المادية + المالية)

¹ إمان نايلي دواودة، محفزات تطبيق إعادة الهيكلة المالية في مؤسسة عمومية اقتصادية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2014، ص 38.

² خميسي شيحة، مرجع سبق ذكره، ص ص 70،71.

2.1. طريقة أسفل الميزانية: يحسب من خلال الفرق بين الأصول الجارية (ذات درجة سيولة مرتفعة) والخصوم الجارية (ذات درجة استحقاق مرتفعة).

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأصول الجارية} - \text{الخصوم الجارية}$$

حيث:

- الأصول الجارية = قيم الاستغلال + القيم المحققة + القيم الجاهزة.

- الخصوم الجارية (الديون قصيرة الأجل) = ديون الاستغلال + ديون خارج الاستغلال.

2. احتياج رأس المال العامل (BFR):

يمثل الاحتياج في رأس المال العامل إجمالي الأموال التي تحتاجها المؤسسة خلال دورة الاستغلال حيث أن منح

آجال طويلة للزبائن إضافة لمخزون ذو دوران بطيء وضعف أداء التفاوض التجاري (قبول آجال قصيرة لتسديد المرودين)، يتولد عن ذلك احتياج مالي للاستغلال يستلزم البحث عن مصادر أخرى لتمويله. ويتم حساب الاحتياج في رأس المال العامل كما يلي:

$$\text{احتياج رأس المال العامل} = (\text{الأصول الجارية} - \text{القيم الجاهزة}) - (\text{الخصوم الجارية} - \text{تسبيقات مصرفية})$$

أو:

$$\text{احتياج رأس المال العامل} = \text{قيم الاستغلال} + \text{القيم المحققة} - (\text{الخصوم الجارية} - \text{تسبيقات مصرفية})$$

3. الخزينة (TR):

هي عبارة عن إجمالي النقديات الموجودة باستثناء التسبيقات المصرفية، كما يمكن حسابها عن طريق اجراء الفرق بين رأس المال العامل واحتياج رأس المال العامل، وتعرف على أنها الفرق بين أصول الخزينة وخصومها، وتحسب بطريقتين هما:¹

¹ - إلياس بن ساسي - يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 71 و70.

• الطريقة الأولى:

الخزينة = رأس المال العامل - احتياج رأس المال العامل

• الطريقة الثانية:

الخزينة = القيم الجاهزة (أصول الخزينة) - تسبيقات مصرفية (خصوم الخزينة)

ويمكن أن تأخذ الخزينة الحالات التالية:

✓ إذا كان $BFR < FR$ ، فإن: $TR > 0$ ، الخزينة موجبة أي أن المؤسسة جمدت جزء من أموالها الدائمة لتغطية احتياج رأس المال العامل.

✓ إذا كان $BFR > FR$ ، فإن: $TR < 0$ ، خزينة سالبة أي أن المؤسسة في حالة عجز وغير قادرة على تسديد ديونها في الآجال المحددة.

✓ إذا كان $BFR = FR$ ، فإن: $TR = 0$ ، وهي ما تعرف بالخزينة المثلى والوصول إلى هذه الحالة يعني الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة في المؤسسة.

الفرع الثاني: تقييم النشاط

يهتم هذا التحليل بكيفية تحقيق المؤسسة الاقتصادية للنتائج والحكم على مدى قدرة المؤسسة على تحقيق الربحية، ويتم هذا بدراسة جدول حسابات النتائج الذي يسجل نشاطات المؤسسة في ثلاث أصناف وهي: نشاط استغلالي، نشاط مالي، ونشاط استثنائي. حيث يسمح هذا التصنيف للمحلل المالي بتحديد مختلف مراحل تكوين النتيجة واستخراج العوامل الإيجابية والسلبية التي تساهم في النتيجة الصافية (ربح أو خسارة)، حيث يقوم المحلل بقراءة دقيقة لجدول حسابات النتائج وهذا بدراسة الأرصدة الوسيطة للتسيير التي تسهل عملية المقارنة مع المؤسسات الأخرى وتساعد على التنبؤ بالمشاكل التي تعاني منها المؤسسة الاقتصادية.¹

ترجم الأرصدة الوسيطة للتسيير النتائج الوسيطة المهمة حيث تستعمل في تحليل التسيير، وذلك بمقابلة الأعباء بالايرادات وهو ما يترجم جدول حسابات النتائج. نجد: الهامش الإجمالي، القيمة المضافة، الفائض الإجمالي

¹ - إمان نايلي دواودة، مرجع سبق ذكره، ص 39، 38.

للاستغلال، نتيجة العملياتية، النتيجة المالية، النتيجة الجارية قبل الضرائب، النتيجة الاستثنائية (الغير عادية) ونتيجة الدورة، ونذكرها فيما يلي:¹

1. الهامش الإجمالي: يعد الهامش الإجمالي مؤشرا أساسيا للتسيير بالنسبة للمؤسسات ذات الطابع التجاري، ويحسب كالتالي:

$$\text{الهامش الإجمالي} = \text{مبيعات البضاعة} - \text{تكلفة شراء البضاعة}$$

2. القيمة المضافة: تمثل الفرق بين الإنتاج الإجمالي للدورة والاستهلاكات المتعلقة بها، وهي تعتبر مؤشرا عاما لقياس نشاط المؤسسة ومردوديتها، فهي تقيس مستوى الثروة المحققة من المؤسسة. وتحسب كما يلي:²

$$\text{القيمة المضافة} = \text{إنتاج الدورة} - \text{استهلاكات الدورة}$$

3. الفائض الإجمالي للاستغلال: يمثل رصيد القيمة المضافة بعد مكافأة العمال والدولة. ويحسب كالتالي:

$$\text{الفائض الإجمالي للاستغلال} = \text{القيمة المضافة} - (\text{الضرائب والرسوم} + \text{مصاريف العمال})$$

يسمح الفائض الإجمالي للاستغلال بتمويل المؤسسة ذاتيا وكذا مكافأة المساهمين في جلب الأموال، إذ لا يمكن ربطه بسياسة التمويل (الزيادة في رأس المال أو المديونية) أو بالعناصر الاستثنائية أو بسياسة الاهتلاك المطبقة من طرف المؤسسة.

4. النتيجة العملياتية (الاستغلال): تحسب هذه النتيجة من خلال الفرق بين نواتج الاستغلال وتكاليف الاستغلال، وتساوي إلى الفائض الإجمالي للاستغلال مضافا إليه الاسترجاعات والنواتج الأخرى مطروحا منه مخصصات الاهتلاكات والمؤونات والتكاليف الأخرى.

$$\text{النتيجة العملياتية} = \text{الفائض الإجمالي للاستغلال} + \text{استرجاعات عن المؤونات} + \text{نواتج أخرى للاستغلال} - \text{مخصصات الاهتلاكات والمؤونات} - \text{تكاليف أخرى للاستغلال}$$

¹ - خميسي شيحة، مرجع سبق ذكره، ص ص 63-66.

² - ناصر دادي عدون وآخرون، دراسة حالات في المحاسبة ومالية المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008م، ص 68.

5. النتيجة المالية: تمثل في الفرق بين الإيرادات المالية والمصاريف المالية وهي تعبر عن مردودية العمليات المالية للمؤسسة، وتحسب بالعلاقة التالية:¹

$$\text{النتيجة المالية} = \text{الإيرادات المالية} - \text{المصاريف المالية}$$

6. النتيجة الجارية قبل الضرائب: تتمثل في مجموع النتيجة العملياتية والنتيجة المالية، ويمكن أن يكون هذا الرصيد ربح أو خسارة وهذه النتيجة لا تتأثر بالعناصر الاستثنائية والعناصر الجبائية، وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{النتيجة الجارية قبل الضرائب} = \text{النتيجة العملياتية} + \text{النتيجة المالية}$$

7. النتيجة الصافية للنشاطات العادية: هي النتيجة الجارية قبل الضرائب مطروحا منها الضرائب على الأرباح والضرائب المؤجلة، وتحسب بالعلاقة الآتية:

$$\text{النتيجة الصافية للنشاطات العادية} = \text{النتيجة الجارية قبل الضرائب} - (\text{الضرائب على الأرباح} + \text{الضرائب المؤجلة})$$

8. النتيجة الاستثنائية (الغير عادية): تمثل هذه النتيجة رصيد العمليات التي لا تخص مباشرة الاستغلال العادي للمؤسسة، وبالتالي لا تجدد بصفة عادية عبر الزمن. تظهر النتيجة الاستثنائية أهمية النشاط الاستثنائي في حساب نتيجة الدورة. ويحسب كالتالي:

$$\text{النتيجة الاستثنائية} = \text{إيرادات استثنائية} - \text{مصاريف استثنائية}$$

9. نتيجة الدورة: هي مجموع النتيجة الصافية للنشاطات العادية والنتيجة الاستثنائية.

$$\text{نتيجة الدورة} = \text{النتيجة الصافية للنشاطات العادية} + \text{النتيجة الاستثنائية}$$

¹ - ناصر دادي عدون وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 89-91.

الفرع الثالث: قياس الأداء المالي

يتم هذا باستعمال النسب المالية وهي تلك العلاقة بين متغيرين عدديين تسمح بقياس أداء المؤسسة الاقتصادية والحكم على جوانبها الأساسية (النشاط، الإنتاجية، الهيكل الاقتصادي والمالي، سياسة الاستثمار والتمويل، المردودية، ... الخ)، كما تعتبر النسب المالية أدوات تساعد على اتخاذ القرارات المناسبة. ويمكن تصنيفها إلى ما يلي:

1. نسب الهيكل المالي:

تساعد هذه النسب في اتخاذ القرارات التمويلية ودراسة خيارات التمويل بواسطة الأموال الخاصة أو الديون، أي تساعد على مراقبة مستوى المديونية في المؤسسة الاقتصادية وتقدير الخطر المالي، وتشمل هذه النسب ما يلي:¹

1.1. نسبة الاستقلالية المالية:

وتقيس هذه النسبة مدى استقلالية المؤسسة عن دائئها. وتحسب كما يلي:

$$\frac{\text{أموال الخاضعة}}{\text{مجموع}} = \text{نسبة الاستقلالية المالية}$$

والقيمة النموذجية لهذه النسبة هي ألا تنخفض عن 0,5، أي يجب أن تكون الأموال الخاصة أقل من 50% من مجموع الخصوم، وإلا ستكون موارد المؤسسة مشكلة من أكثر من 50% من الديون وهذا الأمر يفقد المؤسسة استقلاليتها المالية.

2.1. نسبة قابلية السداد:

يهتم بهذه النسبة المقرض، وهذا لمعرفة مدى ضمان أمواله فكلما كانت هذه النسبة منخفضة، كانت هناك ضمانات أكثر لديون الغير، ويستحسن ألا تزيد عن 0,5، وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\frac{\text{مجموع الأرصود}}{\text{مجموع}} = \text{نسبة قابلية السداد}$$

¹ - ناصر عدون وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 81-80.

2. نسب السيولة :

هي تلك النسب التي تقيس مدى قدرة الأصول المتداولة على تغطية الديون قصيرة الأجل، وبالتالي فهي تقيس وضعية المؤسسة من حيث توازنها المالي قصير الأجل. فهذه النسب تبين العلاقة بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، ونخص بالذكر منها:¹

1.2. نسبة السيولة العامة :

تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على تغطية ديونها قصيرة الأجل باستخدام الأصول الجارية، وذلك من خلال العلاقة التالية :

$$\frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الخصوم الجارية}} = \text{نسبة السيولة العامة}$$

2.2. نسبة السيولة المختصرة:

تقيس هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها قصيرة الأجل بواسطة تحصيلات الزبائن والخزينة المتاحة لديها، أي بدون الاضطرار إلى بيع مخزونها. يجب أن تكون هذه النسبة قريبة من الواحد من أجل ضمان تسديد الديون في تواريخ استحقاقها . حتى و إن كانت هذه النسبة أقل بقليل من الواحد فهي لا تدل على مشاكل مالية بل تعكس تسيير جيد للخزينة (سياسة تسيير الخزينة قريب من الصفر). يتم حساب هذه النسبة كما يلي:

$$\frac{\text{القيم المحققة} + \text{قيم جاهزة}}{\text{الخصوم الجارية}} = \text{نسبة السيولة المختصرة}$$

3.2. نسبة السيولة الجاهزة:

تبين هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على تغطية كل ديونها قصيرة الأجل بالاعتماد فقط على السيولة الموجودة حاليا تحت تصرفها، ويتم حساب هذه النسبة وفق العلاقة التالية:

¹ - إمان نابلي دواودة، مرجع سبق ذكره، ص 40.

في معظم الحالات هذه النسبة أقل من الواحد و السبب في كون ال قيم الجاهزة لدى المؤسسة تغطي جزء فقط من الديون قصير الأجل التي تكون تواريخ استحقاقها قريبة جدا شهر ، شهرين أو ثلاث . أما إذا كانت هذه النسبة أكبر من الواحد فهذا يدل أن المؤسسة لديها وفرة من الأموال تستطيع أن تغطي بها الديون التي تكون تواريخ استحقاقها من ستة إلى إحدى عشرة شهرا هذا يدل على سوء تسيير الخزينة (يعني أن هناك أموال غير موظفة).

3. نسب النشاط:

توضح هذه النسب الوضعية الاقتصادية للمؤسسة وتأتي لتكمل جدول حسابات الأرصد الوسيطة للتسيير، أي أنها ترتبط بالعناصر الظاهرة على مستوى الاستغلال (المخزون، الزبائن، الموردون). ومن بين هذه النسب ما يلي:¹

1.3. نسب دوران المخزون:

تتميز المخزونات ببطء حركتها حيث لا تحقق ربحا أثناء فترة تخزينها، وتعتبر نسبة دوران المخزون على آجال تصريف هذه المخزونات. وتختلف هذه النسب حسب نوع المخزون (بضاعة، مواد أولية، منتوجات تامة).

$$\text{معدل دوران البضاعة} = \frac{\text{متوسط المخزون من البضائع}}{360 \times \frac{\text{المشتريات السنوية من البضائع}}{360}}$$

$$\text{معدل دوران المواد الأولية} = \frac{\text{متوسط المخزون من المواد الأولية}}{360 \times \frac{\text{المشتريات السنوية من المواد الأولية}}{360}}$$

$$\text{معدل دوران المنتجات التامة} = \frac{\text{متوسط المخزون من المنتجات التامة}}{360 \times \frac{\text{المنتجات التامة}}{360}}$$

¹ - إمان نايلي دواودة، مرجع سبق ذكره، ص 41.

2.3. نسبة دوران الزبائن:

تقيس هذه النسبة المدة المتوسطة التي تمنحها المؤسسة الاقتصادية لزيائنها لتسديد مستحقاتهم. وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$360 \times \frac{\text{الزبائن + أوراق القبض}}{\text{المبيعات السنوية متضمنة الرسم}} = \text{مدة دوران الزبائن}$$

3.3. نسبة دوران الموردون:

هي متوسط المدة التي يمنحها الموردون للمؤسسة لتسديد ديونها. وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$360 \times \frac{\text{الموردون + أوراق الدفع}}{\text{المشتريات السنوية متضمنة الرسم}} = \text{مدة تسديد الموردين}$$

4. نسب التمويل:

تتمثل نسب التمويل في نسبة التمويل الخاص ونسبة التمويل الدائم.

1.4. نسبة التمويل الدائم:

تشير هذه النسبة إلى مستوى تغطية الاستثمارات الصافية بالأموال الدائمة، فهذه النسبة تعتبر صياغة أخرى لرأس المال العامل أو ما يسمى بهامش الأمان، وتحسب وفق العلاقة التالية:

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

يكون رأس المال العامل سالبا إذا كانت هذه النسبة أقل من الواحد الصحيح، فهذا يدل على أن جزءا من الأصول الثابتة مغطى بقروض قصيرة الأجل وتكون المؤسسة في هذه الحالة قد أخلت بشرط الملائمة بين استحقاقية الخصوم وسيولة الأصول.¹

¹ - عقبة قطاف، أثر التشخيص المالي على تنافسية المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2009م، ص 70.

2.4. نسبة التمويل الخاص (الذاتي):

وتعتبر هذه النسبة مكتملة للنسبة الأولى وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول غير ارية}} = \text{نسبة التمويل الخاص}$$

تقيس هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة، وإذا ساوت الواحد فإن رأس المال العامل الخاص يكون معدوماً أي أن الأصول الثابتة مغطاة بالأموال الخاصة، أما الديون طويلة الأجل وإن وجدت فهي تغطي الأصول المتداولة مكونة بذلك رأس المال العامل.¹

5. نسب المردودية:

يعني تشخيص فعالية المؤسسة الاقتصادية تشخيص مردوديتها، فالمؤسسة التي تحقق مردودية على الأقل مساوية لتلك المطلوبة من قبل المساهمين والدائنين فإنها لا تعاني من مشاكل في التمويل حيث أنها تسدد ديونها وتخلق القيمة لمساهميها. والمردودية هي تلك العلاقة بين نمو الثروة (النتيجة المحصل عليها) والوسائل المستخدمة لتحقيقها، ويجب التفريق بين الهامش والمردودية فالأول هو العلاقة بين النتيجة وحجم النشاط (رقم الأعمال أو الإنتاج) أما الثانية فهي العلاقة بين النتيجة والأموال المستثمرة.² ومن أهم هذه النسب مايلي:

1.5. نسبة المردودية التجارية:

إن قياس المردودية التجارية لمؤسسة ما يتم بمقارنة النتيجة الصافية مع رقم الأعمال بدون ضريبة، حيث حيث يمكننا من حساب النسب التالية:

$$\frac{\text{نتيجة الضرائب}}{\text{رقم الأعمال خارج}} = \text{نسبة ربحية الاستغلال}$$

$$\frac{\text{النتيجة الضريبية}}{\text{رقم الأعمال خارج}} = \text{نسبة ربحية الصافية لنسبة ربحية الاستغلال}$$

¹ - ناصر دادي عدون وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 53.

² - إمان نايلي دواودة، مرجع سبق ذكره، ص 41.

2.5. نسبة المردودية الاقتصادية:

تبين هذه النسبة الكفاءة في استعمال الموارد لجلب الأرباح بغض النظر عن طريقة تمويل هذه الموارد، وتحسب

كما يلي:

$$\frac{\text{نتيجة الأصلية}}{\text{المجموع}} = \text{نسبة المردودية الاقتصادية}$$

3.5. نسبة المردودية المالية:

وتطلعنا هذه النسبة على ربحية رؤوس الأموال الخاصة، وتحسب كما يلي:

$$\frac{\text{النتيجة المخططة}}{\text{الأموال}} = \text{نسبة المردودية المالية}$$

تستعمل المؤسسة عادة هذه النسب في مقارنتها مع نسب بعض المؤسسات المنافسة في نفس القطاع، وذلك

لتوضيح إمكانية المؤسسة في تحقيق أرباح تسمح لها بمقاومة منافسيها.

المبحث الثالث: تكلفة مصادر التمويل

تعتبر تكلفة الأموال أنها بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار فتقدير تكلفة رأس المال أهمية بالغة في اتخاذ قرارات تكوين هيكل رأس المال، فالهيكل المالي المناسب هو الذي يحقق أدنى تكلفة وبالتالي سنحدد تكلفة كل مصدر من المصادر وصولاً إلى التكلفة الكلية التي تشمل مختلف المصادر.

المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل الداخلي

الفرع الأول: تكلفة التمويل الذاتي

إن احتفاظ المؤسسة بالأرباح المحتجزة هو في الحقيقة التزام بتحقيق في السنوات القادمة عائد لا يقل عن العائد المتوقع حالياً بعد إجراء التعديلات الضريبية، فحملة الأسهم لا يقبلون بسياسة عدم توزيع الأرباح إلا بعد أن يتوقعوا من أن العائد من استثمار الأرباح المحتجزة لا يقل عن الفرصة البديلة خارج المؤسسة. باعتبار أن الأرباح المحتجزة كمصدر تمويل، هناك من يرى أن تكلفتها هي عبارة عن معدل العائد الواجب كسبه من استثمارات ممولة بأرباح محتجزة ويقارن هذا المعدل بالعائد المتوقع حصول المستثمر عليه من الأسهم والذي يمكن حسابه حسب المعادلة الآتية:¹

$$\text{معدل العائد المتوقع أو المطلوب} = \frac{\text{الربح الموزع على السهم}}{\text{سعر بيع السهم}} + \text{معدل النمو المتوقع}$$

يمكن تشبيه عملية التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة بعملية توزيع الأرباح على المساهمين، ثم إصدار أسهم عادية جديدة بقيمة الأرباح الموزعة وبيعها إلى المساهمين مباشرة من قبل المؤسسة، لذلك فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تساوي إلى العائد المطلوب من قبل المساهمين للاستثمار في أسهم المؤسسة، أي تساوي تكلفة التمويل بالملكية أي أن:

$$K_r = K_p$$

حيث أن:

K_r : تكلفة الأرباح المحتجزة.

K_p : التكلفة الأساسية للتمويل بالملكية.

¹ - فضيلة رضاني، مرجع سبق ذكره، ص ص 21.

لكن في حالة خضوع الأرباح الموزعة على المساهمين للضريبة على دخل الأفراد وكان إعادة استثمار هذه الأرباح من قبل المساهمين يتطلب دفع عمولة الوساطة المالية، فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تكون أقل من التكلفة الأساسية للتمويل بالملكية، فيكون احتجاز الأرباح من قبل المؤسسة أوفر من توزيعها على المساهمين، وتكون تكلفة الأرباح المحتجزة حسب العلاقة الآتية:¹

$$K_r = K_p(1-t)(1-B)$$

حيث أن:

t: معدل ضريبة الدخل على المساهمين.

B: معدل عمولة الوساطة المالية.

الفرع الثاني: تكلفة الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة الجزء المتراكم من الأرباح الحالية أو المحتجزة عن فترة سابقة وهي تعتبر من مصادر التمويل الداخلي في مؤسسات الأعمال، ولذلك فوجودها ضمن مصادر التمويل يجعل لها كلفة تماثل كلفة الفرصة البديلة أي مقدار العوائد المتوقع تحقيقها فيما لو تمت عملية استثمار هذه الأرباح في مجالات استثمارية أخرى تختلف ودرجة الخطر، ولذلك فإن المؤسسة باحتجاز هذه الأرباح يضيع على المساهمين العاديين فرصة الحصول عليها وإعادة استثمارها في مشروعات أخرى تدر عليهم عائد، ولذلك فعلى المؤسسة في حالة احتجازها للأرباح أن تعيد استثمارها لتحقيق عائدا للمساهمين على الأقل مساويا لما كان من الممكن أن يحققه في المشروعات البديلة في حالة حصولهم على كل الأرباح وعدم احتجازها.

أيضا فإن الأرباح المحتجزة تعتبر استثمارا لحملة الأسهم العادية وتكلفتها يجب أن تكون مساوية لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم والذي يتوقف على توقعاتهم فيما يختص بالتوزيعات المتوقعة وعلاقتها بسعر السهم والذي يمكن تقديره بالمعادلة التالية:²

تكلفة الأرباح المحتجزة = معدل العائد المطلوب

¹ - فضيلة رضاني، مرجع سبق ذكره، ص 22.

² - عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص 277، 276.

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{سعر بيع السهم في}} + \text{معدل النمو}$$

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{معدل النمو الفعلي} + \text{سعر بيع السهم}}$$

فكل العائد يكون في صورة أرباح موزعة ويصبح العائد على الاستثمار الواقعي مساوي للعائد على الاستثمار المطلوب.

المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل الخارجي المباشر

الفرع الأول: تكلفة الأسهم العادية

إن تكلفة الأسهم العادية التي تصدر أو ما يسمى بالأموال المملوكة الخارجية تكون أعلى من تكلفة الأرباح المحتجزة وذلك بفرق مصاريف إصدار الأسهم العادية الجديدة. والسؤال الآن ماهو معدل العائد على الاستثمار الواجب كسبه على الأموال التي تم الحصول عليها بإصدار أسهم جديدة بحيث يصبح التصرف مقبولا أو بشكل آخر ماهي تكلفة الأسهم الجديدة؟. إن الإجابة على السؤال تكون باستخدام المعادلة التالية:¹

$$\text{تكلفة الأسهم العادية الجديدة} = \frac{\text{معدل العائد المطلوب للأسهم الجديدة}}{\text{تكلفة إصدار الأسهم الجديدة}}$$

الفرع الثاني: تكلفة الأسهم الممتازة

يمكن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة بأنها معدل العائد الذي يتطلع إليه المستثمرون على السهم الممتاز، وتشكل الأسهم الممتازة مثلها مثل الديون التزاما ماليا ثابت على المؤسسة تدفعه كنسبة معينة من الأرباح كل سنة، ويختلف السهم الممتاز عن الدين في أن الأول غير محدد بمدة زمنية معينة عكس الثاني الطي يكون محددًا بفترة يتعين على المؤسسة خلالها سداد الدين، إلا إذا نصت شروط الإصدار على عكس ذلك، كما أن الدائنون يحصلون على

¹ - عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 277، 278.

حقوقهم قبل حملة الأسهم الممتازة عند التصفية بينما يحصل حملة الأسهم العادية على حقوقهم بعد حملة الأسهم الممتازة عند إفلاس المؤسسة أو تعرضها للتصفية وهذه ميزة من مزايا الأسهم الممتازة.¹ ويتم حساب تكلفة الأسهم الممتازة كما يلي:²

$$\frac{\text{الربح الموزع للسهم الممتاز الواحد}}{\text{صافي بيع سهم ممتاز جديد}} = \text{تكلفة الأسهم الممتازة}$$

الفرع الثالث: تكلفة القرض السندي

في العادة تصدر السندات متضمنة مجموعة من التكاليف التي تضاف إلى التكلفة المالية بعد الضريبة على الأرباح، وتكمن هذه التكاليف في علاوة التسديد وتكلفة الإصدار.³ ومنه يتم حساب تكلفة القرض السندي بعد الضريبة وفق المعادلة التالية:⁴

بحيث أن:

M: قيمة السند عند الاستحقاق.

Kd: تكلفة القرض السندي.

P: قيمة بيع السند الصافية.

IS: معدل الضريبة على الأرباح.

N: مدة القرض السندي.

C: الكوبون السنوي (الفائدة السنوية) ..

¹ - محمد الفاتح محمود بشير المغربي، التمويل ومؤسسات مالية، الشركة العربية المتحدة، جمهورية السودان، 2011م، ص 239.

² - عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص 274.

³ - إلياس بن ساسي - يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 324.

⁴ - دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ص 332.

المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل الخارجي غير المباشر

تضم تكلفة مصادر التمويل الخارجي الغير مباشر كل من تكلفة الديون المتوسطة وطويلة الأجل والإعتماد الإيجاري والديون قصيرة الأجل.

الفرع الأول: تكلفة مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل

1. تكلفة الاستدانة:

تتمثل تكلفة الاستدانة في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للبنك، وذلك بعد تعديله لأغراض ضريبية أي بعد استبعاد الوفورات الضريبية، أما عملية الاستدانة يترتب عليها تدفقات داخلية تتمثل في قيمة القرض عند التعاقد، إضافة إلى تدفقات خارجة تتمثل في الفوائد التي تدفعها سنويا، بالإضافة إلى قيمة القرض عند أجل الاستحقاق، نظرا لتفاوت تواريخ التدفقات النقدية الخارجة فإنه يمكن الاستعانة بفكرة معدل العائد الداخلي لتقدير تكلفة الأموال، وبعبارة أكثر تحديدا تكلفة الاستدانة تتمثل في معدل الخصم الذي يتساوى عنده صافي متحصلات الأموال المقترضة مع القيمة الحالية للتدفقات التي تدفعها المؤسسة للبنك، وتقاس هذه التكلفة وفقا للنموذج التالي:¹

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{Rt + It(1 - IS)}{(1 + Kd)^t}$$

بحيث:

D: متحصلات الأموال المقترضة. n: مدة القرض.

It: مصاريف مالية قبل الضريبة للفترة t. IS: معدل الضريبة على الأرباح.

Rt: قسط القرض الذي ينبغي سداه عند نهاية الفترة t. Kd: تكلفة الاستدانة.

2. تكلفة قرض الإيجار:

تكلفة قرض الإيجار هي معدل العائد الأدنى الواجب تحقيقه من خلال الاستثمارات الممولة بقرض الإيجار، أي المعدل الذي تتساوى عنده القيمة الحالية التي تتحملها المؤسسة مع القيمة الحالية للدفعات (بعد خصم الضريبة)

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998م، ص75.

مضافا إليه ما تفقده المؤسسة من اقتصاد في الضرائب على الاهتلاكات خلال مدة العقد مضافا إليه قيمة إعادة شراء الأصل في نهاية العمر الاقتصادي.¹
وتحسب تكلفة القرض الإيجاري كما يلي:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Lt(1 - IS) + At \times IS}{(1 + Kcb)^t} + \frac{VRn}{(1 + Kcb)^n}$$

بحيث:

- V_0 : قيمة الاستثمار الممول بقرض الإيجار.
 Lt : قسط الإيجار السنوي للسنة t .
 At : قسط الاهتلاك السنوي للسنة t .
 VRn : قيمة إعادة شراء الاستثمار عند نهاية المدة.
 n : مدة القرض.
 IS : معدل الضريبة على الأرباح.
 Kcb : تكلفة قرض الإيجار.

الفرع الثاني: تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل

1. تكلفة التمويل في حالة الائتمان التجاري:

تتوقف قيمة تكلفة التمويل باستخدام الائتمان التجاري على الشروط الائتمانية التي يضعها المورد لمنح هذه التسهيلات الائتمانية، ففي ظل غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري مصدرا تمويلي بدون تكلفة تذكر.²
غير أنه قد ينقلب إلى مصدر تمويلي مرتفع التكلفة إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه وتلتزم بالشروط الائتمانية التي حددها المورد، فعندما تمر الفترة المقررة بإعادة سداد الائتمان التجاري دون قيام المؤسسة بالسداد، قد يترتب عليه تدهور سمعة المؤسسة في السوق وقد ينتهي بها الأمر إلى الخروج كلية من السوق.
وفي حالة ما إذا كان الائتمان التجاري الممنوح من المورد يتضمن شرطا يقضي بمنح خصم نقدي للعملاء في حالة السداد خلال فترة معينة، فإن البند الرئيسي في تكلفة الائتمان في هذه الحالة تتوقف قيمته على امكانية حصول

¹ - مبارك لسوس، التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012م، ص 196.

² - عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص ص 391، 392.

المؤسسة على هذا الخصم من عدمه، فإذا التزمت المؤسسة بالسداد خلال فترة الخصم النقدي وبالتالي تكلفة الائتمان التجاري في هذه الحالة تكاد منعدمة، فيما تزيد تكلفة الائتمان التجاري عندما تقوم المؤسسة بسداد مستحقاتها بعد انتهاء الفترة المقررة بمنح الخصم النقدي.

$$\text{معدل الخصم النقدي} \times \frac{360}{\text{فترة الائتمان} - \text{فترة الخصم}}$$

2. تكلفة التمويل في حالة الائتمان المصرفي:

تتمثل تكلفة التمويل في حالة هذا الائتمان في الفائدة التي تدفعها المؤسسة كنسبة مئوية من قيمة القرض التي حصلت عليه، ويمكن أن يطلق على هذه التكلفة بالتكلفة الاسمية تمييزاً لها عن التكلفة الفعلية المرتبطة بشروط الاتفاق بين المؤسسة والجهة المانحة للقرض، والمتأثرة أيضاً بمعدل الضريبة الخاضعة له أرباح المؤسسة. وهناك ثلاث احتمالات بشأن هذه الشروط هي:¹

✓ أن يطلب من المؤسسة الاحتفاظ برصيد معين.

✓ أن يطلب من المؤسسة سداد الفائدة مقدماً.

✓ أن يطلب من المؤسسة سداد القرض على دفعات.

ويمكن احتساب الفائدة وفق الأساليب التالية:

أ. احتساب الفائدة البسيطة:

يمكن احتساب الفائدة وفق هذه الطريقة على أساس قيام العميل بتسديد مبلغ الفائدة عند استحقاق القروض مع أصل قيمة القرض ويكون معدل الفائدة الحقيقي مساوياً لمعدل الفائدة الاسمي وتحسب كما يلي:²

$$\text{تكلفة الفائدة البسيطة} = \text{نسبة الفائدة} \times \text{قيمة القرض} \times \text{المدة}$$

¹ - فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسبوت، 2007م، ص 06.

² - طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 60.

ب. الفائدة المخصومة:

وهي الفائدة التي يتم خصمها من قيمة القرض عند توقيع العقد مع المصرف، ولذلك يسمى بالقرض المخصوم، وبموجب هذا الشرط سوف لا يحصل المقترض على كامل قيمة القرض، وهنا سيختلف معدل الفائدة الحقيقي إذ أنه سيكون أكبر من معدل الفائدة الإسمي. ولمعرفة كلفة القرض الحقيقي يتم احتساب معدل الفائدة الحقيقي بالطرق التالية:¹

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{أصل قيمة القرض} - \text{الفائدة المدفوعة}}$$

ج. احتساب كلفة القرض بطريقة الرصيد المعوض:

تتضمن بعض الشروط عند منح الائتمان المصرفي إلزام العميل بالاحتفاظ بحد أدنى من الرصيد لدى حسابه في المصرف، وتتراوح هذه النسبة بين 10%-20% من قيمة القرض، والغرض من ذلك تقوية المركز النقدي للعميل وإن هذا الشرط سيؤدي إلى رفع معدل الفائدة الحقيقي للقرض لانخفاض المبلغ المستثمر فعلا من قبل العميل.²

¹ - دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 233.

² - دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ص 233.

خلاصة الفصل:

تعرضنا في هذا الفصل إلى قياس مردودية المؤسسة، حيث:

تعرفنا في المبحث الأول على ماهية المردودية من خلال تعريفها وأنواعها وكذلك مؤشرات قياسها وعلاقتها بالرفع.

أما في المبحث الثاني فقد تطرقنا إلى التشخيص المالي للمؤسسة من خلال مفهوم التشخيص وأدواته ومراحله التي تتمثل في تحليل الهيكل المالي من خلال مؤشرات التوازن المالي، وتقييم النشاط، وقياس الأداء المالي بواسطة النسب المالية.

أما بخصوص المبحث الثالث من هذا الفصل فقد تطرقنا إلى أثر تكلفة مصادر التمويل على مردودية المؤسسة، من خلال حساب تكاليف مختلف مصادر تمويل المؤسسة.

تمهيد:

من أجل إجراء البحث قمنا بتربص ميداني في المؤسسة لمدة ثلاثة أشهر، كان الغرض منه جمع المعلومات والمعطيات التي تخدم الموضوع وذلك بالرجوع إلى الوثائق الداخلية للمؤسسة.

وبناء على ما سبق ذكره ارتأينا تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث أساسية يندرج تحت كل مبحث مجموعة مطالب كما يلي:

المبحث الأول: تقديم المؤسسة - مختلف مديرياتها وظائفها وأهدافها.

المبحث الثاني: دراسة وتقييم الهيكل المالي للمؤسسة.

المبحث الثالث: تشخيص الهيكل المالي للمؤسسة.

المبحث الأول: تقديم مؤسسة ORAC

تمثل المؤسسة وحدة تقنية، وهي عبارة عن مجموعة من الإمكانيات المادية، البشرية والمالية، التي يتم مزجها في محيط اقتصادي من اجل الحصول على الأرباح ، وهذه الوحدة مستقلة عمليا لكنها تابعة لغيرها قانونيا، وبالتالي هي ذات استقلال مالي ومخصصة للإنتاج وتبادل السلع والخدمات، وهذا كون المؤسسة وحدة، وفي نفس الوقت هي تشكيلة مستقلة يجب عليها إيجاد زبائن وإشباع حاجياتهم، وكونها كذلك مستقلة ماليا فهي عبارة عن مشروع أو جزء من مخطط، ويمكن أن تكون جامعة أو إدارة حكومية أو مؤسسة اقتصادية ذلك لكونها وحدة اقتصادية قائمة بذاتها.

المطلب الأول: نشأة المؤسسة وهيكلها التنظيمي

الفرع الأول: نشأة المؤسسة

نشأ الديوان الوطني القومي لإنتاج الدواجن في منتصف الستينات، بمؤسسة واحدة مع فروعها المتواجدة عبر

التراب الوطني:

- مجمع الشرق.
- مجمع الغرب.
- مجمع الوسط: والذي يضم 22 وحدة من بين هذه الوحدات:
 - مركب تربية الدواجن- عين بسام- البويرة.
 - مركب تربية الدواجن- حيزر- البويرة.
 - مركب تربية الدواجن- قورصو- بومرداس.

فرع إنتاج الدواجن "AVIARIB"، هي مؤسسة لشخص واحد ذات مسؤولية محدودة وهي فرع من مجمع دواجن الوسط "ORAC"، أنشأت بقرار رقم 01 من طرف الجمعية العامة غير العادية: 1997/10/01م، وذلك قصد تقسيم نشاطات الإنتاج، برأسمال 130.000.000.00 دج، لصاحب الشركة الوحيد وبمقتضى القانون وقعت زيادة رأس المال فأصبحت 160.000.000.00 دج، وذلك في أوت 1988م، يقع مقرها الرئيسي بشارع الشهداء بعين بسام ولاية البويرة، وتقدر مساحتها الأربعة بحوالي 44 هكتار، ويشغل بها 329 عامل، منهم إطار سامي 15، 28 إطار، 87 عون تحكّم، و 108 عامل منفذ وعمال متعاقدين بالتوقيت الكلي

63 والتوقيت الجزئي 11 وعمال في اطار عقود (CTA)، بالإضافة إلى 11 متربصين وعقد واحد ما قبل التشغيل.

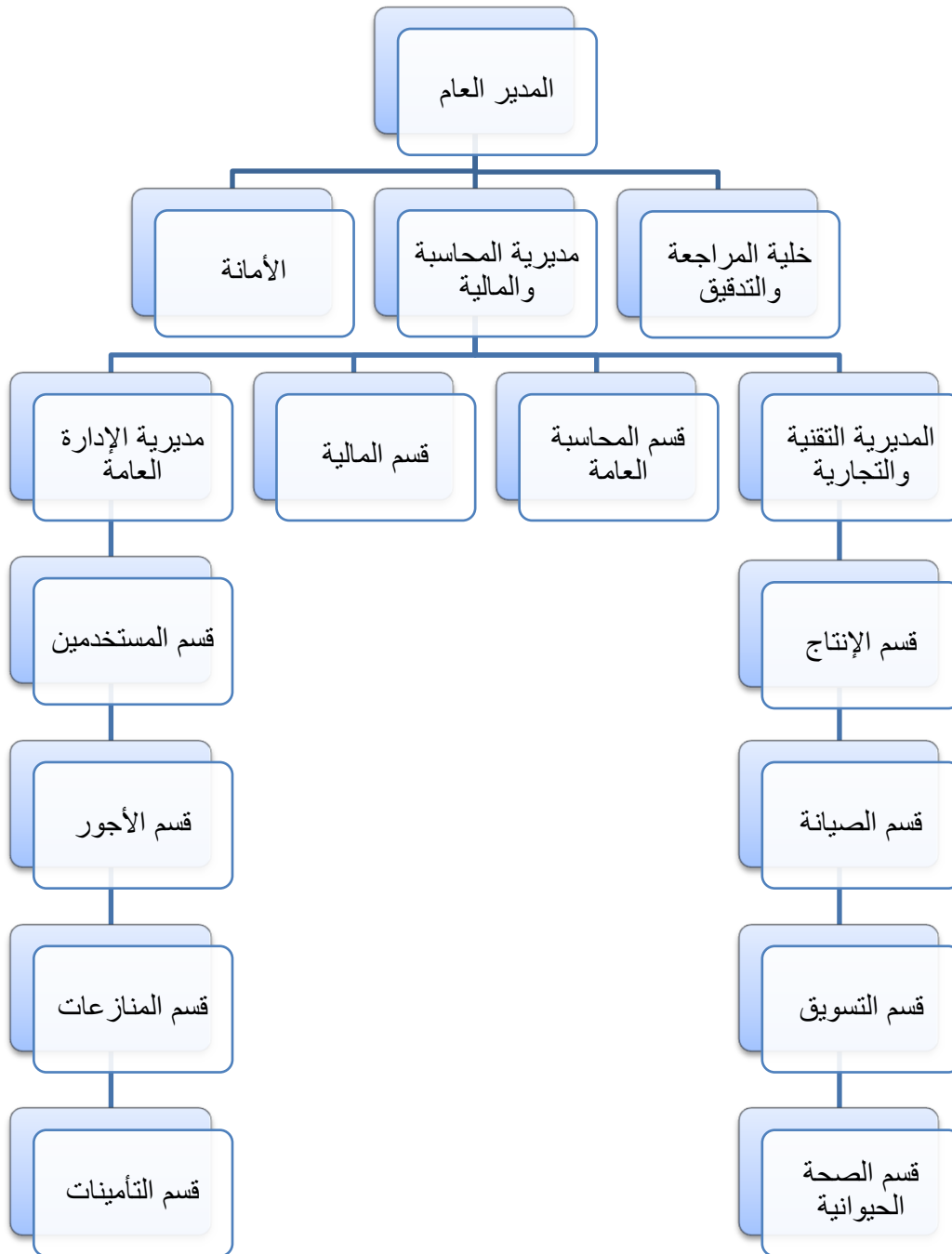
وفي 01 جانفي 2005م، أصبح اسمها مداجن عريب عين بسام تضم 9 مراكز إنتاجية كالتالي:

- ✓ مركز إنتاج طيران 1.
- ✓ مركز إنتاج طيران 2.
- ✓ مركز إنتاج الحمزاوية.
- ✓ عين العلوي.
- ✓ درموش.
- ✓ سمعون بجاية.
- ✓ اقبو بجاية.
- ✓ دراع الميزان تيزي وزو.
- ✓ حيزر.

وهذه المرحلة من التغييرات طبقت بقرارات حل من طرف مجلس إدارة المديرية لمجمع تربية الدواجن.

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة ORAC

الشكل رقم (03): الهيكل التنظيمي لمؤسسة ORAC



المصدر: وثائق مقدمة من طرف المؤسسة.

من خلال الهيكل التنظيمي لمؤسسة ORAC نجد أنها تتكون من مديرتين وكلاهما تتفرعان إلى مصالح وأقسام وعلى رأس كل منهم رئيس له مهام محددة ومعينة ويتولى إدارتها وتنظيمها والسهر على إدارتها. وهذه المديرية هي:

1. الرئيس المدير العام: يباشر مهامه مباشرة بعد صدور قرار تعيينه من طرف المديرية العامة لمجمع تربية الدواجن

بالوسط، ويقوم بمتابعة السير الحسن للمؤسسة وهو المشرف الأول على المراكز الثلاثة وعلى المديرتين، ويسهر على تحقيق جميع المتطلبات لضمن السير الحسن للمؤسسة ويتم ذلك بالقيام بعدة مهام من بينها :

- تحديد منهجية وإستراتيجية صحيحة تسيير عليها المؤسسة.
- إصدار واتخاذ و درس القرارات الهامة داخل المؤسسة.
- يرأس مجلس الإدارة الذي يجتمع لمناقشة مشاكل المؤسسة والبحث عن حلول ناجحة لها.
- التنظيم ما بين المديرتين.
- التعيين الفصل بين المسؤولين.
- تسيير وتوجيه مهام المؤسسة.
- يقوم بإعداد التقارير للجهات المهنية حول نشاط المؤسسة.
- تنشيط العلاقات الخارجية.
- يعتبر كمثل أول للمؤسسة أمام القضاء والجهات الخارجية وله مهام أخرى يساعده (مساعد الرئيس المدير العام مكلف بالنزاعات) من مهامه تسيير نشاطات ذات طابع اجتماعي داخل الوحدة والقيام بتخصيص المبالغ الموجهة لهذا الغرض، ويقوم كذلك بمتابعة القضايا والنزاعات التي تنشأ بين المؤسسة وأحد عمالها أو بينها وبين احد زبائنها أو مورديها سواء كانت مؤسسات أو أشخاص ومتابعتها إلى غاية انتهائها بتخصيص المبالغ اللازمة لذلك أي هو المتصل الأول بالجهات القضائية وبمحامي المؤسسة.
- **كاتبة المدير:** تتولى مساعدة المدير في ترتيب وثائق وتذكيره بمواعيد والحفاظ على استمرارية مكتبه ومعالجة البريد الوارد للمؤسسة والصادر منها عن طريق عملية التسجيل.

2. **مديرية المالية والمحاسبة:** تعتبر هذه المديرية من أهم المديرية في المؤسسة فهي الحلقة التي تدير عليها المؤسسة حيث تشرف هذه الأخيرة على تسيير أملاك الوحدة المنقولة والثابتة، وكذلك تخطيط وتنشيط سياسة التسيير المحاسبي والإداري وتتكون من قسمين:
- مسك مختلف الحسابات.
 - إعداد الميزانية (الافتتاحية، الختامية، التقديرية).
 - متابعة استعمال الموارد المالية والمادية.
 - مسك بقية الدفاتر المحاسبية للمؤسسة (اليومية العامة، اليومية المساعدة، دفتر الأستاذ، جدول حسابات النتائج، ميزان المراجعة... الخ)، وتقوم هذه العمليات بالاعتماد على وثائق تبريرية نذكر منها على سبيل المثال: وصل الاستلام، وصل التسليم، وصل الدخول والخروج والفاتورة... الخ.
 - كما تقوم بترتيب الملفات والأوراق المبررة للعمليات فهي تضمن مسك الدفاتر وفق القانون والمخطط المحاسبي الوطني وكذا ضمان مهمة التسيير المالي ومراقبة الميزانية، بالإضافة إلى القيام بمختلف التسويات سواء أثناء الدورة أو في نهايتها وكذلك تقديم الوثائق الخاصة بالضرائب ومراقبتها وتسديدها ويستعمل في عملية التسجيل جهاز الحاسب من اجل تنظيم العمل وسرعة التنفيذ لبعض التسجيلات الكتابية ويتم مسك اليومية المساعدة حسب الحاجة ونذكر منها:

- اليومية المساعدة للمشتريات.
- اليومية المساعدة للمبيعات.
- اليومية المساعدة المخزونات.
- اليومية المساعدة للأجور.
- اليومية المساعدة للبنك.
- اليومية المساعدة لعمليات أخرى.

نلاحظ أن المؤسسة لا تتعامل بالصندوق (الدفعة الفوري) بشكل كبير أي انه محدود بمبلغ: 1500 دج وينحصر على عمليات قليلة مثل: تسديد منح الممتهين والفواتير ذات المبالغ البسيطة أما البنك فيلعب دور هام في معاملات المؤسسة حيث تتم معظم العمليات إن لم نقل مجمل العمليات عن طريقه تسديدا وتحصيلا وتستعمل المؤسسة في هذا القسم كل من:

- المحاسبة العامة لتقييد العمليات ووضع الميزانيات ومسك الدفاتر.
- المحاسبة التحليلية لمعرفة التكاليف المتغيرة وغير المباشرة والتكاليف الثابتة في مراحل الإنتاج ووضع هامش ربح.
- التسيير الموازي (وضع الميزانية التقديرية) للمشتريات والإنتاج.

3. مديرية الادارة العامة: يشرف هذا الجهاز على الموارد البشرية المتمثلة في 197 عامل بالإضافة إلى تسيير أملاك

المؤسسة وكذا التخطيط وتنشيط سياسة تسيير العمال فيما يخص المنصب والتكوين ومن مهامها نجد :
تسيير الموارد البشرية وتنفيذ ومراقبة الأجور وذلك بتجنيد كل الطاقات البشرية لتحقيق الأهداف المرجوة وهي تتكون من:

- **نائب مدير الإدارة العامة:** وهو المشرف الأول في هذا القسم ويهتم بالسير الحسن لمختلف الإطارات التي هي تحت إدارته ويهتم بالموارد البشرية وتأمينات ويقوم بمراقبة ومتابعة الأعمال التي يقوم بها كل إطار في هذا القسم ومن بين الإطارات التي هي تحت إشرافه نجد:
- **رئيس مصلحة الإدارة:** يشرف على الأقسام وضمان السير الحسن لمصلحة الإدارة العامة والتنسيق بينهم وتنظيم العلاقات الخارجية مع المصالح الأخرى ويشرف على أربعة أقسام وكل قسم يشرف عليه رئيس أو إطار مسير وهذه الأقسام هي:

➤ **قسم الأجور والشؤون الاجتماعية:** يعمل تحت إشراف إطارين هما:

- أ. **إطار تسيير مكلف بالأجور:** يقوم بتجميع التوقيعات اليومية للدخول ويقوم كذلك بإعداد الأجر وبعدها يقوم بطباعتها ومنها إعداد بطاقة الأجرة ويقوم كذلك بدفع مستحقات الضمان الاجتماعي والتي تقدر ب 35% حيث:

9% منها يدفعها العامل و 26% تدفعها المؤسسة وتقوم بجمع معطياته أو المعلومات الخاصة بالأجير من مصلحة المستخدمين مثل الحالة الاجتماعية للعامل (متزوج، أعزب، له أطفال... الخ).

- ب. **إطار تسيير مكلف بالشؤون الاجتماعية :** يقوم بتعويض مستحقات أو المصاريف الطبية عن طريق الاتصال بمصلحة الضمان الاجتماعي ويعتبر كمراسل اجتماعي وهو عبارة عن وسيط بين المستخدم وصناديق الضمان الاجتماعي.

- **قسم تسيير المستخدمين :** يعمل تحت إشراف إطار تسيير مكلف بالمستخدمين من مهامه تسيير الملف الإداري وذلك بوضع تقارير عن العطل السنوية، التقاعد... الخ.

ويهتم كذلك بحضور المستخدمين أي عنده يقوم العامل بإثبات حضوره عن طريق سجل اليومي للحضور ويهتم كذلك بالتأمينات.

ملاحظة: يتكون الملف الإداري من:

- الحالة الدنية.

- الحالة المهنية.

- العطل السنوية.

- العقوبات والتقارير الطبي.

➤ **قسم الإمكانيات العامة:** يعمل تحت إشراف إطار تسيير من مهامه:

- السهر على إبقاء الوسائل العامة للمؤسسة في أحسن حال.

- توفير جميع الإمكانيات اللازمة للسير الحسن وضمن استمرارية النشاط وهذه الإمكانيات عبارة عن وسائل

تسخر لتسهيل مهام المصالح الأخرى لتحقيق الأهداف المرجوة ومن بين هذه الوسائل : الأدوات، المعدات، أدوات المكتب، الأجهزة وحتى الوقود لوسائل النقل.

➤ **قسم الأمن:** يرأسه رئيس فوج وهذا القسم يتكون من مجموعة أعوان ويتولى هذا القسم المهام التالية:

- السهر على حماية أملاك المؤسسة والحفاظ على كيانها.

- القيام بمتابعة الحالة الأمنية داخل المؤسسة ليلا ونهارا.

- تنظيم عملية دخول وخروج الوسائل مثل السيارات وتوجيه الأشخاص القادمين إلى المؤسسة.

4. **المديرية التقنية التجارية:** تمثل هذه المديرية مكانة هامة وأساسية لاستمرارية المؤسسة كما تعتبر القلب النابض

لكل وظائفها وهذه المديرية عبارة عن ضمان لنجاح المؤسسة وتحقيق الأهداف المسطرة تضمن ما يلي:

- نائب المدير التجاري.

- رئيس مصلحة المخزونات.

- رؤساء المركز (مركز طيران 1، مركز طيران 2، و مركز الحمزاوية).

✓ **نائب المدير التجاري:** يشرف على رؤساء المصالح التابعة لهذه المديرية ويسهر على تنظيم العمل فيها والتنسيق

بين المصالح والأقسام ويهتم بجمع ما يخص المنتج ضمن مواد أولية وتخزين وإنتاج... الخ.

- ✓ **رئيس مصلحة التجارة:** يقوم بالوقوف على الأقسام الأخرى، وضع إستراتيجية عمل صحيحة تسير بها هذه الأقسام وهو الذي يعطي المعلومات إلى مصلحة المحاسبة والمالية ومنه تعرف كمية المخزونات والمبيعات والمواد الأولية المشتراة، ويهتم بالتموين، البيع والتوزيع وبالتالي يقوم بالبحث عن مصادر التموين للمؤسسة خارجيا وداخليا وذلك بالبحث عن موردين مناسبين وذوي كفاءة عالية كمؤسسة إنتاج الأنعام بعين بسام "O.N.A.B"، التي تموين المؤسسة بالأغذية اللازمة للكتاكتيت والدجاج و مؤسسة "MEDI VAT"، التي تموين المؤسسة بالأدوية اللازمة وكذلك تقوم هذه المصلحة بعملية البيع وتحتل هذه الوظيفة مكانة رئيسية لاستمرار المؤسسة كما تعتبر المحرك الرئيسي لكل الوظائف وتتولى عملية بيع المنتج النهائي القادم من مراكز الإنتاج والمخزن كما تقوم بإعداد ملفات خاصة بالزبائن المتعاملين مع الوحدة وتقوم كذلك بإعداد مخطط البيع السنوي المنتج.
- ✓ **رئيس قسم المخزونات:** يقوم بمراقبة مستويات المخزون، تخزين الأغذية، قطع الغيار والمنتج ومستلزمات أخرى في المخازن. و يقوم كذلك بعمليات الجرد اليومي للمخزون من دخول وخروج ويعمل معه مسير المخزونات الذي يعطي له المعلومات والأوامر لتسيير المخزن وله علاقة مباشرة مع مصلحة التسويق ومراكز الإنتاج ويستعمل وثائق تبريرية في عملياته منها: (وصل الدخول والخروج، وصل الطلبية، وصل الاستلام، بطاقة المخزون... الخ).
- ✓ **رؤساء المراكز:** من السابق نجد أن للمؤسسة ثلاث مراكز إنتاجية، تقوم هذه المراكز بإنتاج الدجاج البياض فنقوم باستقبال الكتاكتيت المشتراة وتقوم بتربيتها إلى غاية بلوغها 18 أسبوعا فتصير عبارة عن دجاج بياض ومن ثم يبعه ومن مهام هذه المراكز نجد:
- إعلام المديرية العامة بنشاطات الإنتاج.
 - إعداد وتنشيط سياسة الإنتاج في إطار المعطيات المقدمة له.
 - ضمان جودة المنتج وربط العلاقة مع المخبر الخارجي فيما يخص العينات (الكتاكتيت، أغذية المنتج والأدوية)، ولكي تحافظ هذه المراكز على مراحل الإنتاج تقوم بالاهتمام بالصحة الحيوانية والصيانة فتستعين ببيطرة وتقنيين في إصلاح المعدات للورشات في مختلف الاختصاصات فتقوم ب:
 - توفير الأغذية اللازمة لنمو الكتاكتيت والأدوية الملائمة لضمان صحة المنتج والتي تحتوي بروتينات وفيتامينات خلال كل مرحلة من مراحل تطور المنتج.
 - توفير شروط حياة المنتج من إضاءة وتهوية وحرارة.
 - القيام بتلقيح الكتكوت وتنظيف الورشات.

- المحافظة على صيانة الوحدات وهذا في إطار المخطط الوطني لصيانة المؤسسة.
- المتبعة اليومية لمختلف المعدات.
- إزالة العطب المكرر وهذا بالمتابعة الميدانية والصيانة والمحافظة على آلات الإنتاج.
- القيام بعمليات التنظيف اليومية أو الدورية للآلات.

المطلب الثاني: نوعية نشاط المؤسسة.

يقوم مركب إنتاج الدواجن بعين بسام، إنتاج الدجاج البياض ودجاج الاستهلاك وبيض الاستهلاك وهو المنتج النهائي ومن هنا يمكن للمؤسسة بيع هذا المنتج، ومراحل الإنتاج تتمثل فيما يلي:

المرحلة الأولى:

شراء المواد الأولية التي تتمثل في كتاكيت عمرها يوم واحد من إحدى المركبات الإنتاجية للكتاكيت مثل مركب الصومعة بالبلدية، وهذه الكتاكيت من نوع TETRA-SL و ISA.SL وتكون ملقحة ثم يتم شحنها من قبل المركب في وسائل نقل خاصة للحفاظ على الكتكتوت.

المرحلة الثانية :

يتم وضع هذه الكتاكيت داخل بنايات الإنتاج والتي تقدر سعتها ب 55000 كتكتوت والتي تحتوي على بطاريات الإنتاج المجهزة والموجودة في ثلاث مراكز، تقدر سعة المركز الواحد 220000 كتكتوت.

شراء المواد اللازمة من اجل نمو الكتاكيت والذي يدخل في طور الإنتاج وهو الهدف المرجو للوصول إلى دجاج بياض، وهذه المواد تتمثل في:

1. غذاء الإنعام وهو الغذاء الأساسي لنمو الكتاكيت وهو يتغير حسب سن الكتكتوت إلى ثلاثة أغذية:

● غذاء كتكتوت الانطلاق (Aliment démarrage).

● غذاء طيور الانطلاق (Aliment PFP1).

● غذاء الدجاج البياض (Aliment pfp2).

2. الأدوية البيطرية.

3. الماء (الصافي).

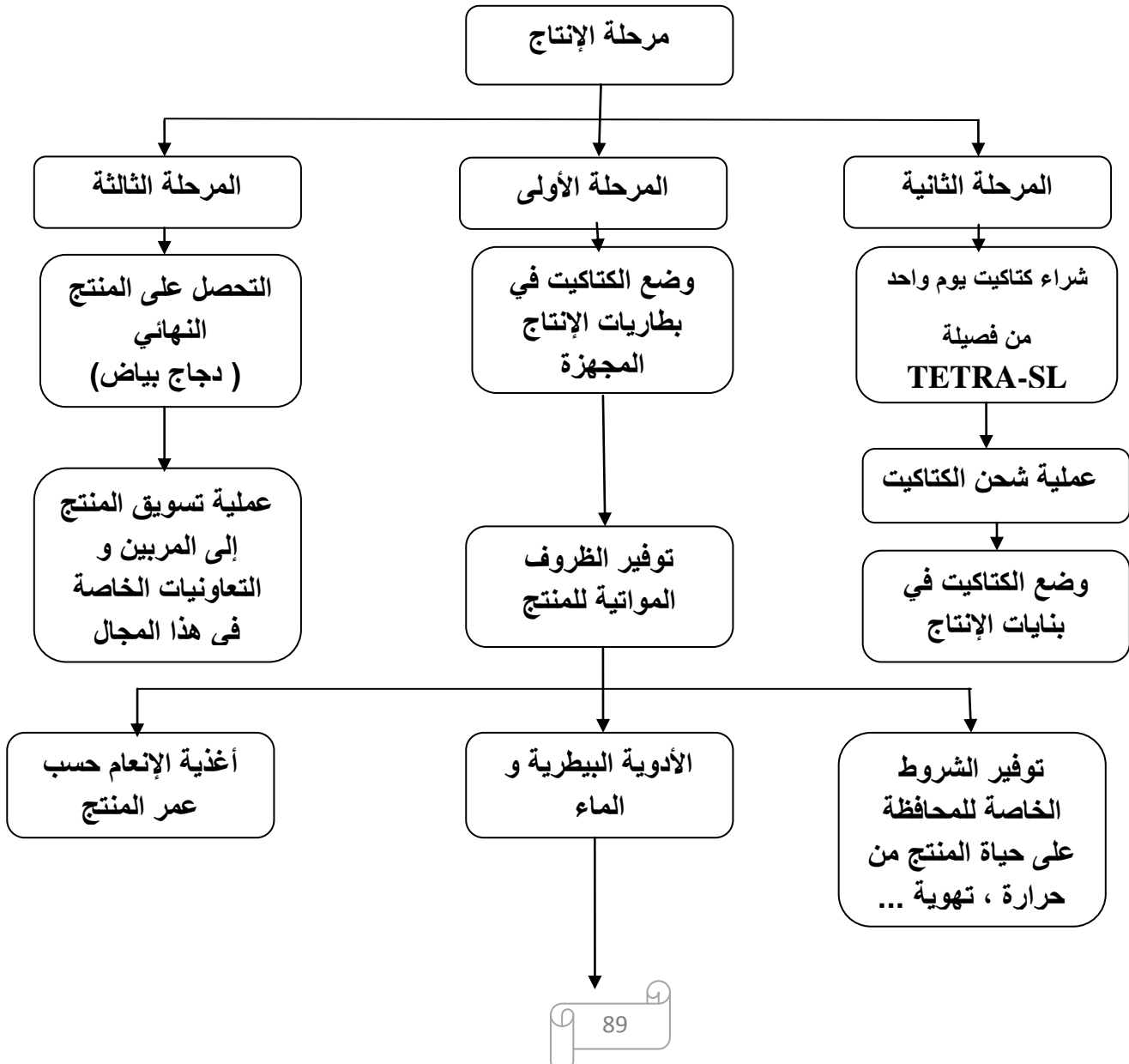
4. توفير شروط خاصة للمحافظة على حياة الكتكوت من : إنارة، حرارة، تهوية وتنظيف.

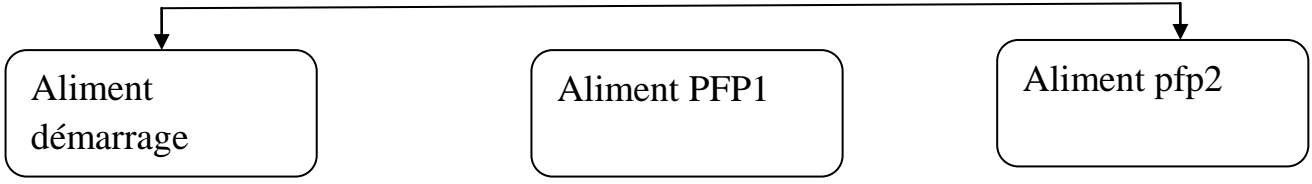
المرحلة الثالثة:

بعد مرور 18 أسبوعا (المرحلة الأولى والثانية) يصبح المنتج قد اكتمل أي الحصول على دجاج بياض فمن هنا تنتهي مراحل الإنتاج وتبدأ عملية التسويق إلى المربين والتعاونيات الفلاحية الخاصة في هذا المجال. أما فيما يخص الدجاج المخصص للاستهلاك بعد مرور 50 يوم يوجه إلى المذابح ويقوم بتسويقه للجهات المدنية والعسكرية.

و يمكن تلخيص هذه المراحل الإنتاجية في هذا الهيكل النموذجي:

الشكل رقم (01): مراحل الإنتاج في مؤسسة ORAC.





المصدر: إعداد رئيس مصلحة الإدارة.

المطلب الثالث: دور المؤسسة في التنمية الاقتصادية، أهدافها ومهامها

لكل مؤسسة دور وأهمية في التنمية، ويعتبر ذلك مبرر لوجودها بالإضافة إلى أهداف تسعى لتحقيقها.

الفرع الأول: المؤسسة ودورها في التنمية الاقتصادية:

تلعب المؤسسة دورا هاما في التنمية الاقتصادية باعتبارها تقع في منطقة خصبة وتعتبر تربية الحيوانات فيها نشاط غالبية سكانها، لذا فهي توفر الدجاج البيض لمربي الحيوانات، وهي بذلك تغطي احتياجات الفلاحين مما يدعم الأسواق بالبيض واللحوم البيضاء والحد من الاستيراد، بالإضافة لكونها توفر مناصب شغل وهي بصدد القيام بعدد من المشاريع الاستثمارية الأخرى منها: العمل على إضافة نوع جديد من المنتج والمتمثل في الديك الرومي واسع الاستهلاك.

الفرع الثاني: مهام المؤسسة على الساحة الاقتصادية:

- من المهام التي تتطلع المؤسسة إلى القيام بها هي :
- إنتاج بيض التفقيس وهو منتج وسيط.
- إنتاج كتكوت الدجاج البيض وهو منتج وسيط كذلك.
- إنتاج الدجاج البيض وهو منتج نهائي.
- المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية وذلك بتطوير المنتج وتنويعه والحد من البطالة والقيام باستثمار مبالغ لخلق مناصب شغل جديدة.
- تغطية الأسواق الوطنية بالمنتج لتلبية طلبات الفلاحين وهي تطمح للتصدير.
- ومن مهام المؤسسة كذلك تكوين المتربصين والتقنيين خاصة أنها تقع قرب مركز التكوين المهني والتكوين بعين بسام.

الفرع الثالث: الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها

تحسين مستوى التوعية لمواجهة المنافسة الوطنية والدولية.
 تطوير ثقافة موجهة للزبائن قصد تدعيمهم وتلبية رغباتهم بأحسن نوعية والسعر الملائم لمتطلبات السوق، وتقديم
 النصائح لهم وإرشادهم.
 تحقيق الاكتفاء الذاتي من اللحوم والبيض .
 تطوير الجهاز الإنتاجي تماشياً مع متطلبات العصر.
 تطوير الإعلام الداخلي والخارجي.
 تطوير وتقوية التدقيق الداخلي.

المطلب الرابع: مصادر تمويل مؤسسة ORAC

تعتمد مؤسسة ORAC على التمويل الذاتي، الأموال الخاصة (التمثلة في الاحتياطات)، لكن بزيادة التزاماتها
 الدورية وجدت نفسها أمام حتمية اللجوء إلى التمويل الخارجي.

الفرع الأول: مصادر التمويل الداخلي للمؤسسة:

تمثل مصادر التمويل الداخلي لمؤسسة ORAC في احتياطات المؤسسة بالإضافة إلى الاهتلاكات والمؤونات
 ذات الطابع الاحتياطي.

الفرع الثاني: مصادر التمويل الخارجي للمؤسسة:

تعتمد مؤسسة ORAC على التمويل الخارجي قصير الأجل، حيث بعد التقرب من المؤسسة تم ملاحظة أنها
 لا تعتمد على القروض طويلة ومتوسطة الأجل وتكتفي فقط بالديون قصيرة الأجل المتمثلة في: قروض الموردين، وعند
 الضرورة الائتمان المصرفي.

المبحث الثاني: دراسة وتقييم الهيكل المالي لمؤسسة ORAC

تقاس الصحة المالية للمؤسسة بمدى قدرتها على مدى مواجهة التزاماتها المالية في تواريخ استحقاقها من جهة ومن جهة أخرى بمدى إمكانية على خلق عوائد مالية تساعد في تطوير نشاطها وتوسيعه، مما يضمن لها البقاء في عالم الأعمال. ولاختبار مدى استعداد المؤسسة على مواجهة التزاماتها المالية بحلول آجال استحقاقها وقدرتها على تحقيق مردودية مناسبة تساعد على القيام بنشاطها وتوسيعه. سنقوم بحساب بعض مؤشرات التوازن المالي وحساب مجموعة من النسب المالية.

المطلب الأول: تحليل الهيكل المالي لمؤسسة ORAC

تم دراسة الهيكل المالي وتحليله من خلال الإطلاع على الميزانية المالية لمؤسسة ORAC للفترة (2013-2015)، ودراستها من أجل تحليل أهم التغيرات والتطورات التي طرأت على المؤسسة خلال هذه الفترة بالإضافة إلى حساب مؤشرات التوازن المالي، وهذا ما يسهل تحديد الوضعية المالية للمؤسسة.

الفرع الأول: الميزانية المالية المختصرة للفترة 2013-2015

سيتم من خلال هذا الفرع إعداد الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة ORAC خلال الفترة 2013-2015، وحساب نسب تطور عناصرها.

الجدول رقم (01): الميزانية المختصرة لمؤسسة ORAC - جانب الأصول - للفترة (2013-2015)

الوحدة: 1000 دج.

الهيكلية	2015	الهيكلية	2014	الهيكلية	2013	اليان
						الأصول غير الجارية
%0,01	393	%0,02	625	%0,01	283	- تشييات معنوية
%15,9	507180	%17,87	529924	%12,19	313256	- تشييات مادية
%2,23	71207	%2,4	71302	%3,55	91305	- تشييات مالية

18,13%	578780	20,3%	601851	16%	404484	مجموع الأصول غير الجارية
						<u>الأصول الجارية</u>
9,4%	299415	7,22%	214188	10,04%	258146	- قيم الاستغلال
70,9%	2260451	69,68%	2065633	73%	1870248	- القيم المحققة
1,7%	52323	2,77%	82369	1,14%	36277	- قيم جاهزة
81,9%	2612190	79,7%	2362190	84,24%	2164530	مجموع الأصول الجارية
100%	3190970	100%	2964041	100	2569374	المجموع الإجمالي للأصول

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

التعليق على عناصر الميزانية المالية المختصرة -الأصول- للفترة (2013-2015):

من خلال الجدول نلاحظ ارتفاع في المجموع الإجمالي للأصول، وهذا راجع إلى ارتفاع الأصول غير الجارية في سنة 2015م، مقارنة بسنة 2013م، وهذا بسبب زيادة التثبيتات المادية بشكل ملحوظ والتثبيتات المعنوية بشكل طفيف، ومن جهة أخرى إلى ارتفاع الأصول الجارية من 2013م إلى 2015م، وهذا يعود إلى الارتفاع الكبير في القيم المحققة بصفة عامة حقوق الزبائن بصفة خاصة.

كما نلاحظ أيضا من خلال نسب هيكلية كل عنصر من عناصر الأصول أن الأصول الجارية تمثل تقريبا

80% من مجموع أصول المؤسسة، وهذا راجع إلى طبيعة نشاط المؤسسة الاستغلالي.

الجدول رقم (02): الميزانية المختصرة لمؤسسة ORAC - جانب الخصوم - للفترة (2013-2015)

الوحدة: 1000دج

الهيكلية	2015	الهيكلية	2014	الهيكلية	2013	البيان
						<u>الأموال الدائمة</u>
5,39%	172049	7,62%	225979	4,38%	112543	- الأموال الخاصة
3,37%	107567	3,85%	114202	3,67%	94480	- الخصوم الغير جارية
8,76%	279616	11,47%	340181	8,05%	207023	مجموع الأموال الدائمة
						<u>الخصوم الجارية</u>
91,23%	2911354	83,47%	2474165	91,9%	2362351	- الخصوم الجارية ماعدا
						التسبيقات المصرفية
-	-	5,05%	149696	-	-	- التسبيقات المصرفية

23,91%	2911354	52,88%	2623861	91,9%	2362351	مجموع الخصوم الجارية
100%	3190970	100%	2964041	100%	2569374	المجموع الإجمالي للخصوم

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

التعليق على عناصر الميزانية المالية المختصرة -الخصوم- للفترة (2013-2015):

من خلال الجدول نلاحظ ارتفاع مجموع الأموال الدائمة من سنة 2013م إلى سنة 2015م، وهذا راجع إلى ارتفاع الأموال الخاصة وهذا بسبب التحسن في النتيجة الصافية (بالرغم من أنها سالبة)، هذا من جهة، وارتفاع في الخصوم غير الجارية بسبب الزيادة في المؤونات والإرادات المقدرة سلفا من جهة أخرى. أما فيما يخص الخصوم الجارية فقد ارتفعت من سنة 2013م، إلى سنة 2015م، وهذا يعود إلى ارتفاع ديون الموردون والديون الأخرى.

كما نلاحظ من خلال نسب هيكلية كل عنصر من عناصر الخصوم أن الخصوم الجارية تمثل تقريبا 90% من مجموع الخصوم، وهذا يعني أن المؤسسة تعتمد بشكل كبير جدا على الخصوم الجارية لتمويل احتياجاتها قصيرة الأجل.

الفرع الثاني: مؤشرات التوازن المالي

سنقوم بحساب مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة ORAC كما يوضحها الجدول الآتي:

الجدول رقم (03): مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة ORAC

الوحدة : 1000دج

التغير (%) 2015/2013	2015	التغير (%) 2014/2013	2014	2013	البيان
35%	279616	64%	340181	207023	الأموال الدائمة (1)
43%	578780	49%	601851	404484	الأصول الغير جارية (2)
-67%	-299164	-33%	-261670	-197461	رأس المال العامل = FR (1)-(2)
16%	299415	-17%	214188	258146	قيم الاستغلال (3)
21%	2260451	10%	2065633	1870248	القيم المحققة (4)
23%	2911354	47%	2474165	2362351	الخصوم الجارية ماعدا التسبيقات المصرفية (5)
					احتياجات رأس المال العامل

50%-	-351488	17%	-194344	-233957	$(5)-[(4)+(3)] = \text{BFR}$
43%	52324	-284%	-67326	36496	$\text{BFR} - \text{FR} = \text{TR}$ الخزينة

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

التعليق على مؤشرات التوازن المالي:

- رأس المال العامل سالب خلال السنوات الثلاثة، وهذا يعني أن الأموال الدائمة غير كافية لتغطية الأصول غير الجارية، وعليه سيتم تمويل هذا الجزء باستخدام الخصوم الجارية (ديون قصيرة الأجل)، وهذا يؤدي إلى اختلال توازن الهيكل المالي، كما نلاحظ أن رأس المال العامل وبالرغم من أنه سالب فإنه ينخفض من سنة لأخرى وهذا يعود إلى ارتفاع الأصول غير الجارية بنسبة أكبر من ارتفاع الأموال الدائمة.
- احتياج رأس المال العامل سالب، وهذا يعني أن المؤسسة ليس لديها احتياج، بمعنى أن موارد دورة الاستغلال قادرة على تغطية احتياجات دورة الاستغلال.
- الخزينة في سنة 2013م كانت موجبة بالرغم من أن رأس المال العامل سالب وهذا يعود إلى الفائض من موارد دورة الاستغلال بعد تغطية الأصول غير الجارية (خزينة موجبة مؤقتة). أما في سنة 2014م فقد تدهورت الخزينة وأصبحت سالبة، أما في سنة 2015م فقد عرفت تحسن ملحوظ وأصبحت موجبة.

المطلب الثاني: تقييم النشاط لمؤسسة ORAC

سيتم حساب الأرصدة الوسيطة للتسيير للفترة (2013-2015) بالاعتماد على معطيات جدول حسابات النتائج للمؤسسة، وهذا بتحليل وتقييم نشاط المؤسسة ومعرفة مراحل تكوين النتائج.

الفرع الأول: الأرصدة الوسيطة للتسيير

الجدول رقم (04): جدول حسابات النتائج لمؤسسة ORAC للفترة (2013-2015)

الوحدة: 1000 دج

التغير (%)	2015	التغير (%)	2014	2013	البيان
2015/2013		2014/2013			
-20%	1100689	-8%	1266344	1380399	إنتاج السنة المالية

إستهلاك السنة المالية	1180667	1019805	% -13	893591	% -24
القيمة المضافة	199731	246540	% 23	207098	%4
الفائض الإجمالي للاستغلال	-44565	-6762	% 85	-28010	% 53
النتيجة التشغيلية	-105985	-14694	% 86	-55678	% 47
النتيجة المالية	-	-	-	-	-
النتائج العادية قبل الضرائب	-105985	-14694	% 86	-55678	% 47
النتيجة الصافية للأنشطة العادية	-118620	-7973	% 93	-53930	% 55
النتيجة الغير عادية	-	-	-	-	-
النتيجة الصافية للسنة المالية	-118620	-7973	% 93	-53930	% 55

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول ما يلي:

- انخفاض في إنتاج الدورة خلال السنوات الثلاث وهذا يعود إلى انخفاض المبيعات من سنة 2013م إلى سنة 2015م، وكذا الإنتاج المثبت وانعدام إعانات الاستغلال بشكل كلي في سنة 2015م.
- انخفاض استهلاكات الدورة، وهذا يعود إلى انخفاض المشتريات وهذا طبيعي بسبب انخفاض المبيعات وبالتالي الإنتاج.
- القيمة المضافة ارتفعت من سنة 2013م إلى سنة 2015م، وهذا راجع إلى أن إنتاج الدورة أكبر من استهلاك الدورة.
- الفائض الإجمالي للاستغلال سالب خلال السنوات الثلاث وهذا يعود إلى ارتفاع مصاريف المستخدمين والضرائب والرسوم مقارنة بالقيمة المضافة إلا أنه في تحسن.
- النتيجة التشغيلية في تحسن مستمر.
- النتيجة الصافية للدورة سالبة خلال السنوات الثلاث وفي تحسن خلال السنة 2013م مقارنة بالسنة 2015م.

الفرع الثاني: طاقة التمويل الذاتي

سيتم حساب طاقة التمويل الذاتي (CAF) بطريقة الطرح:

الجدول رقم (05): طاقة التمويل الذاتي للفترة (2013-2014)

الوحدة: 1000 دج

التغير (%) 2015/2013	2015	التغير (%) 2014/2013	2014	2013	البيانات
53 %	-28010	85 %	-6762	-44565	الفائض الإجمالي للاستغلال (1)
	101042		87824	25738	إيرادات عملية أخرى (2)
	103358		61016	40509	أعباء عملية أخرى (3)
	-30326		20046	-59336	طاقة التمويل الذاتي CAF = (1) - (2) + (3)

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

التعليق:

نلاحظ أن طاقة التمويل الذاتي سالبة في سنة 2013م وكذلك في سنة 2015م بسبب كون الفائض الإجمالي للاستغلال سالب والأعباء العملية الأخرى أكبر من الإيرادات العملية الأخرى، أما في 2014م فطاقة التمويل الذاتي كانت موجبة وهذا يعود إلى التحسن الملحوظ على مستوى الفائض الإجمالي للاستغلال وارتفاع الإيرادات العملية الأخرى عن الأعباء.

المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي

سنحاول في هذا المطلب حساب مختلف النسب المالية التي ستساعدنا في تحليل وتقييم الأداء المالي للمؤسسة.

الفرع الأول: نسب الهيكل المالي.

الجدول رقم (06): نسب الهيكل المالي لمؤسسة ORAC

الوحدة: 1000 دج

2015	2014	2013	البيان
172049	225979	112543	الأموال الخاصة (1)
3190970	2964041	2569374	مجموع الخصوم (2)
%5	%8	%4	نسبة الاستقلالية المالية (1)/(2)
301892	2738063	2456831	مجموع الديون (3)
3190970	2964041	2569374	مجموع الأصول (4)
%95	%92	%96	نسبة القابلية للتسديد (3)/(4)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

التعليق:

من خلال الجدول نلاحظ أن المؤسسة ليست مستقلة مالياً، حيث أن نسبة الاستقلالية المالية لا تتجاوز

10%، وهذا ما يفسر ارتفاع المديونية (نسبة قابلية السداد)، وهذا يعود إلى اعتماد المؤسسة على الخصوم الجارية

(ديون الموردين) في تمويل احتياجاتها المالية.

الفرع الثاني: نسب السيولة

الجدول رقم (07): نسب السيولة لمؤسسة ORAC

الوحدة: 1000 دج

2015	2014	2013	البيان
2612190	2362190	2164530	الأصول الجارية (1)
2911354	2623861	2362351	الخصوم الجارية (2)
%90	%90	%92	نسبة السيولة العامة (1)/(2)
52323	82369	36277	قيم جاهزة (3)
2260451	2065633	1870248	القيم المحققة (4)
2911354	2623861	2362351	الخصوم الجارية (5)
%79	%82	81%	نسبة السيولة المختصرة (3)+(4)/(5)
52323	82369	36277	قيم جاهزة (6)
2911354	2623861	2362351	الخصوم الجارية (7)
%2	%3	%2	نسبة السيولة الجاهزة (6)/(7)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

التعليق:

من خلال الجدول نلاحظ ما يلي:

- نسبة السيولة العامة لم تتجاوز 100%، وهذا يعني أن المؤسسة لا تستطيع مواجهة ديونها قصيرة الأجل من خلال أصولها الجارية.

- نسبة السيولة المختصرة خلال السنوات الثلاث كانت تقريبا 80%، تعتبر نسبة جيدة للمؤسسة.

- نسبة السيولة الجاهزة ضعيفة جدا، وهذا يعني أن المؤسسة لا تستطيع مواجهة ديونها قصيرة الأجل من خلال الأموال المتاحة لديها (قيم جاهزة).

الفرع الثالث: نسب النشاط

الجدول رقم (08): نسب النشاط لمؤسسة ORAC

الوحدة: 1000 دج

2015	2014	2013	اليــــــــان
2115186	1912155	1698428	الزبائن (1)
1064668	1494822	1443509	المبيعات TTC (2)
715 يوم	460 يوم	423 يوم	مدة دوران الزبائن (1)/(2)
2632975	2186179	2179836	الموردون (3)
955326	1193172	1295677	المشتريات TTC* (4)
992 يوم	659 يوم	605 يوم	مدة دوران الموردون (3)/(4)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

التعليق:

من خلال الجدول وبعد حساب مدة دوران الزبائن ومدة دوران الموردون وجدنا أن القيم كبيرة جدا وتتجاوز السنة، وهذا يتناقض مع مبدأ دورة الاستغلال، وهذا راجع إلى سوء التسيير في المؤسسة.

الفرع الرابع: نسب التمويل

الجدول رقم (09): نسب التمويل لمؤسسة ORAC

الوحدة: 1000 دج

* - نظرا لعدم توفر المعلومات الخاصة بالمشتريات السنوية للمؤسسة فإننا استعملنا المشتريات المستهلكة (تم أخذها من جدول حسابات النتائج)، من أجل حساب مدة دوران الموردون.

2015	2014	2013	البيان
279616	340181	207023	الأموال الدائمة (1)
578780	601851	404484	أصول غير جارية (2)
%48	%57	%51	نسبة التمويل الدائم (1)/(2)
172049	225979	112543	أموال خاصة (3)
578780	601851	404484	أصول غير جارية (4)
%30	%38	%28	نسبة التمويل الخاص (3)/(4)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

التعليق:

نلاحظ من خلال الجدول ما يلي:

- نسبة التمويل الدائم أقل من 100% هذا يدل على أن رأس المال العامل سالب (تم حسابه سابقاً)، وعليه فإن الأموال الدائمة غير قادرة على تغطية الأصول غير الجارية.

الفرع الخامس: نسب المردودية

الجدول رقم (10): نسب المردودية لمؤسسة ORAC

الوحدة: 1000 دج

2015	2014	2013	البيان
-53930	-7973	-118620	النتيجة الصافية (1)
909973	1277626	1233768	رقم الأعمال خارج الرسم (2)
% -5,92	% -0,62	% -9,61	نسبة المردودية التجارية (1)/(2)
-53930	-7073	-118620	النتيجة الصافية (3)
3190970	2964041	2569374	مجموع الأصول (4)
% -1,69	% -0,23	% -4,61	نسبة المردودية الاقتصادية (3)/(4)
-53930	-7073	-118620	النتيجة الصافية (5)
172049	225979	112543	أموال خاصة (6)
% -31,34	% -3,12	% -105,39	نسبة المردودية المالية (5)/(6)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

التعليق:

من خلال الجدول نلاحظ أن كل من المردودية التجارية، الاقتصادية، والمالية سالبة وهذا يعود إلى النتائج السالبة (خسارة) التي حققتها المؤسسة خلال السنوات الثلاث.

الفرع السادس: أثر الرفع المالي

الجدول رقم (11): أثر الرفع المالي لمؤسسة ORAC

الوحدة: 1000 دج

البيان	2013	2014	2015
المردودية المالية (1)	-1,05	-0,03	-0,31
المردودية الاقتصادية (2)	-0,04	-0,002	-0,01
أثر الرفع المالي (1)-(2)	-1,09	-0,028	-0,3

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

التعليق:

نلاحظ أن أثر الرفع المالي سلبي على المردودية المالية خلال السنوات الثلاث، وهذا يعود إلى أن نسبة المديونية أكبر من نسبة المردودية الاقتصادية.

المطلب الرابع: تحليل جدول تدفقات الخزينة لمؤسسة ORAC

سنقوم في هذا المطلب بعرض جدول تدفقات الخزينة لمؤسسة ORAC وتحليله.

الجدول رقم(12): جدول تدفقات الخزينة لمؤسسة ORAC

الوحدة: 1000 دج

2015	2014	2013	اليــــــــان
709755	973179	1085273	صافي تدفقات الخزينة المتأتية من دورة الاستغلال (1)
-1687	-1928	-69538	صافي التدفقات النقدية المتأتية من دورة الاستثمار (2)
-584140	-1067294	-1011194	صافي التدفقات النقدية المتأتية من دورة التمويل (3)
123927	-96052	4542	تغير الخزينة في الفترة (1)+(2)+(3)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

التعليق:

من خلال الجدول نلاحظ ما يلي:

- صافي تدفقات الخزينة المتأتية من دورة الاستغلال موجب خلال السنوات الثلاث، وهذا يعني أن التحصيلات المتأتية من دورة الاستغلال (الزبائن) أكبر من مدفوعات الدورة (الموردون)، لكنه يتناقص من سنة لأخرى، وهذا راجع إلى انخفاض التحصيلات من الزبائن.
- صافي تدفقات الخزينة النقدية المتأتية من دورة الاستثمار سالب خلال السنوات الثلاث، وهذا بسبب المدفوعات الناتجة عن شراء التثبيات المادية.

- صافي تدفقات الخزينة النقدية المتأتية من دورة التمويل سالب خلال السنوات الثلاث، وهذا يعني أن مدفوعات هذه الدورة (تسديد الديون) أكبر من تحصيلات هذه الدورة (الديون المتحصل عليها)، كما أنه يتناقص من سنة إلى أخرى.

وعليه وبعد تحليل جدول التدفقات النقدية (تحليل التدفقات النقدية على مستوى مختلف وظائف المؤسسة)، فإنه تبين لنا أن المؤسسة لديها مشكل على مستوى دورة التمويل (وظيفة التمويل)، حيث أن ارتفاع مستوى المديونية (ديون قصيرة الأجل والتي تتمثل في ديون الموردين) أدى إلى التأثير على خزينة المؤسسة، وبالتالي على مردوديتها.

خلاصة الفصل:

تقوم مؤسسة مداجن عريب بتربية الدواجن البيضاء (التي تبيض)، وحتى تضمن المؤسسة استمرارها وسير نشاطها الاستغلالي، فهي تعتمد على مصر التمويل الذاتية المتمثلة في الاحتياطات والتمويل الخارجي قصير الأجل والمتمثل في ديون الموردين.

وبعد دراستنا لوضعية المؤسسة خلال الفترة (2013-2015) وذلك من خلال تحليل وتقييم الهيكل المالي للمؤسسة باستعمال مختلف القوائم المالية للمؤسسة (الميزانية، جدول حسابات النتائج، وجدول تدفقا الخزينة).

وبعد حساب مؤشرات التوازن المالي ومختلف النسب المالية تبين لنا، من جهة، أن مؤسسة ORAC تعاني من اختلال في التوازن المالي، وهذا ناتج لاعتمادها الكبير على الخصوم الجارية (ديون الموردون) حتى في تمويل الأصول غير الجارية (FR سالب).

ومن جهة أخرى، وبعد تقييم نشاط المؤسسة توصلنا إلى أن المؤسسة تحقق نتائج سالبة بسبب سوء التسيير وارتفاع التكاليف ونقص الإنتاجية وهذا ما أثر سلبا على مردودية المؤسسة.

حاولنا من خلال هذا البحث الإجابة على الإشكالية المطروحة والمتمثلة في السؤال الجوهرى الآتى:

- ما مدى تأثير الهيكل المالى للمؤسسة على مردوديتها؟

حتى يتسنى لنا تحقيق هذا الهدف والإجابة على مختلف الأسئلة الفرعية المرتبطة بإشكالية البحث، وقد قسمناه إلى فصلين نظريين، بالإضافة إلى فصل تطبيقي.

الفصل الأول كان يهدف إلى التعرف على الهيكل المالى لمحاولين الإجابة على الفرضية الأولى وهذا بعد التطرق إلى مختلف مصادر التمويل فإننا قسمنا هذه المصادر إلى مصادر داخلية وخارجية مباشرة وغير مباشرة، واستنتجنا مزايا وعيوب كل مصدر من مصادر التمويل، وسهولة الحصول على المصادر الداخلية مقارنة بالمصادر الخارجية. أما في الفصل الثانى فقد حاولنا استعراض مختلف المفاهيم المتعلقة بالمردودية وكذا قمنا بالتطرق إلى التشخيص المالى للمؤسسة الذى من خلاله يمكننا دراسة الوضعية المالية للمؤسسة، وأيضا قمنا بتقدير وتحليل تكلفة رأس المال لمختلف مصادر التمويل المذكورة، واستخلصنا أن تكلفة رأس المال تعتبر عنصرا هاما وأساسيا في عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالتمويل في المؤسسة وترجع أهمية تقدير هذه التكلفة إلى كونها تعد بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار.

أما في الفصل الثالث (التطبيقي) الذى تعرضنا فيه لدراسة حالة مؤسسة ORAC، وتقدم مختلف القوائم المالية للمؤسسة وتحليل وضعيتها المالية، تبين لنا بأن مؤسسة ORAC تعتمد على مصادر التمويل الداخلية من التمويل الذاتى والأموال الخاصة، إلا أنها تعتمد بدرجة كبيرة على الديون القصيرة الأجل (ديون الموردون).

اختبار صحة الفرضيات:

- بخصوص الفرضية الأولى المتعلقة بأن الهيكل المالى يتمثل في تشكيلة مصادر التمويل التى اختارتها المؤسسة لتغطية احتياجاتها المالية فقد تحققت لأن الهيكل المالى للمؤسسة يتكون من مختلف مصادر التمويل التى تعتمد عليها المؤسسة في تغطية احتياجاتها ومزاولة نشاطها، وهذه المصادر تتمثل في مصادر التمويل الداخلى والخارجى المباشر وغير مباشر.
- أما فيما يخص الفرضية الثانية والمتمثلة في أن محددات الهيكل المالى الأمثل للمؤسسة تتمثل في مجموع العوامل المؤثرة في القرارات المالية فقد تحققت لأن المؤسسة عندما تقوم بالمفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة أمامها

تعتمد على العديد من المؤشرات والعوامل التي تؤثر في هذا القرار لأنه قد يكون في بعض الحالات المصدر التمويلي المستخدم هو المصدر الوحيد.

- بالنسبة للفرضية الثالثة والخاصة بتعبير المردودية عن مدى كفاءة استعمال الوسائل في تحقيق الأرباح فقد تحققت من خلال قياس مختلف مؤشرات المردودية (التجارية، والاقتصادية، والمالية) والتي تبين قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح في إطار نشاطها.
- أما بخصوص الفرضية الرابعة والمتعلقة بتحليل وتقييم الهيكل المالي للمؤسسة بواسطة مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية فقد تحققت لأن استخدام مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية يساعد في معرفة الوضعية المالية للمؤسسة وكذا الإستراتيجية المتبناة في المؤسسة ومدى قدرتها على تحقيق الأهداف المرجوة.

نتائج البحث:

يمكن حصر أهم النتائج المتوصل إليها من خلال بحثنا هذا في مجموعة النقاط التالية:

- لتكوين الهيكل المالي للمؤسسة، يفضل المزج بين الأموال الداخلية والخارجية نظرا للوفورات الضريبية المترتبة عن الاستدانة.
- لا يوجد هيكل مالي أمثل وإنما هيكل مالي مناسب، الذي يحقق أعلى مردودية للمؤسسة بأقل تكلفة وأقل مخاطر.
- تراجع الأموال الخاصة في الهيكل المالي للمؤسسة يؤدي إلى تزايد إمكانية الإفلاس وأيضا تراجع قدرتها على الاستدانة بسبب ارتفاع معدلات الفائدة على الديون.
- يجب على المؤسسة عدم الإفراط في استخدام الديون في هيكلها المالي، مما يترتب على هذه الأخيرة من تكلفة تؤثر على مردودية المؤسسة.

الاقتراحات:

بناء على ما سبق ذكره نقترح جملة من التوصيات والاقتراحات نلخصها فيما يلي:

- العمل على تأهيل العنصر البشري خاصة الإطارات والمسيرين قبل الخوض في عملية تقييم وتحليل الهيكل المالي لضمان نجاح هذه العملية.
- الاستثمار في رأس المال البشري وفي المعرفة والتكنولوجيا.

- ضرورة التشخيص الدوري للمؤسسة لتسهيل عملية التنبؤ بالمشاكل وإيجاد الحلول الملائمة في الوقت المناسب.
- تشجيع الشراكة الأجنبية قصد الاستفادة من تقنيات الإنتاج الجديدة، الخبرة، والتكنولوجيا المتطورة.
- تشجيع عمليات الاندماج بين المؤسسات المتنافسة أو المتكاملة لتخفيض التكاليف وتحقيق التآزر فيما بينها.
- تشجيع التحالفات الإستراتيجية من أجل دخول أسواق جديدة واكتساب المعارف والخبرات.

آفاق البحث:

إن البحث في مجال تمويل المؤسسة الاقتصادية لا يزال واسعاً، إذ يمثل كل مصدر تمويلي باباً يمكن التعمق فيه، كما لا تزال بعض النقاط مجهولة يمكن أن تكون مواضيع لبحوث أخرى وإشكاليات تنتظر المعالجة، والتي نذكر منها ما يلي:

- فعالية قرارات التمويل في تحديد القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية.

- مدى تأثير التمويل الإسلامي على مردودية المؤسسة.

1. المراجع بالعربية:

1.1. الكتب:

- أحمد عبد الله اللحلح - جمال الدين محمد المرسي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2010م.
- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، بدون دار نشر، بدون بلد نشر، 2004م.
- أيمن الشنطي - عامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، الأردن، 2007م.
- جميل احمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، لبنان، دون ذكر سنة النشر، ص ص 301، 302.
- حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2006م.
- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2004م.
- دادي عدون وآخرون، دراسة حالات في المحاسبة ومالية المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008م.
- دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009م.
- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2007م..
- زغيب مليكة - بوشنقىر مولود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2011م.
- سلمان أبو صباحا، الإدارة المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيعات بالتعاون مع جامعة القدس المفتوحة، 2009م.
- شيخة خميسي، التسيير المالي للمؤسسة (دروس وتمارين)، دار هومة، الجزائر، 2010م.
- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002م.
- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004م.
- عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، بدون سنة نشر.
- عاطف وليم اندرواس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008م.
- عبد الحلیم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي (أسس مفاهيم تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2006م.

- عبد الغفار الحنفي، الإدارة المالية المعاصرة، المكتب العربي الحديث، جامعة الإسكندرية، مصر، 1993م.
- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات تمويل المشاريع الصغيرة، الدار الجامعية، مصر، 2009م.
- عبير الصفدي الطوال، التأجير التمويلي، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2014م.
- عدنان تايه النعيمي - ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007م.
- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2009م.
- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد، الأردن، 2010م.
- فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسيوط، 2007م.
- مبارك لسوس، التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012م.
- محمد أحمد الكايد، الإدارة المالية الدولية والعالمية التحليل المالي الاقتصادي، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر، بدون بلد نشر، 2010م.
- محمد الفاتح محمود بشير المغربي، التمويل ومؤسسات مالية، الشركة العربية المتحدة، جمهورية السودان، 2011م.
- محمد سعيد عبد الهادي، الاستثمار والتمويل التحليل المالي والأسواق المالية الدولية، دار الحامد، الأردن، 2008م.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005م.
- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2009م.
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2006م.
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998م.
- منير شاكر محمود وآخرون، التحليل المالي مدخل صنع القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، بدون بلد نشر، 2005م.
- موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل والاستثمار وصناعة السياحة، الوراق للنشر والتوزيع، 2010م.

- إلياس بن ساسي- يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، الجزائر، 2006م.
- 2.1. رسائل ماجستير:
 - إمان نايلي دواودة، محفزات تطبيق إعادة الهيكلة المالية في مؤسسة عمومية اقتصادية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2014.
 - بوطغان حنان، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة الشركة الوطنية للبتروكيماويات، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات، قسم علوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955م، سكيكدة، 2007م.
 - رمضاني فضيلة، المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات اختيار التمويل الأمثل (دراسة حالة مؤسسة نفضال)، مذكرة تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، 2014/2013م.
 - زغود تير، محددات سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية- دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2009م.
 - عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2002/2001.
 - عقبة قطاف، أثر التشخيص المالي على تنافسية المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2009م.
 - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2009/2008.

3.1. الملتقيات:

- لعشوري نوال، التشخيص المالي كوسيلة لتقييم أداء المؤسسة الاقتصادية، بحث مقدم ضمن فعاليات الملتقى الوطني - تشخيص المؤسسات الاقتصادية، المركز الجامعي مساعدية لخضر، سوق أهراس، الجزائر، يومي 22،23 ماي 2012م.

3. الكتب باللغة الأجنبية:

- Gérard Charreau, Gestion financière, 4^{em} édition, édition Litec, Paris, 1993.