جامعة يحى فارس -المدية-

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم التسيير

العوامل المؤثرة في التمويل لبناء هيكل تمويلي مناسب لمؤسسة اقتصادية

-دراسة حالة مؤسسة طوملي للحليب و مشتقاته – بوسكن- لسنتي 2016-2017-

مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: إدارة مالية

إعداد الطالبين:

- لامي عز الدين

- فراحي ناصر إسلام

الأستاذ المشرف:

أ.د بوفاسة سليمان

أعضاء اللجنة المناقشة :

بن عمور سمير	رئيسا
بوفاسة سليمان	مقررا
كحلة عبد الغني	عضوا ممتحنا

السنة الجامعية: 2019



رسالة شكر وتقدير

لله الحمد والحمد ممن شكر　　سقينا بوجه النبي المطر

فمن يشكر الله يلقى المزيد　　ومن يكفر بالله يلقى الغير

الشكر لله الذي خلق الكون، فنظمه وخلق الإنسان وكرمه، سبحانه ما أعلى مكانه وأعظمه

وصلى الله على محمد وأكرمه وعلى آله وأصحابه

ومصداقا لقوله ﷺ محمد خير خلق الله:

"من لم يشكر الناس لم يشكر الله"

الشكر الجزيل لمن ساعدنا من قريب أو من بعيد على إنجاز هذا العمل

إلى الأستاذ المشرف **بوفاسة سليمان** على نصائحه وإرشاداته.

إلى إدارة الكلية وأساتذتها الكرام ، وإلى كل من ساهم في هذا العمل

فيصل عطة و عبد المؤمن تاني.

ملخص

الملخص

يعتبر الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية التوليفة المختارة من مصادر التمويل المختلفة من طرف الإدارة المالية للمؤسسة، لتسيير شؤونها و تحقيق أهدافها المختلفة خلال فترة زمنية محددة، و الاختيار الأمثل للهيكل المالي هو الذي يضمن للمؤسسة السير الحسن و تحقيق الأهداف المختلفة.

إذ يعالج موضوع بحثنا العوامل المؤثرة في التمويل لبناء هيكل تمويلي مناسب لمؤسسة اقتصادية، بحيث أنه موضوع متشعب و عميق و مهم لأنه يعكس مدى كفاءة المؤسسة في استغلال مواردها وتحقيق أهدافها، لذلك فهو يحدث جدل كبير لدى المنظرين الاقتصاديين.

الكلمات المفتاحية:

التمويل – الهيكل التمويلي – مصادر التمويل – محددات التمويل .

Abstract

The financial structure of the economic institution is the chosen combination of different sources of funding by the financial management of the institution to manage its affairs and achieve its various objectives within a specified period of time. The optimal choice of the financial structure is the one that guarantees the .institution good conduct and achieving the various objectives

The study tackles the factors that influence financing to build an appropriate financial structure for an economic institution. It is a complex and deep subject, because it reflects the efficiency of the .institution in exploiting its resources and achieving its objectives

key words:

Funding - Funding structure - Funding sources - Funding .determinants

قائمة المحتويات

الفهرس

الـصفـحة

- التشكرات .....
- الإهداء .....
- الملخص .....
- فهرس المحتويات .....
- قائمة الجداول .....
- قائمة الأشكال .....
- مقدمة عامة ..... أ.

- الفصل الأول:الإطار النظري للتمويل ..... 01 .
- تمهيد ..... 02.

- المبحث الأول:ماهية التمويل ..... 03 .
المطلب الأول تعريفه ووظائفه التمويل 03
المطلب الثاني : أنواعالتمويل 07

- المبحث الثاني مصادر التمويل ..... 11 .
المطلب الأول :مصادر التمويل قصيرة الأجل ..... 11.
المطلب الثاني :: مصادر التمويل متوسطة الأجل ..... 16.
المطلب الثالث : :مصادر التمويل طويلة الأجل ..... 21.

- خلاصة الفصل الأول ..... 34.

- الفصل الثاني :الإطار النظري للهيكل المالي 35
- تمهيد ..... 36. .
- المبحث الأول مفاهيم عامة حول الهيكل المالي 37
المطلب الأول :ماهية الهيكل المالي 37
المطلب الثاني السياسات التمويلية للمؤسسة 40
المبحث الثاني :محددات الهيكل المالي 45

المطلب الأول المحددات الكمية للهيكل المالي 45
المطلب الثاني :المحددات الكيفية للهيكل المالي 48

- المبحث الثالث :تقييم الهيكل المالي 50
- المطلب الأول التقييم بإستعمال مؤشرات التوازن المالي ..... 50.
المطلب الثاني :التقييم بإستعمال نسب الهيكلة المالية ..... 55.
المطلب الثالث تكلفة التمويل ..... 63.

- خلاصة الفصل الثاني ..... 72 .

- الفصل الثالث : دراسة حالةمؤسسة طوملي الطيب و مشتقاته 73
- تمهيد 74

- المبحث الأول:ورقة فنية عن مؤسسة طوملي 75
المطلب الأول :التعريف بالمؤسسة محل الدراسة "طوملي " 75
المطلب الثاني :نشاط المؤسسة 78
المطلب الثالث: عرض تفصيلي لهيكل التنظيمي 80

- المبحث الثاني :دراسة الهيكل المالي للطيب و مشتقاته 2016-2017 83
المطلب الأول :عرض قائمة الميزانية لمؤسسة طوملي الطيب و مشتقاته لسنتي2016-2017 83
المطلب الثاني :: تحليل مؤشرات التوازن المالية للمؤسسة 87
المطلب الثالث :بناء الهيكل المالي لمؤسسة طوملي 90

خلاصة الفصل الثالث 95

- الخاتمة العامة 96
- قائمة المراجع 100

- قائمة الجداول-

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	موارد و احتياجات الاستغلال	52
02	موارد و احتياجات خارج الاستغلال	53
03	يمثل تجهيزات المؤسسة	77
04	يوضح عدد الأبقار المنتجة للحليب والكمية المجمعة	78
05	يمثل جانب الأصول للمؤسسة محل الدراسة لسنتي2016-2017	83
06	يمثل جانب الخصوم للمؤسسة محل الدراسة لسنتي2016-2017	84
07	الميزانية المالية المختصرة جانب الأصول للمؤسسة محل الدراسة لسنتي2016-2017	85
08	الميزانية المالية المختصرة جانب الخصوم للمؤسسة محل الدراسة لسنتي2016-2017	86
09	يمثل أنواع رأس المال العامل	87
10	حساب احتياجات رأس المال	89
11	يمثل قيم الخزينة TR	89
12	يمثل نسب السيولة للمؤسسة محل الدراسة	90
13	يمثل حساب مختلف نسب الهيكل المالي للمؤسسة	93

- قائمة الأشكال -

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	السياسة المعتدلة في التمويل(السياسة المثالية)	41
02	السياسة المتحفظة في التمويل	42
03	السياسة المغامرة في التمويل	44
04	كمية الحليب الخام	76
05	و ثيقة تبين الموقع الجغرافي للمؤسسة	79
06	يمثل الهيكل التنظيمي للمؤسسة	80

مقدمة عامة

❖ مقدمة عامة

اخذت المؤسسة الاقتصادية حيزا معتبرا في مختلف كتابات ودراسات الاقتصاديين ، باعتبارها الأساس للنشاط الاقتصادي في المجتمع، ليمارس فيه المنظم نشاطه الاقتصادي من خلال المزج بين مصادر التمويل الذاتية والخارجية باتباعها طرق ومحددات تمويلية تتماشى ونشاط هذه المؤسسات، لتلبية حاجياتها المالية حفاظا على تنميتها واستقرارها ومسايرة للتطورات الراهنة في عالم التكنولوجيا.

وفي ظل الظروف الراهنة التي تعيشها الجزائر والعالم أجمع وسعيا إلى مسايرة التطورات الاقتصادية، ظهرت مفاهيم جديدة تدعو إلى مواكبة التطورات التكنولوجية، وذلك عن طريق تبني سياسة السوق المفتوح، مما استدعى بذلك المؤسسات الاقتصادية البحث عن الوسائل الهادفة لتحقيق ذلك بعد أن كانت تعيش في إطار خطط الدولة التنموية حاولت انتهاج منطق الخوصصة من أجل توسيع نشاطها وتحسين نوعية إنتاجها، وظهرت عيوب كانت الدولة تغطيها اهمها العجز المالي، فبات عليها اللجوء إلى مصادر تمويلية من أجل ضمان فعاليتها وخلق محيط مالي مناسب للتغيرات القائمة، ومن هنا تتبين أهمية التمويل داخل المؤسسة.

فالمؤسسة مطالبة بإدراج قرارات التمويل ضمن الأدوات الفعالة الكفيلة بترشيد استخدام الموارد المستعملة فيها، والتي ترفع من كفاءتها ولن تصل الى ذلك إلا بعد تحليل علمي دقيق لبدائل التمويل المتاحة، ودراسة أهم محددات القرار التمويلي، على اعتبار أن الاختلاف والتباين في مصادر التمويل وعدم تجانسها، يمنح المؤسسة فرصة التنويع والمفاضلة بينها، لبلوغ المزيج التمويلي الأمثل، والذي يوازن بين العوائد والمخاطر الناتجة عنه، ويعمل على التوفيق بين مختلف الأفراد ذات المصلحة في المؤسسة.

فلقد بات من الضروري على المسير المالي عند التفكير في جملة المتغيرات التي تحكم وتحدد عملية التمويل، بالاعتماد على موارد المؤسسة الداخلية في شكل تمويل ذاتي، وفي حالة عدم كفايتها تلجأ إلى موارد خارجية، وتحقيق التوازن بين كل العوامل المؤثرة في الهيكل المالي بطريقة مناسبة.

الإشكالية:

من خلال ما سبق فإن الإشكالية التي نسعى لمعالجتها من خلال هذه الدراسة تتمثل أساسا في الإجابة على السؤال التالي:

ماهي أهم العوامل المؤثرة في التمويل لبناء هيكل تمويلي مناسب لمؤسسة اقتصادية ؟

وفي ظل هذا التساؤل الرئيسي، وضمن سياق الإجابة عنه يمكننا طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي مصادر التمويل للمؤسسة الاقتصادية؟
- ما هي أهم السياسات التمويلية المثلى للمؤسسة الاقتصادية؟
- ما هي المعايير التي يتم من خلالها معرفة الهيكل المالي الامثل للمؤسسة الاقتصادية؟

الفرضيات:

وللإجابة على الأسئلة المطروحة ومعالجة الموضوع، تم اعتماد الفرضيات التالية:

- تتنوع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية بين مصدرين أساسيين هما :أموال الملكية وأموال الاستدانة والتي تشكل مع بعضها البعض ما يسمى بالهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.
- من أهم السياسات المالية المتبعة من طرف المؤسسات هي السياسة المتحفظة، المعتدلة،و المغامرة.
- تتمثل أساسا معايير اختيار الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية في مردودية المؤسسة و حجمها.

أسباب اختيار الدراسة:

لقد تم اختيار هذا الموضوع لعدة أسباب نذكر منها:

- اختلاف طبيعة الإشكالية التمويلية ومحددات الهيكل المالي من مؤسسة إلى أخرى ، فالإشكالية تأخذ طابعا خاصا لنقص البدائل التمويلية للمؤسسة الاقتصادية؛
- القيمة العلمية والعملية التي يحظى بها هذا الموضوع؛
- إلحاح العديد من المختصين والخبراء في مالية المؤسسة على أن دراسة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية ضرورة لا مفر منها، وهذا بهدف ترشيد قراراتها التمويلية والذي تم اعتباره كجزء من حل أزمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية الدراسة فيما يلي:

- يعتبر موضوع التمويل من أهم القضايا التي نالت اهتمام البحث العلمي من أجل تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
- التعرف على أهم المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية؛
- تساهم هذه الدراسة من خلال فهم المحددات التي تفسر الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية على إجراء جملة من الإصلاحات على النظام المالي من اجل تكييفه مع متطلبات اقتصاد السوق و ايجاد هيكل تمويلي امثل.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى:

- محاولة معرفة مدى تطابق الجانب النظري للدراسة مع الواقع التطبيقي في الميدان؛
- التعرف على أهم المحددات في اختيار الهيكل المالي الأمثل؛
- محاولة الاطلاع على سلامة قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية من خلال دراسة حالة مؤسسة اقتصادية جزائرية.

منهج الدراسة:

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة والتي تعكس إشكالية الدراسة، ومن أجل اختبار صحة الفرضيات المذكورة سابقا، فقد استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي، المنهج الوصفي للتعريف بالمصطلحات المحيطة بموضوع البحث والتعرف على مختلف جوانبه، بالإضافة إلى المنهج التحليلي لتوضيح كيفية تأثير العوامل في التمويل في بناء هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية انطلاقا من المعلومات التي تحصلنا عليها من دراسة حالة مؤسسة "طوملي".

حدود الدراسة:

نظرا لتشعب الموضوع وكثرة العناصر ذات الصلة به من قريب أو من بعيد، ارتأينا ضبطه وتحديد بعض معالمه، بهدف معالجته بأكثر تحليل ودقة، سواء من حيث المحتوى أو من ناحية الزمان والمكان،حيث ينحصر الإطار المكاني في دراسة حالة مؤسسة طوملي للحليب ومشتقاته ببلدبة بوسكن ولاية المدية ,أما الزمان فقد تم دراسة الهيكل المالي للمؤسسة لمدة سنتين 2016-2017.

الدراسات السابقة:

في حدود ما تم الإطلاع عليه عند اختيار الموضوع، تم تناول مذكرة الطالبة "بوربيعة غنية" والتي هي ""مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجيستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسات بعنوان محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة شركة الأشغال و التركيب الكهربائي فرع سونالغاز.

و قد تم تقسيم هذه الدراسة للأربع فصول، تحدثت في الفصل الأول عن مدخل إلى الهيكل المالي، مركزا على ماهية الهيكل المالي و مكوناته، و مصادر التمويل، أما في الفصل الثاني فتناولت الطالبة المقاربات النظرية الأساسية للهيكل التمويلي، ركزت فيه على مختلف النظريات و المداخل النظرية للهيكل المالي، و نظريات ميلر و مودكلياني،

أما في ما يخص الفصل الثالث فكان عبارة عن المحددات الرئيسية لبناء هيكل مالي، ركزت فيه على مختلف العوامل المؤثرة في الهيكل المالي و المتخذة كمرجع لتحديده، و في الأخير ختمت الطالبة دراستها بدراسة تطبيقية ميدانية لمؤسسة الأشغال التركيب الكهربائي فرع سونالغاز، تناولت فيه مختلف القوائم المالية للمؤسسة إلى جانب دراسة الهيكل المالي لها. و كانت الباحثة قد توصلت إلى نتيجة مفادها أن للمؤسسة عدة مصادر لتمويل احتياجاتها، ومعرفة عيوب كل منها وكذا تكلفة كل مصدر منها يساعدها على انتقاء أهمها، بما يلائم أهداف ونشاط المؤسسة وبيئتها. بالإضافة إلى انعدام ثقافة الدخول للبورصة بالنسبة للمؤسسات الجزائرية و شروط دخول المؤسسات إلى السوق المالي وتنويع القيم التي تمنعهم فيجب التخفيف منها.

و تم تناول دراسة أخرى للطالب شعبان مُحَمَّد و هي مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجيستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، بعنوان "نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل لمؤسسة اقتصادية دراسة حالة مركب

صيدال"، حيث قسم دراسته إلى ثلاثة فصول نظرية و فصل تطبيقي تطرق فيه لدراسة الهيكل التمويلي لمؤسسة صيدال في فترة زمنية بين2004و2007، ركز فيها على تقييم أداء المؤسسة خلال فترة الدراسة، أما في ما يخص الفصول النظرية، فقد تناول في الفصل الأول مصادر تمويل المؤسسة و تكاليفها، ركز خلالها على إبراز أهم مصادر التمويل المعتمدة من طرف المؤسسات الاقتصادية إلى جانب ذلك تطرق إلى تكلفة مختلف مصادر التمويل، في الفصل الثاني والذي تحدث فيه الطالب إلى الطرح النظري للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، و تطرق فيه إلى مختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي، و في الفصل الثالث تحدث الطالب عن تقييم و تقويم الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية و ذلك بالتحدث عن مختلف المحددات المتبعة في تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة، و خلص في الأخير إلى أنه يمكن تصنيف مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية إلى صنفين أساسيين و هما المصادر الداخلية الذاتية و المصادر الخارجية و هي أموال الإستدانة، و هذا اعتمادا على معيار ملكية الأموال في التصنيف.

هيكل الدراسة

قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاث فصول، فصلين نظريين وفصل تطبيقي يشمل دراسة حالة مؤسسة طوملي للحليب و مشتقاته.

تناولنا الفصل الأول كمدخل إلى التمويل، إذا حاولنا التعرض في إلى الإطار المفاهيمي العام للتمويل ثم انتقلنا في الجزء الموالي لدراسة مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة.

وتطرقنا في الفصل الثاني لدراسة نظرية عامة للهيكل المالي للمؤسسة، ثم تكلمنا عن عن محددات الهيكل المالي ، و في الأخير تحدثنا طرق تقييم الهيكل المالي المناسب للمؤسسة.

أما الفصل الأخير قمنا بتجسيد الجانب النظري ميدانيا عن طريق دراسة حالة مؤسسة طوملي للحليب و مشتقاته، حيث تناولنا تقديم عام للمؤسسة، ثم قمنا بتشخيص الهيكل المالي للمؤسسة بعرض بعض القوائم المالية للمؤسسة في فترة الدراسة ، بالإضافة لإخبار هيكل المؤسسة عبر النسب المالية و محددات التمويل.

الفصل الأول:
الإطار النظري للتمويل

❖ تمهيـــد

تعتبر المؤسسة الاقتصادية نواة الاقتصاد الوطني، فهي مهد التنمية و منطلق كل الاقتصاديات الناشئة و المتقدمة في العالم، والركيزة الأساسية التي تبنى عليها الدولة ، وأساس قيام هذه المؤسسات هو التمويل، حيث يعتبر العمود الفقري المحرك لكل المؤسسات العاملة في مختلف القطاعات الاقتصادية، و لكي تضمن المؤسسة استمرارها و نموها و تحقيق أهدفها و تطبيق سياستها عليها أن تختار بين مصادر التمويل المختلفة ، و لذلك تسعى المؤسسات جاهدة لتغطية احتياجاتها المالية بواسطة مواردها الداخلية التي في الغالب لن تكفي لتحقيق أهداف المؤسسة في التطور، و سندرس في هذا الفصل عموميات حول التمويل مصادره، و سنفصل كلا على حدا وفق الخطة التالية التي قسمناها إلى مبحثين:

- ❖ المبحث الأول:ماهية التمويل
- ❖ المبحث الثاني:مصادر التمويل

المبحث الأول: ماهية التمويل

تسعى المؤسسات الاقتصادية لمواصلة نشاطها و تحقيق النمو المستمر ، هذا النمو يضمن للمؤسسة الاقتصادي التوسع و الزيادة من قيمتها في السوق المالي، و هذا ما سيضمن للملاك توزيعات أكبر و منه تعظيم ثروتهم، و لكن وجب على المؤسسة الاعتماد على التمويل بمختلف أنواعه لتحقيق هذه الأهداف، و هذا ما سنتطرق له في هذا المبحث.

المطلب الأول: تعريف ووظائف التمويل

التمويل معنى شاسع وله الكثير من المفاهيم حسب مختلف النظريات الاقتصادية و المنظرين حيث يمثل التمويل العصب الرئيسي للمؤسسات وهو الأمر الذي يضمن استمرارها و يبين مدى تقدمها ونموها، و سنقدم في هذا المطلب عدة مفاهيم للتمويل، بالإضافة إلى وظائف التمويل .

الفرع الأول: تعريف التمويل

التمويل بصورة عامة يمثل عملية تكوين مخصصات نقدية واستخدامها لضمان استمرارية المؤسسة ويعرف أيضا بأنه:

- التمويل هو كافة الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها الحصول على النقد و استثمارها في عمليات مختلفة تساعد على تعظيم قيمة النقد المتوقع الحصول عليه مستقبلا في ضوء النقد المتاح حاليا للاستثمار و العائد المتوقع تحقيقه منه و المخاطر المحيطة به و اتجاهات السوق المالي[1].
- "البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال والاختيار وتقييم تلك الطرق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المؤسسة المالية[2]"

[1] عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية،مدخل اتخاذ القرار،جامعة الإسكندرية, مصر 2005، ص19

[2] هيثم محمد الزغبي، **الإدارة والتحليل المالي**، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان،2000،ص77

- تلك المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة للأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة[1]
- يمكن القول إن نشاط تمويل المؤسسة هو نشاط حيوي واستراتيجي يساهم في بناء الإستراتيجية المالية والإستراتيجية العامة للمؤسسة، حيث يسعى إلى البحث عن مصادر التمويل اللازمة والحصول عليها،وقبل ذلك القيام بعملية المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة من خلال العديد من المعايير، وتوظيف الموارد المالية المتحصل عليها في حيازة مختلف أنواع الاستثمارات ذات المردودية المرتفعة بما يضمن للمؤسسة تحقيق أهدافها الإستراتيجية.[2]
- و نعرف التمويل بأنه البحث و الحصول على مختلف المصادر التمويلية المختلفة ومزجها للحصول على توليفة مالية مثلى لتحقيق أهداف المؤسسة.

الفرع الثاني:مبادئ التمويل

نشاط التمويل في المؤسسة يعتمد على مجموعة من المبادئ التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند القيام بهذا النشاط ومن أهم هذه المبادئ نجد[3]:

- **الاستحقاق** :يعني أن الأموال المتحصل عليها لها تاريخ استحقاق معين يجب تسديدها فيه عند بلوغ تاريخ الاستحقاق، وحتى بالنسبة للأموال الخاصة في المؤسسات الفردية التي لا يكون فيها عدد المساهمين كبيرا.
- **الحق في الدخل** :يعني أن مصادر التمويل لها الأولوية في الحصول على جزء من النتائج التي تحققها المؤسسة، حيث أن الأولوية لأصحاب الديون القصيرة والطويلة الأجل ثم أصحاب الأموال الخاصة.

[1] حمزة الشيخي، إبراهيم الجزا روي، **الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان،1998،ص20
[2] محمد بوشوشة،تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية، دراسة من عينة مؤسسات جزائرية،أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية،جامعة محمد خيضر،بسكرة،2016،ص68
[3] محمد بوشوشة،تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية،مرجع سابق الذكر،ص74

- **الحق في الأصول** :ففي حالة عجز المؤسسة عن تسديد التزاماتها اتجاه مصادر التمويل فإنه لهذه المصادر الحق في الحصول على مقابل التنازل عن هذه الحصول حسب الأولوية،وتكون في حالة العسر المالي أو الإفلاس.
- **الملائمة** :أن تنوع مصادر التمويل وتعددها يعطي للمؤسسة فرصة من أجل اختيار مصدر التمويل الملائم الذي يناسب المؤسسة من حيث التوقيت والشروط والحجم.
- **ضرورة الموازنة بين المخاطرة والعائد** :حيث لا يجب السعي إلى المبادرة بمخاطر مالية جديدة ما لم يكن هناك عائد إضافي متوقع من هذه العملية،لذلك يجب الموازنة بين العائد والمخاطرة حيث أنه كلما زادت درجة المخاطرة كلما وجب ارتفاع العائد والعكس صحيح.
- **الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود** :من المبادئ الأساسية للتمويل أن النقود لها قيمة زمنية مصاحبة لها، فقيمة العملة غير ثابتة و هي تتغير من وقت لأخر بالارتفاع أو الانخفاض فالدينار الذي نحصل عليه هذا العام أقل قيمة من دينار العام الماضي ، ولذلك القاعدة تنص على أنه من الأفضل السعي للحصول على الأموال مبكرا كلما كان ذلك ممكنا.
- **كفاءة أسوق رأس المال** :بما أن هدف التمويل هو تعظيم ثروة الملاك أو حملة الأسهم حيث لا يمكن قياس هذه الثروة إلا من خلال كفاءة الأسواق المالية والسوق الكفء هو ذلك السوق الذي تعكس فيه قيم الأصول والسندات في أي لحظة مقدار المعلومات المتاحة لدى الجمهور، وهذا السوق هو الذي يبين القيمة الحقيقية للمؤسسة.
- **الأخذ بعين الاعتبار التأثيرات الضريبية** :عند اتخاذ أي قرار تمويلي يجب على المسير المالي أخذ بعين الاعتبار الوفر الضريبي الذي نحصل علية من بعض مصادر التمويل، بالإضافة لتأثيرات الضريبة على هذا القرار ومعنى ذلك أن جميع التدفقات النقدية يجب أن تحسب بعد خصم الضرائب.

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

المطلب الثاني: أنواع التمويل

ينقسم التمويل إلى نوعين أساسيين هما:

- التمويل الداخلي (الذاتي).
- التمويل الخارجي.

الفرع الأول: التمويل الداخلي (الذاتي)

يعتبر التمويل الذاتي مجموعة الموارد المالية التي تحصل عليها المؤسسة من عملياتها اليومية، أو من مصادر أخرى دون اللجوء إلى مصادر خارجية.

أولا–تعريف التمويل الداخلي:

للتمويل الذاتي الكثير من التعاريف المختلفة في الشكل والمشتركة في الأفكار و يمكن تقديم البعض من هذه التعاريف وهي:

1. هو الفائض النقدي المحقق من العمليات الجارية للمؤسسة بعد توزيع مكافئات رأس المال و الموجه نحو تمويل الاحتياجات المالية المستقبلية للمؤسسة من سداد للديون وتنفيذ الاستثمارات و زيادة رأس المال العام.[1]
2. "مصدر من مصادر أموال الملكية تستخدمه المؤسسة الاقتصادية في تمويل احتياجاتها، ويعتبر مؤشر على صحتها المالية .وذلك بقياس مدى قدرتها على تمويل نفسها بنفسها دون اللجوء إلى مصادر خارجية".[2]
3. الموارد المالية الداخلية المحققة بواسطة العمليات المسجلة على شكل مداخيل ونواتج خلال فترة زمنية معينة، حيث وبعد تسديد جميع التزامات المؤسسة تحوز المؤسسة على فائض نقدي على شكل سيولة.[3]
4. التمويل الذاتي هو إعادة استثمار الفائض المالي كله أو بعضه في أعمال المؤسسة، و بذلك تتفادى هذه الأخيرة زيادة رأس مالها سواء من أصحابها أو من الغير، و هذا لأغراض التوسع في المؤسسة و ما يترتب عن ذلك من مشاكل و مصاريف تثقل كاهل المؤسسة[4].
5. هو عملية استخدام الفائض المالي للمؤسسة و إعادة استثماره لتمويل نشاطات المؤسسة المختلفة.

ثانيا–مميزات وعيوب التمويل الداخلي

لكل نوع أو طريقة للتمويل مزايا وعيوب عديدة و التي منها يمكننا تحديد المزيج الأمثل من المصادر ،وهناك العديد من المميّزات والعيوب نذكر منها:[5]

1 -المميزات المترتّبة التمويل من المصادر الداخلية للشركة

- يعتبر التمويل الداخلي الوسيلة المتاحة أمام الإدارة في الوحدات الإنتاجية الصغيرة والمتوسطة، حيث يصعب عليها الحصول على هذه الأموال من مصادر أخرى.

[1] عاطف وليم انداروس،**التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي،مصر2008,ص387
[2] نظيرة قلادي،دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل المالي،مذكرة ماجيستير،جامعة سكيكدة2011،ص46
[3] محمد بوشوشة،تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية،مرجع سابق الذكر،ص96
[4] ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة المؤسسة، دار المحمدية العامة،1999،ص84
[5] عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، الطبعة1، 2002، ص420

- تمويل الاستثمارات من الأرباح المحققة يعطي الحركة للإدارة، ونسبة استقلال كلي عن الملاّك والغير.
- تمثل أموال الإهتلاك الجانب الأكبر في التمويل الداخلي، والتي تمثل أموالا معفية من الضريبة، وهي ميزة خاصة بتخفيض الوعاء الضريبي للشركة بقيمة الإهتلاك المسموح خصمه ضريبيا بحيث:

- يدعم الربح المحتجز المقدرة الإقتراضية للشركة عن طريق زيادة حق الملكية بما يمكنها من استثمار ضعف المبلغ المحتجز، ويظهر ذلك بوضوح في فرنسا والدول الأخرى.

2 -العيوب والأخطار المترتبة على استخدام التمويل الداخلي[1]

- تبديل الأرباح المجمّعة وعدم خضوع استخدامها لأي نوع من الرقابة، وقد يؤدي ذلك إلى تجميد جزء من رأس المال وعدم الاستفادة منه.
- قد يؤدي الاعتماد عليه إلى التوسع البطيء، مما يؤدي إلى عدم الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة المربحة بسبب قصور التمويل الداخلي عن توفير الاحتياجات المالية.
- قد لا تهتم الإدارة بدراسة مجالات استخدام الأموال المدخرة بواسطة الشركة كتلك المتحصّل عليها من الغير، مما يؤدي إلى إضعاف العائد.

الفرع الثاني: التمويل الخارجي

النوع الثاني من التمويل هو التمويل الخارجي، وهو يشمل كل الأموال التي تأتي من المحيط الخارجي للمؤسسة

أولا–ماهية التمويل الخارجي

التمويل الخارجي يتضمن كافة الأموال التي يتم الحصول عليها من مصادر خارجية، ففي ضل افتراض استقلال الشركة، فإن الإدارة تحصل على هذه الأموال بشروط و إجراءات لا بد من معرفتها وفقا لشروط يحددها سوق

[1] عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)،مرجع سبق ذكره، ص421

المال، وعائد الفرصة البديلة، وتلجأ إلى التمويل عند قصور حجم المدخرات المحلية لتغطية حجم الاستثمارات المطلوبة وقصور حصيلة الصادرات عن تغطية قيمة الواردات ومن ثم لابد من تغطية هذه الفجوة عن طريق .الموارد المالية الأجنبية، ويتوقف حجم التمويل الخارجي على حجم التمويل الداخلي واحتياجات الشركة المالية (التمويل الخارجي مكمل للتمويل الداخلي)وبصفة عامة فإن التمويل الداخلي لا يكفي لتغطية كل الاحتياجات المالية للمؤسسة ما يجدر بها اللجوء إلى مصادر خارجية.[1]

ثانيا– أنواع التمويل الخارجي:

يمكن حصر المصادر الخارجية للحصول على الأموال لتمويل الاستثمارات الرأسمالية فيما يلي:[2]

1 -الحصول على أموال الغير في شكل قروض، بإصدار سندات قابلة للتداول ببورصة الأوراق المالية أو باتفاقيات خاصة.

2 -الحصول على أموال من الملاك بإصدار أسهم جيدة كما في الشركات المساهمة، ونعادل قيمة السهم، القيمة الحالية لسلسلة التوزيعات المستقبلية باستخدام معدل خصم يساوي تكلفة الأموال.

[1] منير شاكر محمد و آخرون، **التحليل المالي مدخل صناعات القرارات**، دار وائل للنشر، عمان الأردن، الطبعة الثانية،2005،ص291
[2] عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)،مرجع سبق ذكره، ص371

المبحث الثاني:مصادر التمويل

تنقسم مصادر التمويل إلى ثلاثة أقسام رئيسية وهي: التمويل طويل الأجل و التمويل قصير الأجل و التمويل متوسط الأجل، و هذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث

المطلب الأول:مصادر التمويل قصيرة الأجل

يمكن تعريف التمويل القصير الأجل بأنه ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالبا لتمويل العمليات التشغيلية(الجارية Current Operations)التي تقوم بها المؤسسات، أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن سنة واحدة، ويدخل ضمن مفاهيم رأس المال العامل[1] ، و من أمثلة هذه المصادر نجد الائتمان التجاري، الائتمان المصرفي قصير الأجل.

الفرع الأول: الائتمان التجاري

يعتبر الائتمان التجاري من الوسائل و أدوات التمويل قصير الأجل الشائعة، و التي تستخدمها المؤسسات بطريقة متواترة، ذلك لقدرتها على تمويل العمليات التجارية قصيرة الأجل.

أولا–تعريف الائتمان التجاري

هناك الكثير من التعاريف المختلفة في هذا المجال نذكر منها:

1 – تقوم منشأة الأعمال بشكل عام، بشراء ما تحتاجه من مستلزمات تدخل في عملياتها وأنشطتها التشغيلية من منشآت أخرى وتظهر قيمة هذه المستلزمات في سجلات المنشأة تحت عنوان الحسابات أو الذمم الدائنة،ويشكل هذا المصدر النسبة الأكبر من إجمالي المديونية قصيرة الآجل.[2]

[1] علي عباس، **الإدارة المالية** ,الطبعة الأولى دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان،2008،ص257

[2] – عدنان تابه النعيمي،ياسين كاسب الخراشة، **أساسيات في الإدارة المالية**، ط1،دار الميسرة والتوزيع،عمان، 2007،ص145.

2 -يمكن تعريف الائتمان التجاري من وجهة نظر الإدارة المالية بأنه[1]:" تسهيلات قصيرة الأجل يحصل عليها المشتري من المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها، وأحيانا يحصل عليها بدون تكلفة إذا ما تم منح الائتمان بدون شروط دفع".

و الهدف من هذا النوع من التمويل توفير التمويل الخارجي للمؤسسة العاجزة في حالة عدم الحصول على قروض مصرفية،و تلجأ المؤسسة للائتمان التجاري عند قابلية المورد على البيع الأجل للبضاعة، ويستعمل هذا النوع عادة في الظروف الموسمية أو عند الطوارئ.

ثانيا–أنواع الائتمان التجاري

ينقسم الائتمان التجاري إلى نوعين رئيسين:

1 -الحساب الجاري

هو من أسهل أشكال الائتمان التجاري كونه يتميز بالبساطة وعدم تعقيد الإجراءات الخاصة بمنحه، إذ يتم منح الائتمان بعد التأكد من توفر الحساب الجاري لدى العميل وكونه يتمتع بملاءة مالية جيدة وسمعة في السوق وقدرة على التسديد، ويتم التعامل بمثل هذا النوع من الائتمان بواسطة أجهزة الاتصال المتاحة أي من خلال استعمال الهاتف والفاكس دون توقيع أي مستند أو مطالبة العميل بتقديم أي وثيقة أو ضمانات وتعد الفاتورة ضمان لتحديد مبلغ الائتمان لصالح المورد، يتم سداده في موعد استحقاق حسب ما هو متفق عليه 30 ــ60 يوما، وتظهر في ميزانية المورد والعميل في حسابات الذمم المدينة والدائنة[2].

[1] دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان،2007 ، ص ص 221.

[2] بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل التمويلي المناسب لمؤسسة ،دراسة حالة مؤسسة الأشغال و التركيب الكهربائي فرع سونالغاز،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجيستير في علوم التسيير،جامعة الجزائر3،سنة،2012،ص12

2 أوراق الدفع

يكون الائتمان هنا، في صورة كمبيالة مسحوبة على المشتري مقابل التوريد، يقوم بتوقيعها مبينا قيمة الدين و تاريخ استحقاقها، أي هي من الضمانات المكتوبة، و لا يستطيع المدين إنكارها، و تستخدم لإثبات عمليات البيع على الحساب.

والميزة الأساسية للبيع بهذه الطريقة هي إمكانية خصم قيمة الكمبيالة من قبل المورد لذلك تجعل المورد في مركز قوي خاصة عند حلول موعد الاستحقاق، وفي حالة التأخير عن التسديد يمكن إحالة أوراق الدفع إلى القضاء واحتمال إشهار إفلاس المشتري، وبالتالي يتجنب المشتري تحرير الكمبيالات للمورد ويفضل تمويل الاحتياجات المالية عن طريق استخدام أسلوب الحساب الجاري[1].

ثالث-مزايا الائتمان التجاري

يتمتع الائتمان التجاري بعدة مزايا من أهمها ما يلي[2]:

- **التوافر** :باستثناء المؤسسة التي تعاني من مشاكل مالية، فإن الائتمان التجاري يتم بشكل تلقائي وانه لا يتطلب مفاوضات أو ترتيبات خاصة للحصول عليه .وان هذه المزايا تزداد في المؤسسة الصغيرة التي قد تواجه محددات وقيود عند الحصول على الأموال من المصادر الأخرى للتمويل.
- **المرونة** :في حالة زيادة مبيعات المؤسسة فإن ذلك بالنتيجة يؤدي إلى زيادة مشترياتها من السلع والخدمات، الأمر الذي يؤدي إلى استجابة الائتمان التجاري المكتسب بشكل تلقائي، والعكس من ظلك يحدث في حالة انخفاض حجم المبيعات.

[1] دريد كامل آل شبيب ,**مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، مرجع سبق ذكره ,ص222

[2] عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، **أساسيات في الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان،2007ص147

- **قلة القيود أو عدمها** :إن شروط الائتمان التجاري بشكل عام هي أبسط من تلك الشروط التي تتطلبها مصادر الأموال الأخرى التي تحتاج إلى التفاوض مع الجهات المانحة، التي قد تفرض قيود صارمة على المؤسسة فتحد من حريتها.

الفرع الثاني: الائتمان المصرفي

ويُعرف بأنه ائتمان قصير الأجل الذي تحصل عليه المؤسسة من المصرف التجاري بهدف سد الاحتياجات الآنية وتمويل حاجاتها التشغيلية الطارئة، ويصنف الائتمان المصرفي إلى قروض مضمونة وقروض غير مضمونة.

أولا: القروض المضمونة

إن كثيرا من المؤسسات لا تستطيع الاقتراض بدون ضمانات تقدمها للبنك، وذلك لأن سمعتها الائتمانية غير جيدة من وجهة نظر البنوك، أو أن المؤسسة حديثة النشأة، ولكي يضمن البنك استرداد أمواله، فإنه يطلب ضمان معين عكس أن يكون الالتزام أصل معين، كالحسابات المدينة أو أوراق القبض أو أوراق مالية أو ضمانات عينية. وفي حالة ما إذا كانت الضمانات تتمثل في بضاعة، يجب أن تتوفر فيها الشروط التالية: [1]

- عدم القابلية للتلف، وتكون بوحدات والتأمين عليه.
- عدم تعرض أسعارها للتذبذب وسهولة بيعها.

وفي حالة الاعتماد على الضمان المتمثل في خصم نميز نوعين من الخصوم:

1. **خصم عادي أو شخصي**: وهو عبارة عن سند إذني يسمى تجاوز بالكمبيالة، أي يتعهد فيه الزبون بدفع مبلغ معين للبنك بعد فترة زمنية محددة، فيعطي البنك المتعامل صافي السند بعد خصم الفائدة.
2. **خصم تجاري**: وذلك أن المصرف يقوم بدراسة مركز المتعامل المالي، ودراسة السندات التجارية التي عليه، والتي له لدى عملائه ونسبتها بالنسبة للمبيعات، وأي دراسة أخرى يراها ضرورية فيقرر المصرف منحه

[1] زياد سليم رمضان، أساسيات الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن،الطبعة4، 1996، ص122.

الاعتماد أو عدم منحه الاعتماد، وتدخل تلك السندات (حقوق المتعاملين لدى الآخرين) في أصول البنك، حيث تدرج تحت محفظة الأوراق التجارية لدى المصرف.

ثانيا: القروض غير المضمونة

وهي على الأشكال التالية:[1]

1. **الاعتماد المفتوح**: وفي هذه الحالة يوافق البنك على السماح للمؤسسة بالاقتراض منه كلما احتاجت إلى الأموال، بشرط أن لا تتعدى الحد الأقصى المتفق عليه ولمدة محددة من الوقت.

ويتم الموافقة على منح القرض للمؤسسة على ضوء تقديرات البنك التي من خلالها يتم:

- الحكم على سلامة عملية الاقتراض.
- الحكم على احتياجات المؤسسة.

وفي حالة عدم استخدام القرض كل لا يعتبر الاعتماد المفتوح قرضا.

2. **القرض المتجدد**: يختلف عن الاعتماد المفتوح في أن:

- البنك مرتبط قانونيا، أي يقدم القرض بأقصى حد معين في أية لحظة يطلبها الزبون، وإذا لم يقدم الأموال اللازمة للزبون فعليه دفع مصاريف ارتباط أو التزام عن الجزء الذي لم يوفره.
- الزبون مرتبط قانونا، أي يجب عليه استخدام القرض ودفع فوائده، فإذا لم يستخدم كله عليه بدفع مصاريف الالتزام مقابل الجزء غير المستخدم.

3. **قروض لغرض معين**: ويقدم من طرف البنك إذا كان محتاجا للأموال لغرض واحد، إن القروض للمتعامل وسمعته الائتمانية هي ضمان بحد ذاتها، فبعد تحديد سقف الاعتماد على المتعامل أن يسدد

[1] زياد سليم رمضان، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص123.

رصيده المدين في نهاية الفترة المحددة (عادة سنة)، إذا أراد تجديد الاعتماد وسدّد أيضا الفوائد التي تكون موضع تفاوض، وذلك حسب سمعة المقترض وقدرته على سداد مختلف الفوائد من عميل آخر.

ثالثا– أسباب اللجوء إلى استخدام الائتمان المصرفي:

تلجأ المؤسسة إلى الائتمان المصرفي وذلك للمزايا التي تتمتع بها:[1]

- سد حاجة المؤسسة إلى الأموال للأجل القصير بشكل عام مثل مواجهة خلل التوازن المؤقت بين التدفقات النقدية إلى الداخل والتدفقات النقدية إلى الخارج، عندما تكون التدفقات إلى الخارج أكبر فقد تحتاج المنشأة إلى مصاريف طارئة أو دفع ثمن صفقات تجارية مفاجئة أو اكتساب خصم تعجيل الدفع، أو دفع الضرائب المستحقة مع عدم توفر سيولة كافية تمكنها من القيام بذلك، ومن الطبيعي أن تلجأ المنشأة إلى الائتمان المصرفي قصير الأجل عندما تكون حاجتها النقدية حاجة طارئة وغير دائمة، إلا أنه من الأفضل استعمال الأموال طويلة الأجل لتمويل الحاجات الدائمة مثل بناء مصنع، شراء الآلات...إلخ

المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل

التمويل متوسط الأجل هو ذلك النوع الذي يتم سداده في فترة زمنية تكون أكثر من السنة وتقل عن 10 سنوات حسب الاتفاق ، وينقسم عادة إلى نوعين:

- قروض مباشرة متوسطة الأجل.
- التمويل بالاستئجار.

[1] زياد سليم رمضان، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص124.

و ما يميزه التمويل عن التمويل قصير الأجل، هو أن هذا الأخير يتميز بما يسمى بالتصفية الذاتية خلال السنة أو أقل وذلك لأنه مرتبط بتمويل الاحتياجات الموسمية والاحتياجات المؤقتة من الأموال، أما التمويل متوسط الأجل فيستخدم لتمويل أصول ثابتة أو مشروعات تحت التنفيذ.[1]

الفرع الأول: القروض المصرفية متوسطة الأجل

هي القروض التي تتراوح مدتها من سنتين إلى سبع سنوات وتوجه لتمويل الأصول الجارية في المؤسسة مثل الآلات، وسائل النقل، وذلك حفاظا على قدرة المؤسسة على تحقيق المردودية من خلال ضمان استمرارية الاستثمارات في المؤسسة بحيازة استثمارات جديدة أو تجديد القائمة وكذلك تمويل الجزء الدائم من استثماراتها في رأس المال العامل وتمويل الإضافات على أصولها الثابتة، حيث تكون هذه القروض في الغالب مضمونة بأصل معين[2] ، و تضع البنوك مجموعة من الشروط والتي تكون في مجملها كضمان للقروض التي تقدمها، وتصنف هذه الشروط إلى:[3]

1. **شروط عامة:** وهي الشروط المتعلقة بمتطلبات رأس المال العامل، وهي أكثر الشروط شيوعا في اتفاقيات القروض، والهدف منها المحافظة على مركز الشركة في قدرتها على سداد القرض، ومن هذه الشروط ما يلي:

- الاتفاق على حد أدنى لرأس المال العامل، ويختلف هذا الحد من بنك إلى بنك ومن عميل إلى عميل، فيتم الاتفاق على هذا الحد الأدنى من بعد دراسة رأس المال العامل الحالي والمتوقع والتغيرات الموسمية المحتملة.

[1] سيد الهواري، الإدارة المالية (منهج اتخاذ القرارات)، مرجع سبق ذكره، ص350.
[2] محمد بوشوشة،تأثير السياسات التمويلية على الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية الوطنية،مرجع سبق ذكره،ص138
[3] سيد الهواري، الإدارة المالية (منهج اتخاذ القرارات)، مرجع سبق ذكره، ص351- 352.

- منع الشركة من القيام بالاقتراض، والهدف من هذه الشروط هو المحافظة على مركز الشركة وقدرتها على سداد القرض، مما يجعل البنك متأكد من سلامة قرضه، ولكن هذا الشرط يعتبر قاسيا لأنه يمنع أي استثمار من شأنه القيام بتحسينات أو زيادة الكفاءة الاحتياجية للمؤسسة.

1. **شروط إجرائية**: وذلك أن البنوك تطلب من الشركات تقديم ميزانياتها وحساب الأرباح والخسائر، والتي من خلالها يتم دراسة المركز المالي للشركات على مستوى قسم التحليل المالي للبنك، فيتم إعطاء بيانات عن السمعة الائتمانية للشركة.

وفي بعض الحالات قد يضيف شروط أخرى كعدم رهن أصول الشركة، أو خصم أوراق مالية عند البنوك الأخرى، أو عدم القيام باستئجار أصول تسبب الالتزام بدفع نفقات ثابتة.

2. **شروط خاصة**: وتهدف هذه الشروط إلى ضمان أكبر للقروض، كأن يتضمن العقد شروطا تحدد كيفية استخدام القرض في وجهته المحددة التي مُنح على أساسها، أو يطلب من الشركة بعد الاستفتاء على مديرها خاصة إذا كان من العوامل التي تم على أساسها منح القرض.

وبالإضافة إلى هذه الشروط، عادة ما يكون القرض مضمونا بأصل معين أو بأي ضمانات أخرى مهما كان شكلها.

3. **سداد القرض**: إن سداد القرض أو استهلاكه عادة ما يكون في شكل أقساط على مدار عدد من السنين، والتي تمثل عمر القرض وتحدد مواعيد الاستحقاق لهذه الأقساط، وربما تكون بأقساط متساوية ولكن غالبا ما يكون القسط الأخير كبيرا.

الفرع الثاني: التمويل بالاستئجار

تستخدم المؤسسة المباني والمعدات، وذلك عن طريق امتلاكها أو عن طريق استئجارها، وقد ظهر في الآونة الأخيرة ميل المؤسسات نحو استئجار الأصول بدلا من امتلاكها، نظرا للتسهيلات التي يقدمها الاستئجار للمؤسسة، حيث ينقسم التمويل بالاستئجار إلى أنواع هي:

أولا: استئجار الخدمة (الاستئجار التشغيلي)

يستخدم هذا النوع من التأجير خاصة في حالات السلع التي تتعرض لتغيرات تكنولوجيا سريعة، ما يدفع المستأجر إلى عدم الاحتفاظ بها طيلة فترة عقد التشغيل، كما ينتشر استعماله في تأجير السلع السابق استخدامها كسيارات النقل، والحاسبات الآلية، وآلات التصوير...الخ، كما يعطي للمؤسسة المستأجرة حق إعادة الأصل الإنتاجي لمالكه قبل استيفاء مدة العقد، مما يسمح لها باستخدام أحدث تكنولوجيا متاحة، وكذلك إمكانية تجريب الأصل ومن ثم تحويل العقد إلى تأجير تمويلي، وفي هذا النوع من التأجير لا يوجد أي خيار للمؤسسة المستأجرة للشراء من عدمه خلال مدته القصيرة التي عادة لا تتعدى ثلاث سنوات في الأصول الثابتة[1].

ثانيا: الاستئجار التمويلي

تعرف عملية الاستئجار التمويلي إلى أن بعض الشركات تلجأ إلى تمويل احتياجاتها من الأصول الثابتة ، خاصة من الآلات والمعدات غالية الثمن عن طريق تأجير هذه الأصول . وطبقاً لهذا النوع من التمويل ، يتعهد المستأجر بدفع أقساط (دفعات) دورية للمؤجر في مقابل استخدام هذه الأصول محل التأجير . وتتيح عملية الاستئجار هذه للجهة المستأجرة فرصة بقاء الأصل تحت تصرفها ، ودون أن يصاحب ذلك تملك لهذا الأصل . وهناك تشابه بين الاستئجار المالي والاقتراض من زوايا عديدة ، ولكن المفهوم الأول يمتاز عن المفهوم الثاني من ناحية أن المؤجر يكون في وضع أفضل من وضع الدائن ، خاصة عندما تواجه الجهة المستأجرة عقبات مالية .[2]

[1] محمد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر،2000،ص424

[2] كمال يوسف،منتدى المحاسبين العرب،https://accdiscussion.com/acc6226.html تاريخ الإطلاع،12\06\2019 الساعة15:08

ثالثا: البيع ثم الاستئجار

في هذه الحالة تقوم المؤسسة ببيع إحدى أصولها إلى مؤسسة مالية بنك مثلا، وفي نفس الوقت توقع معها اتفاقية لاستئجار هذا الأصل خلال فترة زمنية معينة حسب شروط العقد، يحق للمؤسسة المؤجرة بان تسترد الأصل عند انتهاء عقد الإيجار[1].

إن العملية المتبعة في دفع الإيجار تشبه عملية تسديد القرض المرهون بعقار، ففي الحالة الأولى(حالة البيع ثم الإيجار) تدفع المؤسسة المستأجرة إلى المؤسسة المؤجرة(صاحبة الأصل) أقساط متساوية في أوقات متتالية تساوي في مجموعها قيمة شراء الأصل بالكامل بالإضافة إلى عائد معين على الاستثمار للمؤسسة، وفي الحالة الثانية(حالة القرض المرهون بعقار) تسدد المؤسسة المقترضة القرض على دفعات متساوية في فترات متتالية بمقدار يكفي لتسديد القرض بالإضافة إلى عائد مناسب للقرض[2].

المطلب الثالث: التمويل طويل الأجل

تعتبر مصادر التمويل طويلة الأجل أهم مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسة، و أطولها مدة وأكبرها نسبة في الهيكل المالي، حيث أنها تتكون من نوعين رئيسيين هما أموال الاقتراض وأموال الملكية.

الفرع الأول: أموال الملكية

كما ذكرنا سالفا تمثل أموال الملكية أحد أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركة لتمويل إنفاقها الاستثماري، كما تمثل حقوق المساهمين في المؤسسة و تتكون من الأسهم العادية والممتازة والأرباح المحجوزة والاحتياطات.

[1] سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات إدارة النقود البنوك في إطار عالمية القرن الحادي والعشرين، مكتب عربي، إسكندرية، مصر، 2002 ، ص81

[2] محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 1999 ، ص298

أولا: الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية صكوكا متساوية القيمة تمثل جزء من رأس مال الشركة، وهي بذلك تُعد بمثابة سند ملكية في الشركات المساهمة والتوصية بالأسهم.[1] ،كما تلجأ المؤسسات الحديثة النشأة لإصدار الأسهم بداية تأسيسها وذلك لحاجتها إلى الأموال ولعدم قدرتها على تحمل أعباء تكلفة الاقتراض الخارجي وشروطه.

والشركة المساهمة غير ملزمة بدفع أي عائد ثابت أو محدد لحملة الأسهم العادية مقابل استخدامها لأموالهم.

وحملة هذه الأسهم العادية هم أصحاب المشروع وبيدهم إدارته ولهم حقوق محددة ومنصوص عليها في القانون، وحقوقهم هي:[2]

- حق الحصول على شهادة تثبت المساهمة في ملكية الشركة بعدد محدد من الأسهم.
- حق الاشتراك في الأرباح عند توزيعها.
- حق الأولوية في الاكتتاب.
- حق نقل الملكية.
- الحق في حضور الجمعيات العمومية.
- الحق في التصويت في الموضوعات الأخرى التي لها علاقة بملكية الشركة.
- الحق في الاشتراك في موجودات الشركة عند تصفيتها.
- حق منع الشركة من القيام بأعمال تضر بكيانها.
- حق التصويت لانتخاب مجلس الإدارة.

[1] محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص402.
[2] سيد الهواري، الإدارة المالية (منهج اتخاذ القرارات)، مرجع سبق ذكره، ص360.

1. القيم المختلفة للسهم العادي:

بالنسبة للأسهم العادية يجب التمييز بين القيمة الاسمية للسهم وقيمته الدفترية والقيمة السوقية، والقيمة الاسمية هي القيمة التي تكتب على السهم عند وضعه على ورق مميز وتسمى Par Value، أما القيمة الدفترية فهي التي تتمثل في كل المساهمات المباشرة أو غير المباشرة التي تتمم المشروع من حملة الأسهم، وبالتالي فهي تتضمن رأس المال وفائض رأس المال وتسمى Book Value، أما القيمة السوقية للمشروع فهي عبارة عن ناتج ضرب عدد الأسهم في سعرها السائد في السوق، أما القيمة الاستبدالية فتتمثل في التكلفة اللازمة لإحلال الأصول الحالية للمشروع، وتتساوى بطبيعة الحال القيمة الدفترية مع القيمة الاستبدالية في وقت شراء الأصول، وبطبيعة الحال يعكس ارتفاع القيمة السوقية للمشروع مقارنة بكل من القيمة الدفترية أو القيمة الاستبدالية ومدى النجاح في أعمال المشروع.[1]

2. مزايا وعيوب التمويل بإصدار الأسهم

- **مزايا إصدار الأسهم العادية[2]:**

هناك ثلاثة مزايا رئيسية ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل طويل الأجل وهي:

أ. لا يمثل إصدار الأسهم العادية التزام على الشركة بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها، إذ أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم يكون بعد أن تحقق الشركة الأرباح ويتخذ القرار بتوزيعها.

ب. إن المؤسسة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد مما يعطي مرونة للمؤسسة بعدم الدخول في التزامات محددة، بالإضافة إلى انخفاض درجة المخطر مقارنة بمصادر التمويل الأخرى.

ت. إن التمويل بإصدار الأسهم يعد توسع لحقوق الملكية وهذا يخفض من مخطر الرافعة المالية، ويعطي ضمانات إضافية للدائنين ويعزز من القدرة الائتمانية للمؤسسة في السوق المالي.

[1] غنيم حسن عطا، دراسات في التمويل، مصر، الطبعة1، 1999، ص343

[2] دريد كامل ال شبيب ، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**،مرجع سبق ذكره ،ص205

- **عيوب التمويل بالأسهم العادية:**

إلى جانب هذه المزاياتسم التمويل بالأسهم العادية ببعض العيوب أهمها: [1]

أ. احتمال فقدان السيطرة على الإدارة بسبب التبادل السريع للأسهم ودخول مساهمين جدد يسيطرون على مجلس الإدارة واتجاهاته واحتمال تغيير طريقة إدارة المؤسسة بما يتلاءم مع توجهاتهم في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال.

ب. ارتفاع التكلفة التي تتحملها المؤسسة، ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين:

- العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم عادة ما يكون مرتفع نظرا للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة.
- أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة ومن ثم لا يتولد عنها أي وفر ضريبي.

ثانيا: الأسهم الممتازة

الأسهم الممتازة " تعرف على أنها حصة في رأس مال المؤسسة لها نسبة أرباح ثابتة ولها الحق قبل الأسهم العادية في الاسترجاع عند التصفية"[2].

تلجأ المؤسسة إلى التمويل بالأسهم الممتازة للعديد من الأسباب:[3]

- زيادة موارد المؤسسة المالية من خلال ملائمة هذا النوع من الاستثمار مع المستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر.
- المتاجرة بالملكية أي استعمال أموال الآخرين بتكاليف ثابتة.

[1] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية :مدخل تحليلي معاصر** ، مرجع سبق ذكره، ص539

[2] مبارك لسلوس،**التسيير المالي**،ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر،2004،ص180

[3] محمد بوشوشة،تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية،مرجع سابق الذكر،ص26

استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في التسيير.

- يعتبر إصدار الأسهم الممتازة عملية اقتصادية مربحة، حيث إذا حققت المؤسسة عائدا يفوق العائد المدفوع عن الأسهم الممتازة فإن الفرق يعود لحملة الأسهم العادية.

1. أنواع الأسهم الممتازة:[1]

- **الأسهم المتراكمة أو المجمعة للأرباح**: وهي الأسهم التي تتراكم أرباحها من سنة لأخرى، وتتميز عن الأسهم الأخرى بأن حق الحملة في الربح لا يضيع إذا لم يتقرر توزيعه في سنة من السنين، بل يرحل إلى العام التالي، ولا يمكن إعلان توزيع الأرباح إلى حملة الأسهم العادية قبل دفع المستحق والمتجمّع لحملة الأسهم الممتازة بالكامل.
- **الأسهم المشاركة**: وهي قليلة الشيوع وهو النوع الذي يشترك في الأرباح، وهنا يكون لحملة الأسهم الممتازة بعد حصولهم على أرباحهم المحددة الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية في الأرباح الباقية، أي أن النسبة المئوية المحددة في العقد لا تعتبر الحد الأقصى لنصيبهم في أرباح الشركة.
- **أسهم غير متراكمة**: غير مجمّعة للأرباح، ويُقصد بذلك أنه إذا مر العام ولم تعلن الإدارة عن توزيع الأرباح فإن الحملة يضيع حقهم من هذه الأرباح.
- **أسهم ممتازة وقابلة للتحويل**: يمكن للشركة المصدرة تحويلها إلى أوراق مالية أخرى وفقا لرغبة الحملة وتحت شروط منصوص عليها في القانون النظامي للشركة، وعادة يكون تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية، والغرض من إضافة هذا الحق ضمن شروط الإصدار هو تشجيع المستثمرين على الاكتتاب في هذه الأوراق المالية.

[1] محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، نفس المرجع، ص405، 406.

2. خصائص الأسهم الممتازة:[1]

هي ورقة مالية تقع بين الأسهم العادية والسندات، وتشارك الأسهم العادية في الخصائص التالية:

- لا يوجد لها موعد استحقاق.
- تُمثل أموال الملكية.
- تأخذ أرباحا عند توزيع الأرباح.
- لها ثلاث قيم: اسمية ودفترية وسوقية، لكن القيمة الدفترية تساوي القيمة السوقية لأنها لا تشترك في الأرباح المحجوزة.

3. عيوب إصدار الأسهم الممتازة:[2]

- التزام المؤسسة بدفع أرباح محدودة سنوية إذا حققت أرباحا لم تحدد.
- تعتبر تكلفة إصدار الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة إصدار السندات.
- لا يجوز خصم الأرباح الموزعة على حملة هذه الأسهم من ضريبة الدخل.

ثالثا: الأرباح المحجوزة

الأرباح المحتجزة هي أرباح تحققت غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم وذلك بهدف تمويل استثمارات مختلفة، وحيث أن هدف الإدارة المالية هو تحقيق مصالح الملاك فإن المؤسسة لا ينبغي أن تحتجز هذه الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع على استثماره يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرصة بديلة متاحة للمساهمين ولذلك يستلزم قياس تكلفة هذا العنصر من مصادر التمويل.[3]

وتعرف الأرباح المحتجزة بأنها ":عبارة عن ذلك الجزء من الأرباح الذي تقرر المؤسسة عدم توزيعه على

[1] زياد سليم رمضان، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص152.
[2] عبد الوهاب يوسف أحمد، **التمويل وادارة المؤسسات المالية**، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر ، عمان الأردن، 2008 ، ص85
[3] محمد بوشوشة،تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية،مرجع سابق الذكر،ص110

المساهمين وذلك لأغراض تسديد الالتزامات أو تنفيذ بعض عمليات التوسع في المؤسسة "[1]

وبما أن الأرباح تخص الشركاء يجب على مجلس الإدارة إيجاد مبررات لحجز الأرباح، و هي:[2]

- مبررات قانونية بحيث ينص القانون على حجز جزء من الأرباح على شكل احتياطات لغايات تكوين الاحتياطي الإجباري للشركات.
- تكوين احتياطي اختياري.
- تدوير جزء من الأرباح للسنوات القادمة، ولكي تتمكن المؤسسة من توزيع نفس الأرباح للسنوات التي ربحها قليل، وأيضا لتحويل مشاريع التوسع أو سداد الديون، كما تعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للشركة حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الاقتراضية للشركة.
- امتصاص الصدمات والخسائر الحالية الاستثنائية التي تتعرض لها المؤسسة.
- استقرار الأرباح يشجع المؤسسة على توزيع أرباحها، أما إذا كانت متذبذبة فلا يشجعها على ذلك لكي تحافظ على مستوى توزيع الأرباح.
- الموقف الضريبي لأصحاب الأسهم: فإذا كان مُلاك المؤسسة قليلون ويخضعون لفئة ضريبية مرتفعة، فإنهم يفضلون حجزها وإعادة استثمارها بدلا من الحصول عليها نقدا ودفع الضريبة.
- قيود في عقود الديون:[3] وقد تنص عقود الديون على عدم توزيع الأرباح المحتجزة، وإنما التوزيع يكون من الأرباح المستقبلية.
- إمكانية الحصول على الأموال من الأسواق المالية، لأنه إذا كانت الربحية كبيرة ومستقرة تساعد على الحصول على الأموال من الأسواق المالية.

[11] مبارك لسلوس،التسيير المالي،مرجع سبق ذكره ص،177
[2] زياد سليم رمضان، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص110
[3] سيد الهواري، الإدارة المالية (منهج اتخاذ القرارات)، مرجع سبق ذكره، ص215

- الرقابة على المؤسسة: ذلك أن التمويل بالقروض يزيد من مخاطر تقلبات الأرباح بالنسبة للمُلاك الحاليين، وأيضا إصدار أسهم عادية يُنقص من سيطرة الملاك الحاليين على اتخاذ القرار في المؤسسة، ولتفادي ذلك يجب الاعتماد على الأرباح المحجوزة.

الفرع الثاني: التمويل المقترض طويل الأجل

تسعى المؤسسات إلى تنمية مواردها المالية بالاعتماد على مصادر مختلفة للتمويل حسب سلوك الملاك والمستثمرين وحسب ظروف الأسواق المالية التي تحتم استخدام أوراق مالية عن أخرى، و التمويل المقترض هو من مصادر التمويل الأساسية في المؤسسات وأخذت تشكل احد بدائل الاستثمار لدى العديد من المستثمرين، وتشمل هذه المصادر القروض المصرفية طويلة الأجل و السندات بمختلف أنواعها.

أولا: القروض المصرفية طويلة الأجل

تعد إحدى مصادر التمويل المتاحة الطويلة الأجل والتي تنمح مباشرة من الجهاز المصرفي كالمصارف وشركات التأمين أو من مؤسسات خارجية وتكون مدتها أكثر من سنة، وبخلاف السندات تمثل القروض وسيلة عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلال انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما.[1]

1. **أسباب اللجوء للقروض طويلة الأجل:**

تلجأ المؤسسة لطلب القروض طويلة الأجل للعديد من الأسباب المختلفة نذكر منها:[2]

- في حالة عدم إمكانية التمويل بمصادر التمويل الأخرى، مثل التمويل الداخلي أو القروض قصيرة الأجل تلجأ المؤسسة لهذه القروض .
- سرعة وسهولة توفر هذا المصدر إذا كانت المؤسسة تتمتع بسمعة جدية في السوق وتتمتع بالملاءة.

[1] دريد كامل آل شبيب،، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**،مرجع سبق ذكره ،ص218
[2] محمد بوشوشة،**تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية**مرجع سابق الذكر،ص137

- المحافظة على عائد جيد للسهم وذلك لثبات عدد الأسهم .
- انخفض التكلفة: حيث تعتبر هذه القروض أقل تكلفة من بعض المصادر الأخرى كإصدار أسهم جديدة للاكتتاب.
- الميزة الضريبة: تعتبر القروض عامة من التكاليف لذلك لها خاصية الوفر الضريبي لأنها تطرح قبل حساب النتيجة.
- قد يشكل مصدر لتسديد القروض القصيرة الأجل.

2. أنواع القروض طويلة الأجل

تنقسم القروض طويلة إلى عدة أنواع نذكر منها مايلي:[1]

أ. القروض الشخصية:

يتركز هذا النوع على صدق و أمانة الشخص المقترض، والتي يصطلح عليها غالبا باسم القروض غير المضمونة، ويوضح في عقد هذا الدين معدل الفائدة الواجب سداده، وعدد مرات الدفع و المدة و شروط الدفع، و معدلات الفائدة في هذا القرض يعبر عنها عن طريق النسب المئوية.

ب. القرض المضمون:

يعتبر ذو ضمان أكبر ويتمثل كذلك في الشروط المفروضة على هذا القرض خاصة في جانب أسعار الفائدة، و نجد أن انخفاض أسعار الفائدة على القرض له علاقة طردية مع ارتفاع نسبة الضمان، ذلك أن المقرض يكره المخاطرة، ولمنح هذه القروض هناك شروط نذكر منها مايلي:

- **الثقة:** تتركز دراستها حول الجانب المعنوي، و دراسة متى كفاءة و مؤهلات مديري المؤسسة المقترضة و ذلك مع الأخذ بعين الاعتبار مدى الوفاء للبنك و القدرة على تسديد الديون.....الخ

[1] دباح هشام،**المفاضلة بين التمويل المباشر و التمويل غير المباشر في المؤسسة الاقتصادية**مذكرة ماجيستير في العلوم الاقتصادية،جامعة سي محمد بوقرة، بو مرداس،نوقشت سنة2012،ص88-89

- **وضعية المؤسسة في السوق:** يؤخذ بعين الاعتبار حالة السوق في الوضع الحالي، و حصة المؤسسة، بالإضافة تقييم الزبائن للمؤسسة.
- **الوضعية المالية للمؤسسة:** يتوجب على المؤسسة تقديم الوثائق اللازمة و التي يطلبها البنك لدراسة هيكلها المالي و من الوثائق نجد:
  - جدول حسابات النتائج.
  - تحليل ميزانية المؤسسة.

3. مزايا القروض طويلة الأجل:

للقروض طويلة الأجل عدة مزايا نذكرها في عدة نقاط كالتالي:[1]

- يمكن للمنشآت الاستغناء عن القروض الموسمية قصيرة الأجل نظرا لتوفر تمويل طويل الأجل، وبالتالي التقليل من مخاطر احتمال عدم تجديد القروض الموسمية.
- تجنيب المؤسسات التكاليف اللازمة لعملية تسجيل الإصدار العام ولتوزيع هذا الإصدار إلى الجمهور من خلال بنوك الاستثمار.
- قصر وقت الحصول على القروض طويلة الأجل مقارنة مع عملية الإصدار العام التي تتطلب وقت أكبر.
- المؤسسة تتحصل على القرض المباشر من مقرض واحد، وبالتالي يمكنها التفاوض معه وإدخال التعديلات المناسبة على بنود العقد عند الحاجة، عكس الإصدار العام الذي يكون المقرض من الجمهور العام ، وبالتالي صعوبة واستحالة التفاوض معهم.

[1] سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة و مطبعة الاشعاع الفنية،مصر،1997، ص108

ثانيا: التمويل بالسندات

بالإضافة إلى القروض طويلة الأجل تحصل المؤسسة على أموال الاقتراض عن طريق الإصدار العام الموجه للجمهور من خلال بنوك الاستثمار في شكل سندات.

و يُعرف السند بأنه حصة من قرض، أي أن المؤسسة تقترض من الجمهور عن طريق وثائق تسمى السندات بقيمة اسمية محددة يتم دفعها إما مرة كل ستة أشهر أو مرة كل سنة، وفترة استحقاق السندات هي طويلة نسبيا من 10 إلى 15 سنة. [1]

1. **العوامل المسببة للجوء إلى السندات**

وهناك عوامل عديدة تجعل المؤسسة تلجأ إلى هذا النوع من التمويل أي السندات وهي[2]:

- **المتاجرة بالملكية:** وذلك أنه بالسندات تستطيع المؤسسة الحصول على الأموال دون اشتراك أصحاب هذه الأموال في الإدارة.
- **التكلفة المنخفضة:** وذلك لأن المؤسسة تحقق لنفسها مركزا ائتمانيا جيدا وشهرة واسعة، من خلال توزيع سنداتها على الجمهور العام، وبذلك تحصل المؤسسة على الأموال التي تحتاجها بأفضل الشروط وبأقل تكلفة.
- **الميزة الضريبية:** الفائدة تُحسب من النفقات وبالتالي تُحذف من المبلغ الخاضع للضريبة.
- **وكيل حامل السندات:** لتسهيل الاتصال بين مُصدر السندات وحاملي السندات، ويعمل هذا الوكيل على حماية السندات ويعمل لمصلحتهم، وواجبات الوكيل تتم بواسطة قسم مختص في بنك تجاري.

[1] زياد سليم رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 134.
[2] محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل؟، مرجع سبق ذكره، ص406، 407.

2. أنواع السندات:

هناك الكثير من المعايير المتبعة في تقسيم السندات، و اعتمادا على هذه المعايير تنقسم السندات إلى:[1]

أ. من حيث الضمان:

- السندات المضمونة برهن أصل من أصول المؤسسة،حيث تضع المؤسسة المقرضة اليد على الأصل في حالة عدم السداد.
- السندات التي تعتمد على المركز الائتماني للمؤسسة وسمعتها و غير المضمون بالرهن.

ب. من حيث العوائد و أسعار الفائدة

- السندات ذات معدل الفائدة الثابت و الذي لا يتغير منذ تاريخ الاكتتاب إلى تاريخ الاستحقاق.
- السندات ذات سعر الفائدة المعدوم و الذي يتغير حسب أسعار الفائدة في السوق المالي، حيث يتم ربط سعر الفائدة للسند بسعر إعادة الخصم أو بفائدة أذونات الخزينة.
- السندات ذات أسعار الفائدة الصفرية، و هي سندات أسعار الفائدة فيها تساوي الصفر ولكنها تباع بسعر أقل من القيمة الاسمية لها، وعند استحقاقها يأخذ قيمتها كاملة والفرق يمثل الربح.

ت. من حيث القابلية للاستدعاء

- السندات القابلة للاستدعاء: وهي التي يمكن للمؤسسة المصدرة باستدعائها وطلب سداد قيمتها قبل موعد استحقاقها مقابل تعويض لحامل السند(علاوة الاستدعاء).
- السندات الغير القابلة الاستدعاء: وهذا النوع لا يجوز استدعاء السندات وسداد قيمتها قبل موعد استحقاقها.

ث. من حيث قابلية التحويل

- السندات القابلة للتحول لأسهم بعد فترة زمنية متفق عليها، ويحدد أيضا سعر التحويل أو كم سند يساوي سهما عاديا.

[1] محمد بوشوشة،**تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية**مرجع سابق الذكر،ص146

- السندات الغير قابلة للتحول والتي لا يجوز تحويلها مهما كانت الفترة الزمنية.

ج. من حيث الملكية

- السند لحامله و الذي تدفع فائدة السند وقيمته عند استحقاقها لحامل السند.
- السند الاسمي و الذي تدفع فائدة السند وقيمته عند استحقاقها للشخص المسجل اسمه في السند.

3. أهمية السندات كقروض طويلة الأجل: إن السندات الموجهة للجمهور تعتبر مصدرا مهما للتمويل طويل الأجل وذلك نظرا للمزايا التي تتمتع بها السندات وهي: [1]

- تكلفة السند تكون محددة من قبل، فحاملو السندات لا يشاركون المؤسسة في الأرباح العالية التي تحققها.
- إن عائدات السندات تكون غالبا أقل من عائدات الأسهم العادية.
- لا يشارك حملة السندات مالكي الشركة في الرقابة عند استخدام القروض في تمويل الشركة.
- إن مدفوعات الفوائد على القروض تقتطع قبل حساب الضريبة.
- تحقيق المرونة في الهيكل المالي للشركة بوضع شرط حق الاسترداد في وثيقة العقد.

بالإضافة إلى المزايا التي تتمتع بها السندات فلها بعض العيوب:

- إن السندات هي تكلفة ثابتة، وهي التزام لفترة طويلة فهي تتضمن مخاطرة، فإذا ما تذبذبت مكاسب الشركة فقد تصبح غير قادرة على دفع هذه التكلفة.
- ارتفاع المخاطر المالية يؤدي إلى ارتفاع معدلات الخصم على حقوق الملكية، وذلك نتيجة لارتفاع نسبة الرفع المالي.

[1] سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح الخلل في الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص126، 127.

خلاصة الفصل

حاولنا من خلال الفصل الأول تقديم لمحة عامة حول التمويل باعتباره القاعدة الأساسية و المحرك الرئيسي لأي نشاط اقتصادي سواء كان ربحي أو غير ذلك، و بعرضنا المصادر الأساسية للتمويل صارت الفكرة الرئيسية في ما يخص علاقة التمويل بالمؤسسة و النشاط الاقتصادي عامة، و بالإدارة المالية للمؤسسة بشكل خاص، حيث تسعى الإدارة المالية للمشروع المفاضلة و الاختيار بين كل البدائل التمويلية المتاحة أمامها و المختلفة المصادر، سواء كانت هذه المصادر داخلية أم خارجية، عن طريق الاستدانة أو عن طريق الأسهم بنوعيها أو السندات، لإيجاد التوليفة الرئيسة التي ستمول بها المؤسسة نشاطها الاقتصادية ذلك عن طريق الموازنة بين العائد والمخاطرة و بين التكلفة و الأرباح التي تجعل المؤسسة تمشي في السكة الرئيسية لتحقيق أهدافها، و تسمى هذه التوليفة بالهيكل المالي للمؤسسة و هذا ما سيتم التطرق له في الفصل الموالي.

الفصل الثاني:
الإطار النظري للهيكل المالي

❖ تمهـــيد

يعتبر الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية التوليفة المختارة من مصادر التمويل المختلفة من طرف الإدارة المالية للمؤسسة، لتسيير شؤونها و تحقيق أهدافها المختلفة خلال فترة زمنية محددة، و الاختيار الأمثل للهيكل المالي هو الذي يضمن للمؤسسة السير الحسن و تحقيق الأهداف المختلفة، لذلك ارتأينا في هذا الفصل لتقديم لمحة عامة عن الهيكل المالي للمؤسسة و الهيكل المالي الأمثل، بالإضافة إلى محددات و طرق تقييم الهيكل المالي وفق الخطة التالية:

- ❖ المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهيكل المالي
- ❖ المبحث الثاني: محددات الهيكل المالي
- ❖ المبحث الثالث: تقييم الهيكل المالي

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهيكل المالي

تسعى جميع المؤسسات الاقتصادية على الرغم من اختلاف أحجامها و نشاطها، إلى إيجاد التوليفة المالية المناسبة التي تحفظ استقلاليتها و تضمن نموها ، و تسمى هذه التوليفة بالهيكل المالي، و هذا ما سندرسه من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: ماهية الهيكل المالي

يخص الهيكل المالي الجزء الأيسر من الميزانية والمتمثل في الخصوم ، فمن الناحية المحاسبية فإن الخصوم تمثل الديون طويلة وقصيرة الأجل وهي التزامات على المؤسسة الواجب عليها تسديدها في مواعيد استحقاها، أما من الناحية المالية فإنها تعبر عن مصادر تمويل المؤسسة التي تم استعمالها من أجل حيازة أصول المؤسسة.

الفرع الأول:تعريف وعناصر الهيكل المالي

سنتطرق في هذا الفرع إلى تعريف و عناصر الهيكل المالي بصفة عامة:

أولا–تعريف الهيكل المالي

1. يعرف الهيكل المالي بأنه ": تلك التوليفة بين الأموال الخاصة والقروض التي تستعملها المؤسسة في تمويل استثماراتها"[1]
2. ويعرف أيضا " هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف الميزانية العمومية"[2]
3. ويمكن تعريفه بأنه " يتعلق بكيفية تمويل إجمالي موجودات أو استثمارات المؤسسة ويتمثل ذلك في الجانب الأيسر للميزانية ، أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي

[1] محمد بوشوشة : تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية ،دراسة حالة المؤسسات الجزائرية،مرجع سبق ذكره ص 169

[2] عدنان تايه النعيمي ,أرشد فؤاد التميمي ,**الإدارة المالية المتقدمة** ,الطبعة العربية ,دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ,عمان الأردن 2009. ص349

تستخدمها المؤسسة .أي أن الهيكل المالي يمثل جميع أشكال و أنواع التمويل سواء ملكية أو قروض، و سواء كانت من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل"[1].

4. و نعرفه بأنه ذلك المزيج من الأموال الخاصة والديون المختلفة المدة، و المتعلقة بالجانب الأيسر للميزانية ، و المستعمل في تمويل احتياجات المؤسسة لمدة زمنية معينة.

ثانيا– عناصر الهيكل المالي

يترجم الهيكل المالي للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها، حيث تتكون من عنصرين هامين في الحياة المالية للمؤسسة[2]:

1. **الديون:** والتي تتمثل في عقد تلتزم فيه المؤسسة بسداد مبلغ معين لهيئة معينة وذلك في مقابل حصولها على هذا المبلغ والاستفادة منه.
2. **الأموال الخاصة** :هي تلك المساهمات التي يساهم بها ملاك المؤسسة حيث يضعونها تحت تصرف المؤسسة مقابل حصولهم على حقوق معينة. وهنا يجب التفريق بين مصطلحين أساسين :الهيكل المالي (هيكل رأس المال)و هيكل التمويل حيث يشير المصطلح الأول إلى المزيج بين الأموال الخاصة والديون الطويلة الأجل أما هيكل التمويل فيعبر عن جميع مصادر التمويل :الطويلة + القصيرة الأجل، حيث يكون التحليل دائما بواسطة الهيكل المالي وليس هيكل التمويل وذلك على اعتبار أن المصادر القصيرة الأجل غير مستقرة ولا تبقى في ميزانية المؤسسة طويلا على عكس المصادر الطويلة التي تتسم بنوع من الثبات.

[1] :محمد أيمن عزت الميداني **,الإدارة التمويلية في الشركات** ,جامعة الملك فهد للبترول والمعادن الظهران 1993 ص555

[2] محمد بوشوشة :مرجع سابق الذكر ص169

الفرع الثاني:الهيكل المالي الأمثل

تسعى جميع المؤسسات الاقتصادية إلى تحقيق الهيكل المالي الأمثل و المناسب لسياستها العامة المسطرة من طرف مجلس الإدارة أو الذي يحقق أهداف الملاك الرئيسة، والتي تتمحور عادة في تعظيم الأرباح و تقليل المخاطر إلى جانب التوسع.

أولا–تعريف الهيكل المالي الأمثل

يمكن تعريف الهيكل المالي الأمثل على انه :

1. " ذلك الهيكل الذي يعظم القيمة السوقية للأموال الخاصة من خلال تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة ككل وذلك من خلال اختيار لمزيج تمويلي يخفض تكلفة التمويل لأقصى درجة ممكنة"[1]
2. " ذلك المزيج من التمويل الممتلك و المقترض الذي يجعل المعدل الموزون لتكلفة التمويل لأدنى حد ممكن، وإذا ما نجحت المؤسسة من تحقيق ذلك تمكنت من تعظيم ثروة المالكين"[2]

ثانيا–سمات الهيكل المالي الأمثل

ينبغي على المؤسسة التخطيط السليم لبناء الهيكل المالي الملائم الذي يعمل على تعظيم قيمتها ويراعي مصالح الملاك وبقية الأطراف ذات العلاقة بها وتتمثل أهم السمات المميزة لهذا الهيكل المالي فيما يلي[3]:

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

[1] محمد بوشوشة :مرجع سابق الذكر ص170
[2] محم علي إبراهيم العامري ، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر،ط1 ،2013 ص310
[3] نبيلة سهايلية، جبار بو كثير، عناصر الهيكل المالي و أثرها على القيمة السوقية للمؤسسة،دراسة حالة مؤسسة صيدال،مجلة ميلاف للبحوث العلمية،جامعة أم البواقي،2017، ص243

المطلب الثاني: السياسات التمويلية للمؤسسة

توفر المؤسسة الأموال التي تحتاجها عن طريق مصادر متعددة ومن خلال استخدام أدوات مالية مختلفة، منها قصير أو طويل الأجل ومنها المقترض ومنها الممتلك، والسياسة المالية التي تعتمد عليها المؤسسة في تشكيل هيكلها المالي، هي تعبير عن مزيج من الأدوات المالية المستخدمة لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة.

الفرع الأول:السياسة المعتدلة في التمويل(التغطية)

إن التمويل على أساس هذه السياسة يتبع مبدأ التغطية ويقتضي هذا الأخير بضرورة ملائمة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل، مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه[1].

وطبقا لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة، من مصادر تمويل طويل الأجل كالقروض الطويلة الأجل و الأموال الخاصة، فليس من الحكمة أن يتم تمويل الأصل الدائم من مصادر تمويل قصيرة الأجل كالقروض القصيرة الأجل، إذ هذا يعني أن تتعهد المؤسسة بسداد القرض المستخدم في تمويل الأصل، بمعدل أسرع من المعدل الذي يتحول به هذا الأصل إلى نقدية[2].

وبالتالي هذا المبدأ يبرز نقطة هامة، وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل قصير الأجل وبين مصادر التمويل طويل الأجل يتوقف على هيكل الأصول المتداولة .فتطبيقا لهذا المبدأ كلما ازدادت الأصول المتداولة المؤقتة، كلما ازداد الاعتماد على الخصوم المتداولة(مصادر قصيرة الأجل)في التمويل[3] .

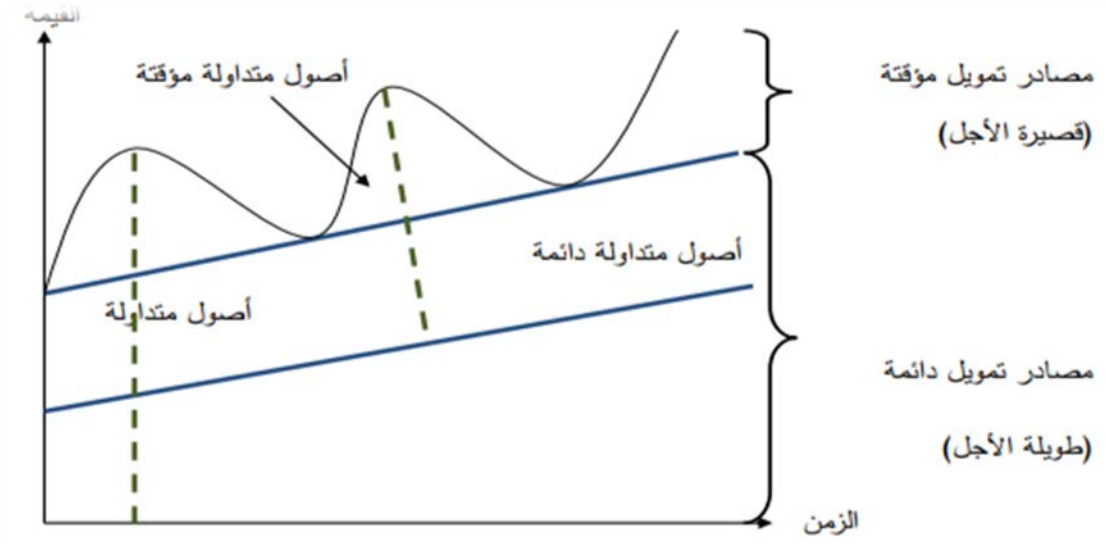
ويوضح الشكل التالي تمويل الأصول وفق السياسة المعتدلة (المثالية:)

[1] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية :مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية 2000 ص225

[2] حمزة محمود الزبيدي، **أساسيات الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوا رق للنشر والتوزيع، عمان،2006،ص193

[3] منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية :مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره،ص 225

الشكل رقم:1: السياسة المعتدلة في التمويل(سياسة المثالية)



المصدر :منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية :مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره،2000،ص225

يظهر بوضوح في هذا الشكل أن الأصول الثابتة قد تم تمويلها بكامل من خلال مصادر التمويل طويلة الأجل، في حين استعمل مصدر التمويل القصير الأجل لتمويل الاحتياجات الاستثمارية القصيرة الأجل(المتمثلة برأس المال العامل المؤقت[1].)

فمن غير المنطقي – من الناحية التحليلية – أن تمول الإدارة المالية هذه الاستثمارات القصيرة الأجل والمتقلبة أساسا بمصادر تمويل طويلة الأجل، وان تم ذلك، فإنه يعني أن تتحمل الإدارة المالية تكاليف إضافية متمثلة بمدفوعات الفوائد الإضافية لأموال لا حاجة لهم .الأمر الذي يترك آثار سلبية على مستوى ربحية الاستثمار(أي ربحية المؤسسة)و العكس بالعكس[2] . ورغم سلامة هذه السياسة من ناحية تأثيرها على ربحية المؤسسة إلا أن هذه السياسة تتجاهل مدى ميل إدارة المؤسسة لتحمل المخاطر، وبالتالي نستخلص أن مضمون هذه السياسة

[1] نفس المرجع، والصفحة سابقا.

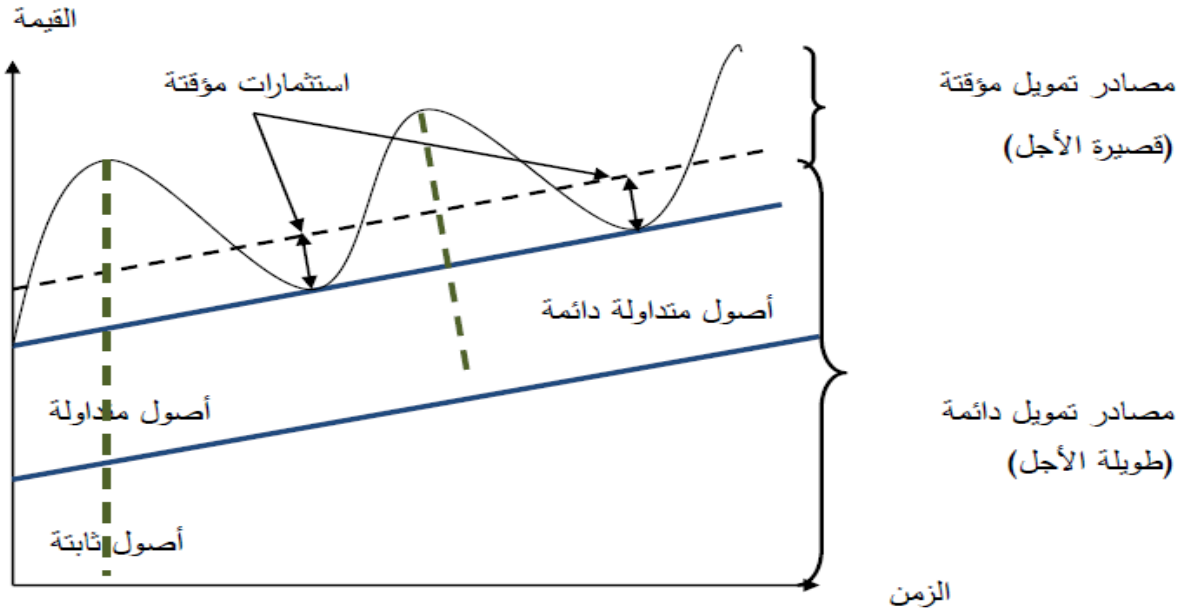
[2] حمزة محمود الزبيدي، **أساسيات الإدارة المالية** مرجع سبق ذكره،ص194

سوف يجعل من مخطر التمويل الذي تتعرض له الإدارة المالية في حدود مقبولة، كما أنه يضمن عائدا مقبولا أيضا ويحافظ على ربحية معتدلة[1]

الفرع الثاني :سياسة التمويل المتحفظة(الحافظة)

حسب ما سبق مبدأ التغطية، فالأصول الدائمة ينبغي تمويلها من مصادر طويلة الأجل، والأصول المؤقتة ينبغي تمويلها من مصادر قصيرة الأجل .غير أن هذا الوضع نادر الحدوث، فقد تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، ومن ثم فقد تذهب في الاعتماد مصادر التمويل طويلة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول المؤقتة، وفي محاولة لتخفيض مخاطر العسر المالي رغم ما لذلك من أثر عكسي على العائد[2]. والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة المتحفظة:

الشكل رقم:2 : السياسة المتحفظة في التمويل



المصدر :منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية :مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره،2000،ص226

ومن الشكل يظهر أن الأصول الدائمة والتي تنمو عبر الزمن سوف يتم تمويلها كليا بمصادر تمويل

[1] :حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، مؤسسة الوا رق للنشر والتوزيع، عمان،2004،ص358

[2] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية :مدخل تحليلي معاصر** مرجع سبق ذكره،ص225

طويلة الأجل مع استخدامه أيضا لتمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة[1].

ولهذا فإن 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 تكلفتها، ومن جانب آخر فان الاعتماد على مصدر التمويل الطويل الأجل لتعويض الانخفاض في حجم الخصوم المتداولة، من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض معدل العائد على الاستثمار، نظرا لأن تكلفة التمويل طويلة الأجل تفوق تكلفة التمويل قصير الأجل.[2]

وعموما فإن درجة المخاطرة في هذه السياسة سوف تكون بحدودها الدنيا إلا أن عائد الشركة سوف يكون أيضا منخفض بسبب الارتفاع في تكاليف القروض الطويلة الأجل بمعنى آخر فإن هذه السياسة سوف تخفض العائد وتخفض المخاطر[3].

الفرع الثالث:سياسة التمويل المغامرة(الجريئة)

إذا ما تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها ستلجأ إلى اعتمادها على مصادر التمويل القصير الأجل إلى حد استخدامه في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملا على زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر[4].

ويوضح الشكل التالي تطبيقا للسياسة الجريئة في التمويل حيث توضح المساحة بين الخط المتقطع المائل والخط غير المتقطع المائل حجم الأصول الدائمة التي يتم تمويلها من مصادر قصيرة الأجل.

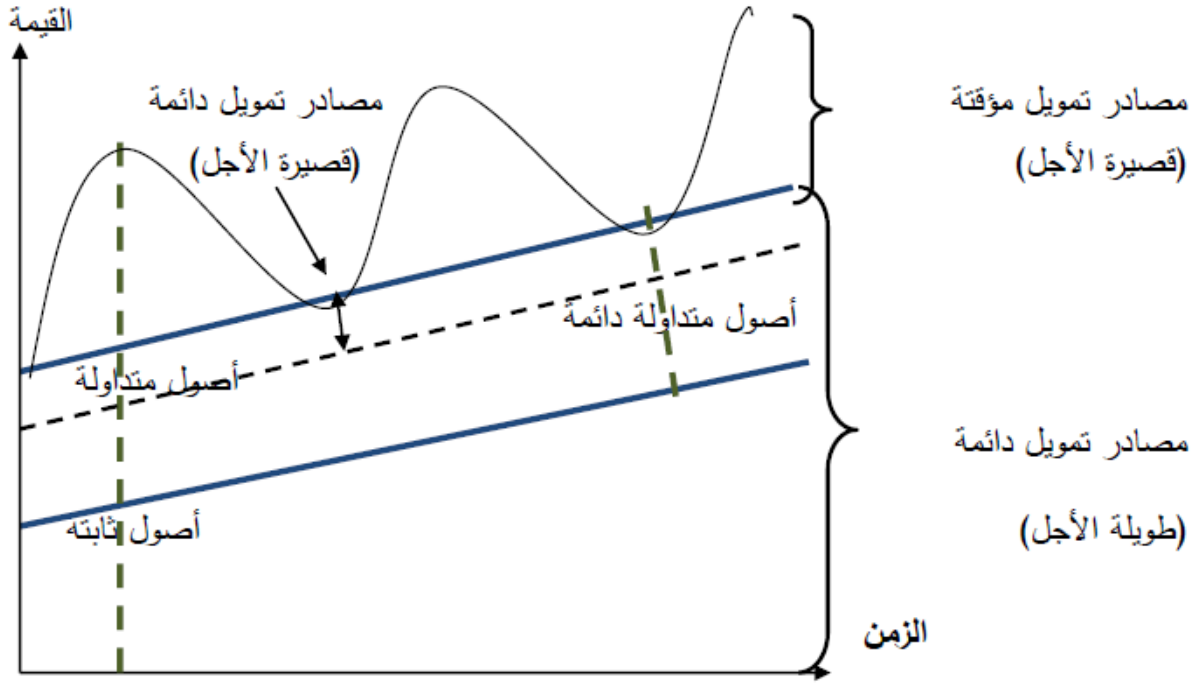
[1] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية :مدخل تحليلي معاصر** مرجع سبق ذكره،ص225

[2] حمزة محمود الزبيدي، **أساسيات الإدارة المالية** ،مرجع سبق ذكره،2006.ص198

[3] حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، مرجع سبق ذكره،2004.ص361

[4] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية :مدخل تحليلي معاصر**، مرجع سبق ذكره،ص224

الشكل رقم:3:السياسة المغامرة في التمويل



.المصدر :منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية :مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره،2000،ص227

إذا ما حاولنا المقارنة بين الشكل 2و3 نجد أن حجم الأصول المتداولة لم يتغير،بينما ازداد حجم الاعتماد على الخصوم المتداولة على حساب الخصوم غير المتداولة .وهذا من شأنه أن يؤدي إلى إضعاف مركز المؤسسة من حيث السيولة، أي يؤدي إلى زيادة مخاطر العسر المالي.

ومن ناحية أخرى، فإن زيادة درجة الاعتماد على الخصوم المتداولة لتعويض انخفاض في درجة الاعتماد على الخصوم غير المتداولة وحقوق الملكية، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة العائد، نظرا لانخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل، باختصار تؤدي السياسة الجريئة إلى زيادة المخاطر زيادة العائد أيضا.

المبحث الثاني: محددات الهيكل المالي

لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة توجد عدة عوامل منها ما هو كمي ومنها ما هو كيفي، حيث تتعلق أساسا بعلاقة المفاضلة بين الخطر ومردود العائد لإدارة المؤسسة. إن هذه العوامل تحدد الطاقة الاستيعابية للدين أي نسبة الديون المثلى وتطور تكلفة رأس المال لمستويات الدين المختلفة , وفي ما يلي استعراض لأهم هذه العوامل سواء كمية أو كيفية.

المطلب الأول: المحددات الكمية للهيكل المالي.

وتتمثل المحددات الكمية للهيكل المالي في عدة نقاط نذكرها في ما يلي:[1]

الفرع الأول:الربحية والسيولة

أولا:الربحية

الربحية هدف أساسي لجميع المؤسسات و أمر ضروري لبقائها و استمرارها و غاية يتطلع إليها المستثمرون و مؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة ، وهي أيضا أداة هامة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد الموجودة بحوزتها لذا نجد أن جهدا كبيرا من الإدارة المالية في المؤسسة يوجع بالدرجة الأولى نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس درجة المخاطر.

لابد من الإشارة هنا إلى أن هناك فرق بين مفهوم الربح والربحية ، فالربح يعني صافي الدخل الذي تظهره قائمة الدخل الذي يمثل الفرق بين الإيرادات والنفقات، أما الربحية فهي تشير إلى الربح منسوبا إلى بعض المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل.[2]

[1] حراش معاذ، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسة،دراسة حالة المؤسسة الوطنية للدهن،مذكرة ماستر،جامعة البويرة،سنة،2015،ص 21-22

[2] عدنان تايه النعيمي، ,**الإدارة المالية المتقدمة**، مرجع سبق ذكره ، ص 36

ثانيا-السيولة

تعبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل المتوقعة منها وغير المتوقعة عند استحقاقها من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها و تحصيل ذممها بالدرجة الأولى ، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية.

تسمح السيولة بتعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها، وتمكنها من الوفاء بتسديد التزاماتها، ووجود السيولة في المؤسسة يعطي لها المرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مجابهة النمو والتوسع و مواجهة الأزمات الطارئة فور وقوعها ...الخ ، ويمكن الحصول على السيولة عن طريق بيع السلع والخدمات الموجودة لدى المؤسسة نقدا، بيع أصل من الأصول نقدا، تحويل الأصول المتداولة إلى نقد ، استعمال المصادر الخارجية للنقد كالاقتراض و كذلك زيادة رأس المال عن طريق الاحتفاظ بالأرباح.[1]

ثالثا:الموازنة بين الربحية و السيولة:إن هدف الإدارة النهائي هو تعظيم قيمة المؤسسة الحالية ، و تتأثر بشكل كبير بكل من السيولة والربحية ، وتتحقق ربحية المؤسسة من خلال تشغيل أصول المؤسسة بكفاية ، أما السيولة فتتحقق من خلال الكفاءة في إدارة عناصر رأس المال العامل و في قدرة المؤسسة في الحصول على التمويل القصير الأجل و الطويل الأجل.[2]

[1] [1] حراش معاذ، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسة،دراسة حالة المؤسسة الوطنية للدهن،مرجع سابق الذكر ،2015،ص 23

[2] أيمن الشنطي، عامر شقر ، **الإدارة و التحليل المالي**،الطبعة الاولى ، دار البداية ناشرون وموزعون ، عمان،الأردن ،2005،ص25

الفرع الثاني:الدخل المتحقق و الخطر

سنتحدث في هذا الفرع عن عاملين مهمين في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة .

أولا–الدخل المتحقق

يعتبر تحقيق اكبر قدر ممكن من الدخل واحد من الأهداف الرئيسية للتخطيط المالي في اختيار نوع الأموال التي ستستخدم في الهيكل المالي ، لذا نلاحظ أن المدير المالي للمشروع يعمل بكل وسيلة لرفع معدل العائد على الاستثمار عن طريق استخدام أموال الغير ، حيث يطلق على هذه العملية مفهوم المتاجرة بالملكية أو الرافعة المالية ، والتي تمثل الاستعانة بأموال الغير لمساعدة رؤوس أموال أصحاب المشروع أي مالكيه في تمويل الاحتياجات المالية اللازمة لتسيير أنشطته الاقتصادية المختلفة.[1]

ثانيا الخطر

يرتبط بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة و الظروف الاقتصادية التي تعمل فيها ، ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على الاقتراض ، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها وقد يتعرض للإفلاس إذا ما كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها.[2]

[1] عدنان هاشم السمراتي،**الإدارة المالية: المدخل الكمي**،دار زهران للنشر و التوزيع،عمان،2009،ص200
[2] مقلع محمد عقل، **مقدمة في الإدارة و التحليل المالي**،الطبعة العربية الأولى ، دار أجنادين للنشر و التوزيع،عمان،الأردن،2006 ص327

المطلب الثاني: المحددات الكيفية للهيكل المالي

تشمل عنصرين هامين هما الملائمة والمرونة ، سيتم التطرق إليهما و بعض العوامل الأخرى، كدرجة التحفظ ،معايير المديونية الصناعية.

الفرع الأول: الملائمة

يقصد بهذا العامل ، هو مدى ملائمة مصادر التمويل المستخدمة مع طبيعة الأصول التي ستمول من هذه المصادر، ويحتاج هذا العامل إلى إيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من استخدام الأصول و التدفقات النقدية الخارجية لتسديد الالتزامات الناشئة عن امتلاك هذه الأصول.[1]

القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل ، كأموال الملكية أو القروض الطويلة الأجل ، أما المصادر القصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الأصول القصيرة الأجل (حيث أن طبيعة الأصول المتداولة تسمح بتحويلها بعد فترة قصيرة إلى سيولة نقدية نستطيع منها أن نسدد القروض قصيرة الأجل وفوائدها)، وتعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر و طبيعة الاستخدامات القصيرة الأجل عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة و تسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول.[2]

متطلبات تحقيق عامل الملائمة بين الحاجة للأموال ونوع استخداماتها:

- تحديد طبيعة الحاجة للأموال وطبيعة الاستخدام و التوظيف للأموال المطلوبة .
- تحديد حجم الأموال المطلوبة عن طريق تحديد حجم الالتزامات.
- الربط بين الحاجة للأموال ونوع الأموال المتوفرة.

[1] حراش معاذ، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسة،دراسة حالة المؤسسة الوطنية للدهن،مرجع سبق ذكره، ،سنة،2015،ص 24
[2] مقلع محمد عقل، **مقدمة في الإدارة و التحليل المالي**، ص115

الفرع الثاني:المرونة

ويمثل هذا العامل إمكانية تعديل مقدار مبلغ التمويل بالزيادة أو النقصان تبعا للتغيرات الرئيسية في مقدار الحاجة إلى الأموال، فعند الاقتراض مثلا لتمويل الأصول المتداولة فإن الإدارة المالية تبحث عن مصدر تمويل قصير الأجل ، إلى جانب ذلك فهي تستخدم المصدر الذي يعطيها إمكانية زيادة مقدار التمويل عند الحاجة أو الحرية في تسديد جزء أكبر من المبالغ في حالة توفر السيولة غير المستخدمة لديها و ذلك تبعا للتقلبات و الظروف الموسمية. لكن يمكن أن تفقد المؤسسة مرونتها في الحالات التالية:[1]

- عند زيادة الالتزامات المرتبطة عليها، ففي هذه الحالة لا تستطيع المؤسسة القيام بعملية الاقتراض رغم توفر أموال الاقتراض في السوق و بفائدة أقل.
- عدم القدرة على توفر ضمانات لقروض إضافية بنفس الضمانات التي منحت للقروض السابقة و هذا ما يقلل من قدرة المؤسسة على الاقتراض.
- قد تؤدي بعض الشروط المنصوص عليها في العقود الماضية مع الدائنين إلى تقييد قدرة المؤسسة الحالية في الحصول على أموال إضافية .

[1] حراش معاذ، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسة،دراسة حالة المؤسسة الوطنية للدهن،مرجع سبق ذكره ،سنة،2015،ص25

المبحث الثالث : تقييم الهيكل المالي

إن الاختلاف في مصادر تمويل المؤسسة سيؤدي إلى العديد من النتائج على أداء المؤسسة والتي من أهمها الوضع المالي للمؤسسة وبالتالي فإن اختيار الهيكل المالي وحده غير كاف و إنما يجب تقييمه من اجل الحكم عليه ويتم ذلك من خلال تحليل بمؤشرات التوازن وحساب نسب الهيكلة المالية.

المطلب الأول:التقييم باستعمال مؤشرات التوازن المالية

تشمل مؤشرات التوازن المالي رأس المال العامل و احتياجات رأس المال بالإضافة للخزينة، و هذا ما سنتطرق إليه في هذا المطلب

الفرع الأول:رأس المال العامل

هو هامش الأمان الناتج عن فائض الأموال الدائمة على الأصول الثابتة أي أنه التمويل الدائم الموجه لدورة الاستغلال ويحسب بإحدى الطريقتين.:

- من أعلى الميزانية:

الأصول الثابتة – الأموال الدائمة = رأس المال العامل

- من أسفل الميزانية:

الديون القصيرة الأجل – الأصول المتداولة = رأس المال العامل

وهناك 3 حالات لرأس المال العامل:[1]

- رأس المال العامل أكبر من الصفر، هذا يعني زيادة في السيولة في السيولة قصيرة الأجل على الالتزامات القصيرة الأجل ,قدرة المؤسسة على التسديد، وهذا ما يحقق توازن في الهيكل المالي للمؤسسة.

[1] بوربيعة غنية،محددات اختيار الهيكل المالي المناسب لمؤسسة دراسة حالة مؤسسة كهركيب،مذكرة مجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012 ص133

- رأس المال العامل يساوي الصفر، هذا يعني تغطي الأموال الدائمة الأصول الثابتة فقط، قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها في ميعاد استحقاقها.
- رأس المال العامل أقل من الصفر، هذا يعني الصعوبة في قدرة التسديد، وهذا ما يدل على عدم توازن الهيكل المالي للمؤسسة.

إن الانتقادات الموجهة رأس المال العامل كمؤشر على قدرة الوفاء تعود لاستحالة وجود علاقة واضحة بين مستوى رأس المال العامل وخطر الإفلاس، حيث انه وجدت عدة مؤسسات قادرة على الوفاء مع رأس مال عامل سالب، والعكس بالعكس بالنسبة لمؤسسات أخرى.

الفرع الثاني: احتياجات رأس المال، و الخزينة

في هذا الفرع سيتم دراسة مؤشرين مهمين في الهيكل المالي و اللذان يستعملان عادة في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة، و هما احتياجات رأس المال و الخزينة، سنذكرهما في النقاط التالية.

أولا– احتياجات رأس المال

إن نشاط المؤسسة الاستغلالي عملية يستوجب منها توفير مجموعة من العناصر وهي المخزونات والقيم القابلة للتحقيق، وهذه العملية تولد مصادر قصيرة الأجل وهي الديون الممنوحة للموردين أو تسبيقات الممنوحة، هذه المصادر تمول جزء من الأصول المتداولة ويجب على المؤسسة أن تبحث عن جزء آخر مكمل وهو ما يسمى باحتياجات رأس المال العامل.

بعبارة أخرى المؤسسة في دورة نشاطها عليها أن تغطي مخزوناتها ومدينوها بالديون قصيرة الأجل ، فإذا كان الفرق موجب بين الطرفين فهو يعبر عن حاجة المؤسسة إلى موارد أخرى تزيد مدتها عن دورة واحدة، منه احتياجات رأس المال العامل هي تلك الاحتياجات التي لم تمول بموارد الدورة ذاتها[1].

نميز بين نوعين من احتياجات رأس المال العامل:

[1] بوربيعة غنية،محددات اختيار الهيكل المالي المناسب لمؤسسة دراسة حالة مؤسسة كهركيب، مرجع سابق الذكر،ص134

- احتياجات رأس المال العامل للاستغلال.
- احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال

1. احتياجات رأس المال العامل للاستغلال.

تمثل احتياجات التمويل المتولدة عن دورة الاستغلال وبسبب حدوث فارق زمني بين احتياجات الاستغلال(مخزون +دائنون)وموارد الاستغلال(موردون)، حيث أن[1] :

- **احتياجات الاستغلال** :تتمثل في احتياجات التمويل بفعل سرعة دوران دورة الاستغلال.
- **موارد الاستغلال** :تتمثل موارد التمويل بفعل الديون المقدمة من الموردين.

جدول رقم 1:موارد و احتياجات الإستغلال

احتياجات الاستغلال	موارد الاستغلال
● المخزونات ● التسبيقات والدفوعات المقدمة على الطلبيات. ● –الزبائن المدينة(القيمة الإجمالية) ● مصاريف مدفوعة مسبقا مرتبطة بالاستغلال	● مصاريف مدفوعة مسبقا مرتبطة بالاستغلال ● منتوجات مدفوعة مسبقا مرتبطة بالاستغلال ● ديون الاستغلال: - ديون الموردون - ديون جبائية - ديون أخرى

بوربيعة غنية ، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب دراسة حالة مؤسسة كهركيب،مرجع سبق ذكره،ص135

تحسب بالعلاقة التالية:[1]

[1]. بوربيعة غنية،محددات اختيار الهيكل المالي المناسب لمؤسسة دراسة حالة مؤسسة كهركيب، مرجع سابق الذكر،ص135

$$BFRex = \text{قيم الإستغلال} + \text{قيم غير جاهزة} - \text{الديون قصيرة الأجل (دون المصرفية)}$$

$$BFRex = \text{الأصول المتداولة} - \text{قيم جاهزة} - \text{الديون قصيرة الأجل (سلفات مصرفية)}$$

$$BFRex = \text{احتياجات الإستغلال للدورة} - \text{موار الاستغلال للدورة}$$

BFRex: احتياجات رأس المال العامل للاستغلال

2. احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال:

تمثل احتياجات التمويل المتولدة عن دورة خارج الاستغلال وبسبب حدوث فارق زمني بين احتياجات خارج الاستغلال(دائنون آخرون)وموارد خارج الاستغلال(ديون متنوعة .)ويظهر الجدول التالي الموارد الاحتياجات خارج الاستغلال

جدول رقم 2:موارد واحتياجات خارج الاستغلال

احتياجات خارج الاستغلال	موارد خارج الاستغلال
• ذمم مدينة متنوعة(قيمة إجمالية) • أقساط مدفوعة • حسابات جارية للشركاء • دائنون على بيع الثبيتات • مصاريف مدفوعة مسبقا خارج الاستغلال	• منتوجات مدفوعة مسبقا خارج الاستغلال • ديون متنوعة: - ديون على الاستثمارات - ديون أخرى

بوربيعة غنية ، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب دراسة حالة مؤسسة كهركيب،مرجع سبق ذكره،ص136

[1] بوربيعة غنية،محددات اختيار الهيكل المالي المناسب لمؤسسة دراسة حالة مؤسسة كهركيب، مرجع سابق الذكر،ص136

وتحسب كما يلي:

$BFRhex =$ موارد خارج الاستغلال الدورة − احتياجات خارج الاستغلال الدورة

$BFRhex =$ ديون متنوعة − ذمم مدينة متنوعة

BFRhex: احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال

ومنه فإن احتياجات رأس المال الإجمالي:

احتياجات رأس المال العامل الاجمالي=احتياجات رأس المال العامل للاستغلال +احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال

$$BFR= BFRex+ BFRhex$$

ثانيا–الخزينة

تعرف الخزينة على أنها الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة و التدفقات النقدية الخارجة و تحسب وفق طريقتين:

- $TR =$ السلفيات المصرفية − القيم الجاهزة
- $TR =$ احتياجات رأس المال العامل − رأس المال العامل

الفرع الثاني: تحليل معطيات FR,BFR,TR

إذا كان:[1]

- $BFR < FR \leftarrow 0 < TR$

هذا يعني أن الموارد الدائمة تفوق الأصول الثابتة يوجد فائض مكانه في شكل سيولة، وهذا يعني أن المؤسسة تجمد جزء من أموالها وهذا ما يطرح مشكلة الربحية، وبالتالي عليها الموازنة بينهما.

- $BFR > FR \leftarrow 0 < TR$

[1] بوربيعة غنية،محددات اختيار الهيكل المالي المناسب لمؤسسة دراسة حالة مؤسسة كهركيب، مرجع سابق الذكر،ص137

في هذه الوضعية تكون المؤسسة بحاجة إلى موارد مالية لتغطية الاحتياجات المتولدة من أجل استمرار النشاط وهي حالة عجز و مديونية، وهذا ما يطرح مشكلة الخطر التي تتمثل في تكاليف إضافية للمؤسسة، لهذا على المؤسسة أن تحصل حقوقها أو تطلب قروض.

- $BFR = FR \leftarrow 0 = TR$

هي الحالة المثلى للخزينة، وهذا يعني أن المؤسسة محافظة على وضعيتها المالية،حيث انها تستخدم كل مواردها و ليست تعاني من المديونية، ولكن هذا من الصعب الوصول إليه على المدى القصير جدا.

حيث:

TR: الخزينة

FR: رأس المال العامل

BFR: احتياجات رأس المال العامل الاجمالي.

المطلب الثاني: التقييم باستعمال نسب الهيكلة المالية

و تشمل نسب الهيكلة المالية كل من نسبة التمويل الداخلي و الخارجي، نسبة تغطية الديون طويلة الأجل، نسبة المديونية الكاملة و المديونية قصيرة و طويلة الأجل،نسبة تمويل الأصول الثابتة والمتداولة، و نسبة التمويل الدائم التمويل الذاتي بالإضافة إلى نسبة الاستقلالية المالية و قابلية التسديد، دون نسيان الأوزان النسبية.

ونسب الهيكلة المالية هي النسب التي تساعد في دراسة الهيكل المالي للمؤسسة والموضوعة لكل جانب من جوانب قائمة المركز المالي، وهذه النسب تظهر التوزيع النسبي لعناصر الأصول وكذلك الأمر بالنسبة لعناصر الخصوم، ويمكننا وضع هذه النسب لعناصر من جانب الأصول وعناصر من جانب الخصوم وتعتبر هذه النسب أكثر دلالة لأغراض دراسة الهيكل المالي للمؤسسة[1].

[1] نفس المرجع، ص140

الفرع الأول: نسبة التمويل الداخلي و الخارجي، نسبة تغطية الديون طويلة الأجل

هذا الفرع قررنا أن ندرس نسب مختلفة من نسب الهيكل المالي، و هذه النسب هي نسبة التمويل الداخلي و الخارجي، و نسبة تغطية الديون طويلة الأجل، و هي مقسمة كالتالي:

أولا–نسبة التمويل الخارجي

تظهر هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي واتجاه هذه النسبة للارتفاع يعني تزايد الاعتماد على التمويل الخارجي وبالتالي ازدياد عبء الفوائد، وفي هذه الحالة يجب أن تكون المنافع المتحصل عليها أكبر من الفوائد المذكورة، ومع ذلك فإن ارتفاع هذه النسبة بشكل يزيد عن 50 % يعتبر مؤشر سلبي لأنه يفقد المؤسسة استقلالها المالي.

وتحسب وفق العلاقة التالية[1]. :

$$\text{نسبة التمويل الخارجي} = \frac{\text{مجموع الأصول}}{\text{مجموع}} \times 100$$

ثانيا– نسبة التمويل الداخلي

وتظهر هذه النسبة التمويل الداخلي(الذاتي)للأصول، وارتفاع هذه النسبة مؤشر ايجابي على وضع المؤسسة المالي، إلا أنه قد لا يكون في مصلحتها دائما وخاصة إذا كانت ربحية الأموال الخاصة أكبر من مبلغ الفائدة المدفوع على القروض – وهو الوضع الطبيعي للاستثمار الاقتصادي، بكلمة أخرى نقول لابد من وجود تمويل خارجي لأنه سوف يساعد على رفع ربحية الأموال الخاصة(حقوق الملكية)ولكن في حدود لا يؤثر فيها على الاستقلال المالي للمؤسسة أي لابد من وجود توازن بين الوجهتين بحيث يمكن الاستفادة من الأموال المقترضة من مصادر خارجية مع تقليص أعباء الدين(الفوائد.) و تحسب كما يلي:[2]

[1] منير شاكر، اسماعيل اسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي : مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان،2005،ص55

[2] منير شاكر، اسماعيل اسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي : مدخل صناعة القرارات،مرجع سابق الذكر ، نفس الصفحة

$$\text{نسبة التمويل خلي الدا} = \frac{\text{رأسالأطول} + \text{الإحتياطات} + \text{الأرباح المحتجزة}}{\text{مجموع}} \times 100$$

رابعا–نسبة تغطية الديون طويلة الأجل

إن فلسفة التوازن المالي تعني أن الأصول الثابتة يجب أن تمول بالأموال الدائمة وذلك استنادا إلى هدف الاستخدام الطويل الأجل للأصول الثابتة وبالتالي لا يمكن أن يتم تمويلها بأموال قصيرة الأجل لأن ذلك سوف يسبب إشكالا ماليا للمؤسسة عند استحقاق الدين القصير الأجل، وكذلك يجب أن تمول الأصول المتداولة بالديون قصيرة الأجل(الخصوم المتداولة)وبالتالي فإن الأصول الثابتة تعتبر المصدر الأخير لتسديد الديون طويلة الأجل، على اعتبار أن الأصول المتداولة هي المعنية بتسديد الديون قصيرة الأجل و تحسب كما يلي:[1]

$$\text{نسبة تغطية الديون الطويلة الأجل} = \frac{\text{مجموعالأجلول الثابتة}}{\text{مجموع الديون الطويلة}} \times 100$$

ارتفاع هذه النسبة يكون إيجابيا على المؤسسة لأنه يعني أن مجموع الأصول الثابتة أكبر من الديون طويلة الأجل ومنه فإن المؤسسة تعتمد اعتمادا كبيرا على التمويل الذاتي، أما إذا كانت اصغر من الواحد هذا يعني أن الديون طويلة الأجل أكبر من التثبيتات و هو مؤشر سلبي للمؤسسة لأنها تعتمد بشكل أكبر على الديون، و إذا كانت مساوية للواحد فهذا يعني أن كل الأصول ممولة بالديون طويلة الأجل و هذا مؤشر سلبي .

الفرع الثاني: نسب المديونية

سنتكلم في هذا الفرع عن المديونية الكاملة و المديونية طويلة و قصيرة الأجل.[2]

أولا–نسبة المديونية الكاملة

وتظهر هذه النسبة المديونية الكاملة للمؤسسة وهي تقيس إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة وبقدر ما تكون هذه النسبة منخفضة يعتبر وضع المؤسسة ايجابيا ويجب أن لا تتجاوز هذه النسبة الواحد، حيث يعتبر ذلك مؤشرا

[1] بوربيعة غنية،محددات اختيار الهيكل المالي المناسب لمؤسسة دراسة حالة مؤسسة كهركيب، مرجع سابق الذكر،ص150
[2] بوربيعة غنية،محددات اختيار الهيكل المالي المناسب لمؤسسة دراسة حالة مؤسسة كهركيب، مرجع سابق الذكر،ص141-146

سلبيا ويفقدها استقلالها المالي وإذا كانت النسبة تساوي الواحد فهذا يعني أن إجمالي الديون تساوي الأموال الخاصة، وقد لا يكون ذلك من حيث المبدأ إيجابيا،و تحسب كما يلي:

$$\text{نسبة المديونية الكاملة} = \frac{\text{مجموع الخصوم}}{\text{الأموال}} \times 100$$

ثانيا–نسبة المديونية قصيرة الأجل

تدرس هذه النسبة العلاقة بين الخصوم المتداولة والأموال الخاصة، وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما كان ذلك أفضل للدائنين نظرا لزيادة ضمان ديونهم ولا يجوز أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد في أي حال من الأحوال لأنه لا يجوز أن يتحمل الدائنون مخاطر أكثر من التي يجب أن يتحملها أصحاب المؤسسة، وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية قصيرة الأجل} = \frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{الأموال}} \times 100$$

ثالثا–نسبة المديونية طويلة الأجل

تظهر هذه النسبة العلاقة بين الديون الطويلة الأجل والأموال الخاصة وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كان وضع المؤسسة المالي أفضل وإذا تجاوزت الواحد فإن ذلك يعني أن الديون طويلة الأجل أكبر من الأموال الخاصة وهذا وضع خطير على المؤسسة والأفضل أن لا تزيد هذه النسبة عن 50% وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية طويلة الأجل} = \frac{\text{الديون الطويلة الأجل}}{\text{الأموال}} \times 100$$

الفرع الثالث: نسبة تمويل الأصول الثابتة والمتداولة، نسبة التمويل الذاتي والتمويل الدائم

سنتحدث في هذا الفرع على نسبة تمويل الأصول الثابتة و المتداولة و نسبة التمويل الذاتي و التمويل الدائم[1]

[1] بوربيعة غنية،محددات اختيار الهيكل المالي المناسب لمؤسسة دراسة حالة مؤسسة كهركيب، مرجع سابق الذكر،ص146-148

أولا–نسبة تمويل الأصول الثابتة

الأموال الدائمة تضم الأموال الخاصة (رأس المال + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة +)الديون طويلة الأجل وتعود هذه النسبة إلى فلسفة التوازن المالي التي ذكرناها سابقا والقائلة بضرورة تمويل الأصول الثابتة بالأموال الدائمة أي ذات الاستحقاق الطويل الأجل.وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة تمويل التثبيتات} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{صافي الأصول}} \times 100$$

إذا كانت هذه النسبة أقل من الواحد فهذا يعني أن جزء الأصول الثابتة ممولة بالديون قصيرة الأجل و هذا مؤشر سلبي و خطير على المؤسسة، أما إذا كانت تسوي الواحد فهذا يعني أن التثبيتات ممولة بالكامل من الأموال الدائمة و هذا يعني انه لا وجود لرأس المال العامل الصافي في المؤسسة و هذا أمر سلبي أيضا، أما إذا كانت أكبر من الواحد فهذا مؤشر إيجابي يدل على و جود رأس المال العامل في المؤسسة.

ثانيا–نسبة تمويل الأصول المتداولة

بالعودة إلى قاعدة التوازن المالي نقول أن مصدر تمويل الأصول المتداولة هو الخصوم المتداولة و رأس المال العامل الصافي وانخفاض هذه النسبة يعني ارتفاع رأس المال العامل الصافي والعكس صحيح. وتحسب بالعلاقة التالية: [1]

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

إذا ارتفعت هذه النسبة أكبر من الواحد فهذا مؤشر خطير و سلبي لأن هذا يعني أن جزء من التثبيتات ممولة بالديون قصيرة الأجل، و هذا مرفوض، و يمكن حسابها كالتالي:

[1] بوربيعة غنية،محددات اختيار الهيكل المالي المناسب لمؤسسة دراسة حالة مؤسسة كهركيب، مرجع سابق الذكر،ص146-148

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

تشير هذه النسبة لنسبة رأس المال العامل الصافي و يجب أن تكون أكبر من الواحد

ثالثا–نسبة التمويل الدائم

تعبر عن رأس المال العامل في شكل نسبة، وتقدم هذه النسبة الكيفية التي قامت المؤسسة بتمويل أصولها الثابتة، حيث كلما قلت النسبة عن الواحد تعكس هشاشة الهيكلة المالية، حيث تجيز تمويل استخداماتها الثابتة بديون قصيرة الأجل وهذا ما من شأنه أن يخرق قاعدة التوازن المالي الأدنى .أما إذا كانت النسبة أكبر من الواحد تدل على وجود رأس مال عامل موجب يغطي احتياجات الاستغلال. وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول}} \times 100$$

رابعا–نسبة التمويل الذاتي

تعطينا مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بواسطة أموالها الخاصة، وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الذاتي} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول}} \times 100$$

الفرع الرابع:نسب الاستقلالية المالية، و نسبة التسديد،و الأوزان

سنخصص هذا الفرع للحديث عن نسب الاستقلالية المالية، و نسبة قابلية التسديد،و الأوزان[1].

أولا–نسب الاستقلالية المالية

من الطبيعي أن استقلالية المؤسسة ترتبط بمديونيتها إذن ففي هذه النسبة يجب مقارنة الأموال الخاصة بالأموال الأجنبية ,وتحسب وفق العلاقة التالية:

[1] بوربيعة غنية،محددات اختيار الهيكل المالي المناسب لمؤسسة دراسة حالة مؤسسة كهركيب، مرجع سابق الذكر،ص148-150

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

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

يجب أن تكون النسبة الأولى بين القيمة 1 و 2، فإذا تساوت مع العدد 2 أو زادت عنه فهذا يعني أن الأموال الخاصة تساوي ضعف الديون أو أكثر مما يجعل لها قدرة كافية للتسديد أو الاقتراض، أما إذا كانت تساوي الواحد أو أقل فهذا يعني تساوي الطرفين ويجعل المؤسسة في وضعية مشبعة بالديون.

بينما النسبة الثانية فلا يجب أن تنخفض عن0،5 أي يجب أن لا تمثل الأموال الخاصة أقل من50% من مجموع الخصوم.و إلا تكون المؤسسة قد فقدت استقلاليتها لأن مواردها مشكلة بأكثر من50 % من الديون.

ثانيا–نسبة قابلية التسديد

تقيس مدى قابلية المؤسسة للوفاء بديونها ، حيث تحتاج مؤسسات الإقراض لهذه النسبة،و تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة قابلية التسديد} = \frac{\text{الديون المتوسطة و الطويلة الأجل}}{\text{طاقة التمويل الذاتي}}$$

المعيار المستعمل هو 2.5 فكلما كانت هذه النسبة أقل من2.5 كلما زادت الديون الطويلة الأجل, فالنشاط يولد موارد كافية للتسديد السريع أي المؤسسة تتمتع بنسبة على التسديد معتبرة ,أما إذا كانت أكبر من 2.5ليس لها هامش حركة كبير والتسديد يستهلك كل أو جزء كبير من طاقة المؤسسة على التمويل الذاتي.

ثالثا- الأوزان النسبية

لأجل تقديم أوسع للهيكل التمويلي للمشروع يجب استخراج العناصر المكونة للهيكل التمويلي، لبيان حصة كل عنصر من هذه العناصر في مكونات الهيكل التمويلي، لإعطاء صورة أكثر وضوح عن مصادر التمويل: [1]

$$\text{الوزن النسبي رأس المال} = \frac{\text{رأس المال المدفوع}}{} \times 100$$

$$\text{الوزن النسبي للإحتياطات} = \frac{\text{الإحتياطات المخصومة}}{} \times 100$$

$$\text{الوزن النسبي الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{الأرباح المحتجزة المخصومة}}{} \times 100$$

$$\text{الوزن النسبي للديون طويلة الأجل} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل المخصومة}}{} \times 100$$

$$\text{الوزن النسبي الديون قصيرة الأجل} = \frac{\text{الديون قصيرة الأجل المخصومة}}{} \times 100$$

ولتأكد من فعالية استخدام مصادر التمويل يمكن اشتقاق نسبة أخرى تبين مقدار الأداء الأولي للاستثمار التمويل بواسطة المعادلة التالية:

$$\text{معدل الأداء الأولي} = \frac{\text{الأرباح المحتجزة} + \text{الإحتياطات}}{\text{رأس}} \times 100$$

و تستعمل النسب السابقة لمعرفة مقدار التناسق في الهيكل التمويلي كلما كان الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية أكبر من الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية يعتبر دليلا أوليا على القدرة المالية للمشروع في تمويل استثماراته من مصادره الذاتية. [2]

[1] بوربيعة غنية،محددات اختيار الهيكل المالي المناسب لمؤسسة دراسة حالة مؤسسة كهركيب، مرجع سابق الذكر،ص146-148
[2] بوربيعة غنية،محددات اختيار الهيكل المالي المناسب لمؤسسة دراسة حالة مؤسسة كهركيب، مرجع سابق الذكر،ص150

المطلب الثالث: تكلفة التمويل

و تعرف بأنها:" الحد الأدنى للمعدل الذي تطلبه المؤسسة للاستثمارات الجديدة أو ذلك الحد الأدنى الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الجديدة لكي ترضي جميع المستثمرين وهو كذلك معدل العائد المطلوب على الاستثمارات الذي يضمن بقاء سعر السهم العادي للمؤسسة بدون تغير ."[1]

الفرع الأول:تكلفة التمويل الذاتي

حيث تساوي هذه التكلفة تكلفة الفرصة البديلة الناجمة عن تفضيل بديل استثماري عن آخر، و لتقدير و حساب هذه التكلفة نستطيع الاعتماد على مدخلين رئيسيين هما:

أولا–المدخل التقليدي(القياس بدلالة الأرباح المحتجزة)

يمكن قياس تكلفة التمويل الذاتي بقياس عائد السهم العادي والذي يحسب بقسمة توزيعات السهم على السعر السوقي السهم، لكن هذه النسبة لا تعبر عن الواقع بل عن جزء بسيط من الأرباح، أما الجزء المتبقي يتم استثماره داخليا أو خارجيا.

وتقاس هذه النسبة بجمع معدل النمو المتوقع و العائد الحالي للسهم وفق الصياغة التالية:[2]

تكلفة التمويل الذاتي = معدل النمو المتوقع في الأرباح والتوزيعات+ العائد الحالي للسهم

=العائد الحالي للسهم + معدل العائد على الاستثمار × معدل الربح المحتجز

ثانيا–المدخل المتطور(قياس تكلفة التمويل الذاتي باستخدام الفائض النقدي المحتجز)

وفقا لهذا الافتراض، يتم تخصيص الأرباح المحتجزة و إعادة استثمارها دون الأخذ بعين الاعتبار مصدرها بمعدل عائد يمثل تكلفة الفرصة البديلة، التي تنشأ عندما تكون المؤسسة في موقف الاختيار بين بديلين مختلفين أو أكثر،

[1] حمزة الشيخي، إبراهيم الجزاوي، **الإدارة المالية الحديثة**،مرجع سبق ذكره،ص377

[2] عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره،ص375

و تمثل الفرصة البديلة العائد المتوقع من الاستثمارات الأخرى المتاحة للمؤسسة إضافة إلى البديل الذي تختاره المؤسسة، بصفة عامة تمثل هذه النسبة حالة استثمار الأرباح عوض توزيعها عليهم.[1]

و تحسب هذه التكلفة كالتالي:[2]

تكلفة التمويل الذاتي= العائد الحالي للسهم+ معدل النمو المتوقع

حيث: معدل النمو المتوقع= نسبة الفائض المحتجز×نسبة عائد الفرصة البديلة×نسبة الوفر الضريبي

علما أن:

$$\text{نسبة الفائض المحتجز} = \frac{\text{الفائض النقدي} - \text{توزيعات الأسهم}}{\text{الفائض}}$$

$$\text{نسبة الوفر الضريبي} = \text{معدل الضريبة} \times \frac{\text{المخصصات الطريفة من الضريبة}}{\text{الفائض قبل}}$$

الفرع الثاني: تقدير تكلفة عناصر التمويل الذاتي

تشمل عناصر التمويل الذاتي الأرباح المحتجزة،الإهتلاكات، و المؤونات ، و سنتطرق إليها في هذا العنصر.

أولا–تكلفة الأرباح المحتجزة

كما ذكرنا آنفا تستخدم المؤسسة هذا المصدر من التمويل عند شراء المؤسسة لأصل جديد، أي لإعادة استثمارها، ولا يرغب المساهمون بحجز الأرباح إلا إذا توقعوا أن العائد الذي ينتج من الاستثمار الجديد أكبر من تكلفة حجز الأرباح.

و لتقدير تكلفة حجز الأرباح نلجأ للمعادلة التالية:[3]

$$\text{تكلفة حجز الأرباح} = \frac{\text{التوزيعات للسهم المتوقعة} - (1 - \text{سعر ضريبة الدخل})}{\text{القيمة السوقية}}$$

[1] سمير محمد عبد العزيز،اقتصاديات الاستثمار والتمويل و التحليل المالي،مرجع سبق ذكره،ص169
[2] عبد الغفار حنفي،الادارة المالية مدخل اتخاذ القرار،مرجع سبق ذكره،ص435
[3] سمير محمد عبد العزيز،الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية وقياس الربحية التجارية،مكتبة الاشعاع،الاسكندرية،مصر، 2000،ص119

ثانيا– تكلفة الإهتلاكات(الأموال المستردة من التثبيتات)

تعتبر الاهتلاكات وسيلة للتمويل تخضع لتكلفة الفرصة البديلة، واستخدام هذه الأموال و إعادة استثمارها يتطلب تحقيق عائد أكبر من تكلفة الفرصة البديلة والتي هي التوزيعات على حملة الأسهم.

و تحسب أقساط الاهتلاك السنوية كما يلي:[1]

$$KC = \frac{KP + KF - KR}{M \times A - QC}/100$$

KC=قسط الاهتلاك السنوي

KP= تكلفة الشراء السنوية

KF= تكلفة قطع الغيار

KR= قيمة الموجودات المتبقية عند نهاية العمر الإنتاجي

M= دورات الإنتاج

A= العمر الإنتاجي

QC= التعطلات الإنتاجية المتوقعة حسب الدورات

الفرع الثاني: تكلفة التمويل الخارجي طويل الأجل

تعتبر تكلفة التمويل الخارجي طويل الأجل من أهم التكاليف التي تتخذها المؤسسات كمعلم لتحديد نوع التمويل الذي ستتخذه، لذلك رأينا أنه من المهم التطرق لها في هذه النقاط التالية:

أولا: كلفة الديون طويلة الأجل

يمكن تعريفها أنها "الحد الأدنى من معدل العائد الذي يجب تحقيقه من الاستثمارات الممولة بواسطة الاقتراض حتى يمكن الاحتفاظ بالإرادات المتوفرة لحملة الأسهم"[1] .و تصاغ تكلفة الاقتراض كالتالي:[2]

[1] سمير محمد عبد العزيز،الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية وقياس الربحية التجارية،مرجع سابق الذكر،ص119

$$KE = \frac{F}{E}$$

KE: تكلفة القرض بدون ضريبة

F: الفائدة المترتبة عن القرض

E:مبلغ القرض

وبإدخال الوفر الضريبي تصبح فوائد القروض من بين المصروفات التي تدخل ضمن قائمه الدخل ومن ثم فان خضوع المؤسسة الاقتصادية للضريبة على الأرباح يعني انه يمكن للمؤسسة أن تستفيد من وفورات ضريبية تقدر بقيمه الفوائد مضروبة في معدل الضريبة[3]. وهذا ما توضح العلاقة التالية:[4]

$$V_0 = \frac{S_1}{(1+r)} + \frac{S_2}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{S_n}{(1+r)^n} + \frac{S_{RN}}{(1+r)^n}$$

Vo=القيمة الحالية للقرض.

S=ما تدفعه المؤسسة سنويا لقاء الحصول على القرض.

SRN=القيمة المتبقية للقرض.

r=معدل تكلفة القرض.

ثانيا–تكلفة الأسهم العادية

تعرف تكلفة الأسهم على أنها" الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمارات الجديدة والممولة بإصدار أسهم جديدة، بمعنى المعدل الذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم"[5].

وتحسب حسب نموذج جوردن كما يلي:

[1] محمد عبد القادر عطية،دراسة الجدوى الاقتصادية والاجتماعية و التجارية للمشروعات،الدار الجامعية ،الاسكندرية،مصر، 2005 ص161
[2] سمير محمد عبد العزيز، تقييم دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات،مرجع سبق ذكره،ص129
[3] سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار و التمويل والتحليل المالي،مرجع سابق،ص170
[4] مبارك لسلوس،مرجع سبق ذكره،ص193
[5] بثينة محمد،معايير اختيار المزيج التمويلي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة الوطنية للهياكل المعدنية والنحاسية،فرع البليدة،مذكرة ماجستير،جامعة المدية،2010،ص72

$$r = \frac{bi}{fi - si} \times 100 \times t\%$$

r= قيمة السهم

bi= الأرباح المتوقع توزيعها على السهم الواحد

fi= قيمة إصدار السهم الواحد

si= مصاريف إصدار السهم الواحد

t%= معدل نمو الأرباح

كما يمكن حساب تكلفة السهم بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية و الذي يوازي بين معدل العائد المطلوب و مخاطرة السهم، و تكون كالتالي:

$$E(Rj) = Rf + Bj(ERm) - Rf$$

E(Rj)= تكلفة السهم

Rf= معدل العائد بدون مخاطرة

Bj= مخاطرة السوق

E(Rm)= معدل العائد المتوقع

عما أن: $\frac{COV\,(Rj,Rm)}{VAR\,(Rm)} = Bj$

ثالثا– تكلفة الأسهم الممتازة:

تعرف على أنها" معدل العائد الواجب تحقيقه من الاستثمارات الممولة بالأسهم الممتازة حتى يمكن الإحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية"[1]

و تحسب بالعلاقة التالية:[1]

[1] محمد صالح الحناوي،إبراهيم إسماعيل سلطان،الإدارة المالية و التمويل،الدار الجامعية، الاسكندرية،مصر، 1999،ص348

$$KP = \frac{Dp}{p}$$

KP= تكلفة السهم الممتاز

DP= قيمة التوزيع الثابت

P=صافي الربح

رابعا–تكلفة التمويل الإيجاري

تعرف تكلفة التمويل الإيجاري بأنها: معدل العائد الأدنى الذي يجب تحقيقه من الاستثمارات الممولة عن طريق عملية التمويل الايجاري ، و تحسب هذه التكلفة بالعلاقة التالية:

$$V_0=\sum_{t=1}^{n}[\, l_t\,(1-T)+D_tA\times T\,]\times(1+r)^{-t}+VR_n\,(1+r)^{-n}$$

Vo= قيمة الاستثمار الممول بالإيجار

DtA= إهتلاك السنة t

T= الضريبة على أراح الشركات

VRn= القيمة المتبقية من الأصل

Lt= قسط الإيجار السنوي

خامسا– تكلفة الأموال الخاصة

تعرف على أنها معدل المردودية المالية المفروضة من طرف المساهمين في رأس مال المؤسسة ، و هو معدل المردودية الأدنى الذي وجب الوصول عليه للحفاظ على القيمة السوقية للأسهم، و تحسب بعدة طرق نذكر منها:[2]

[1] سمير محمد عبد العزيز، دراسة الجدوى الإقتصادية للمشروعات وقياس الربحية التجارية، مرجع سابق، ص116

[2] بثينة محمد،معايير اختيار المزيج التمويلي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة الوطنية للهياكل المعدنية والنحاسية،فرع البليدة، مرجع سبق ذكره،ص77

1. التقييم المحاسبي

يمكن صياغتها كما يلي:

$$KS = \frac{B}{S}$$

KS= تكلفة الأموال الخاصة

B= الأرباح الصافية

S=مجموع الأموال الخاصة

2. التقييم السوقي

تحسب من خلال الأرباح التي ستوزع على حملة الأسهم العادية، و تكون كالتالي:

$$V_0=\sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{C_n}{(1+r)^n}$$

Vo= قيمة السهم عند بداية إصداره

r= معدل تكلفة السهم العادي

Dt= الأرباح التي توزع على أصحاب الأسهم العادية في الفترة t

Cn=السعر السوقي المتوقع للسهم في السنة n

الفرع الثالث: تكلفة التمويل قصير الأجل

من بين المؤشرات التي يجب أن تدرس أيضا تكلفة التمويل قصير الأجل سنذكرها في عدة أنواع كما يلي: [1].

أولا–الائتمان التجاري

[1] بثينة محمد،معايير اختيار المزيج التمويلي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة الوطنية للهياكل المعدنية والنحاسية،فرع البليدة، مرجع سبق ذكره،ص78-79

تتوقف تكلفة الائتمان التجاري على الشروط التي يضعها المورد على المؤسسة، و نميز حالتين:

1. بدون خصم نقدي

بما أن المورد يمنح مهلة للمؤسسة لتسديد ما عليها ففي هذه الحالة لا يوجد خصم نقدي، و تحسب كما يلي:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{قيمة الشراء بالتقسيط الآجل} - \text{قيمة الشراء النقدي}}{\text{قيمة الشراء}} \times 100 \times \frac{360}{\text{فترة الائتمان}}$$

2. حالة الخصم النقدي

إذتا قررت المؤسسة الاستفادة من الخصم النقدي و الدفع وفق شروط المورد و المدة المحددة تكون التكلفة هنا معدومة، ولكن إذا تجاوزت الآجال المتفق عليها فتحسب كالتالي:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \text{معدل الخصم النقدي} \times \frac{360}{\text{فترة الائتمان} - \text{فترة الاستفادة من الخصم}}$$

ثانيا–الائتمان المصرفي

تكلفة الائتمان المصرفي هي تلك الفائدة التي تفرضها البنوك على طالبي القرض ، و يمكن حسابها كالتلي:

1. **معدل الفائدة الاسمي**

وهي الفائدة التي يفرضها البنك على المقترضين وتتكون من المعدل المرجعي، طبيعة القرض والمدة، وتحسب كالتالي:

معدل الفائدة الاسمي=المعدل المرجعي+ الهامش المتعلق بالقرض

حيث:

المعدل المرجعي: يفرضه البنك المركزي

الهامش المتعلق بالقرض= علاوة نوعية+ علاوة المخاطرة

2. معدل الفائدة الفعلي

يتميز المعدل الفعلي عن الاسمي بتأثير الرسوم و كل تواريخ القيم، أي المعدل الذي يمثل كل المعدلات المطبقة،

و يحسب بالعلاقة التالية:

$$\boldsymbol{tr = \left(1 + \frac{i\%(n+d)}{360}\right)\frac{365}{n} - 1}$$

tr= معدل الفائدة الفعلي للقرض

i%=معدل الفائدة الاسمي السنوي

n= فترة القرض

d=الأيام الصافية للبنك

ثانيا–حساب التكلفة الوسطية المرجحة

وتحسب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال بموجب المعادلة التالية[1]:

التكلفة الوسطية المرجحة

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

[1] عدنان تايه النعيمي و آخرون،الإدارة المالية،مرجع سبق ذكره،ص377

خلاصة الفصل الثاني

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

و إن أحد العوامل المحددة للإستراتجية المالية هي اختيار التمويل الملائم فينبغي على المؤسسة المفاضلة بين المصادر المتاحة واختيار الأنسب منها بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطر ويكون بأدنى تكلفة، ولن يأتي ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها .حيث تقسم مصادر التمويل حسب معيار المدة والملكية إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل تتضمن الائتمان التجاري والائتمان المصرفي، ومصادر تمويل ممتلكة طويلة الأجل تتضمن الأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة، أما مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل فتشمل السندات، القروض المصرفية طويلة الأجل، الاستئجار. و لنفهم معنى الهيكل الملي بوضوح أضفنا إلى موضوعنا دراسة تطبيقية على مستوى مؤسسة اقتصادية محلية في الفصل الموالي.

الفصل الثالث:

دراسة حالة مؤسسة طوملي للحليب و مشتقاته

❖ تمهيد

من أجل تغطية جوانب الموضوع المدروس ومحاولة إعطاء نظرة عن الجانب التطبيقي للموضوع إرتئينا تقديم حالة مؤسسة طوملي كمؤسسة لعرضها كحالة تطبيقية، لمعرفة واقعها في إطار عملية اختيارها لهيكها المالي المناسب الذي يتناسب مع حجمها.

وسوف نحاول من خلال هذا الفصل دراسة الهيكل المالي للمؤسسة الذي سوف نتناول فيه تقديم عام للمؤسسة .وأخيرا دراسة الهيكل المالي للمؤسسة من خلال تقديمه ثم تشخيصه باستعمال عدة مؤشرات للتعرف على الوضعية المالية للمؤسسة، وبطبيعة الحال اختيار هذا الهيكل لا يكون بطريقة عشوائية وإنما يتم على أساس محددات التي تعتمد عليها المؤسسة لذلك سيتم دراستها و تحليلها،

وأخيرا تقييم هذا الهيكل المالي إن كان مناسب أم لا .وذلك من خلال مبحثين كما يلي:

❖ **المبحث الأول: ورقة فنية عن مؤسسة طوملي "TOMLAIT"**

❖ **المبحث الثاني: : دراسة الهيكل المالي لمؤسسة طوملي للحليب و مشتقاته (2016-2017)**

المبحث الأول :ورقة فنية عن مؤسسة طوملي "TOMLAIT"

في هذا المبحث تعرفنا على المؤسسة طوملي " TOMLAIT"من حيث نشأتها وهيكلها التنظيمي

المطلب الأول:التعريف بالمؤسسة محل الدراسة طوملي" TOMLAIT"

تعتبر ملبنة "طوملي" من الشركات المتوسطة ،نشاطها الأساسي إنتاج الحليب و مشتقاته،أنشأها السيد طوماش احمد سنة 2015 ، تتموقع بعنوان المجمع السكني رقم 156 في بلدية بوسكن دائرة بني سليمان ولاية المدية (شمال الجزائر 100 كلم جنوب العاصمة الجزائرية و 70 كلم شرق ولاية المدية).

الفرع الاول: الموقع الجغرافي

تقع مؤسسة طوملي في بلدية بوسكن دائرة بني سليمان ولاية المدية شمال الجزائر العاصمة حوالي 100كلم جنوب العاصمة الجزائر و70 كلم شرق ولاية المدية و تتموقع في المجمع السكني رقم 156 في بلدية بوسكن.

الشكل 4:و ثيقة تبين الموقع الجغرافي للمؤسسة



المصدر:وثيقة مقدمة من طرف إدارة المؤسسة،مصلحة المستخدمين

الفرع الثاني: معلومات فنية

- نوع المؤسسة: ملبنة طوملي
- تاريخ الانشاء: سنة2015
- اسم ولقب المسيير: طوماش احمد
- الصيغة القانونية: مؤسسة تضامن
- السجل التجاري: 1741257-00/26 أ 10 بتاريخ 2017/12/31
- البطاقة الجبائية: 176103500285124
- الصنف رقم: 26190854329
- النشاط: الصناعات الغذائية
- المنتجات: الحليب و مشتقاته.
- عدد العمال المباشرين:46
- عدد العمال غير المباشرين: 30
- العنوان الالكتروني: tomlait3@gmail.com
- العنوان: المجمع السكني رقم 156 ، بلدية بوسكن دائرة بني سليمان ولاية المدية.
- الهاتف: 0667.46.35.84 / 0659.88.96.75/ فاكس: 025.71.91.79
- المساحة المطورة: 5600م^2
- نوع البناء: اسمنت و هيكل حديدي
- البطانة و السقف: سقف من البلاستيك
- عدد المستويات للاستعمال الصناعي او التخزين: مستوى 01.
- نوع تدفئة المباني الصناعية: غاز

الفرع الثالث: القدرة و التجهيزات:

الجدول رقم3:يمثل تجهيزات المؤسسة

N	Désignation	marque	quantité	Capacité
1	echangeur refroidissement rapide de lait de vache	Italy	1	5000 litres/H
2	Tank recombinaison	Italy	3	5000 litres/T
3	Tank de stockage	Italy	3	5000 litres/T
4	echangeur refroidissement rapide Rapide de Lben et Raib	Italy	1	10000litres/H
5	Pasteurisateur a plaque	Italy	1	5000litres/H
6	Séparateur de crème fraiche	Italy	1	1000litres/T
7	Tank de crème fraiche avec Pasteurisateur	Italy	2	Model ZL 5-2
8	Barate de bure	Italy	1	1300litres/H
9	Conditionneuse Pot(yahourt, crème friache,,,)	Italy	1	5000litres/H
10	Conditionneuse de lait en sachet	Italy	1 double tête	5000 litres/H
11	Conditionneuse de lait en sachet	China	2 double tête	5000 litres/H
12	Unité de CIP Automatique	Italy	1	10000 litres/H
13	Chaudière	Italy	1	492 KW
14	Eau Glacée	Italy	1	400 KW
15	Tank de réception Frigomilk	Italy	2	1000 litres/T
16	Tank de réception Frigomilk	Italy	1	5000 litres/T
17	Tank de réception Frigomilk	Italy	1	3000 litres/T
18	cuve de réception Frigomilk	Italy	1	300 litres/T
19	compresseur a l'air	Italy	1	
20	Unité de traitement d'eau	Italy	1	07 M3
21	Mélangeur	Italy	2	10000 litres/T
22	Poste transformateur	Italy	1	630 KW
23	Groupe électogène	Italy	1	500 Kv
24	Bâche a Eau	Italy	1	150 M3
25	Forage avec Equipement	Italy	1	

المصدر: ادارة المؤسسة،مصلحة المستخدمين، مرجع سابق

يوضح هذا الجدول المعدات و الآلات و التجهيزات التي تمتلكها مؤسسة طوملي للحليب و مشتقاته، من حيث البلد المنتج و الكميات، بالإضافة لأعدادها.

المطلب الثاني :نشاط الشركة.

تنشط شركة حليب النجاح في قطاع الصناعة حيث تساهم بشكل كبير مثلها مثل الشركات الأخرى في التنمية الاقتصادية، وتلبية رغبات المستهلكين إلى حد معين وبصفة عامة يمكن تلخيص نشاط شركة " ملبنة النجاح " في العناصر الثلاثة الأساسية التالية:

أولا–الشراء : تقوم الملبنة بإبرام عقود مع مربيين البقر وذلك لتزويدها بالحليب والذي يعد من المواد الأولية الأساسية، حيث يوضح الجدول رقم(03) عدد الابقار التي تعتمد عليها المؤسسة خلال الفترة من جانفي إلى أكتوبر في تزويدها بمادة الحليب و كذا الكمية المجمعة.

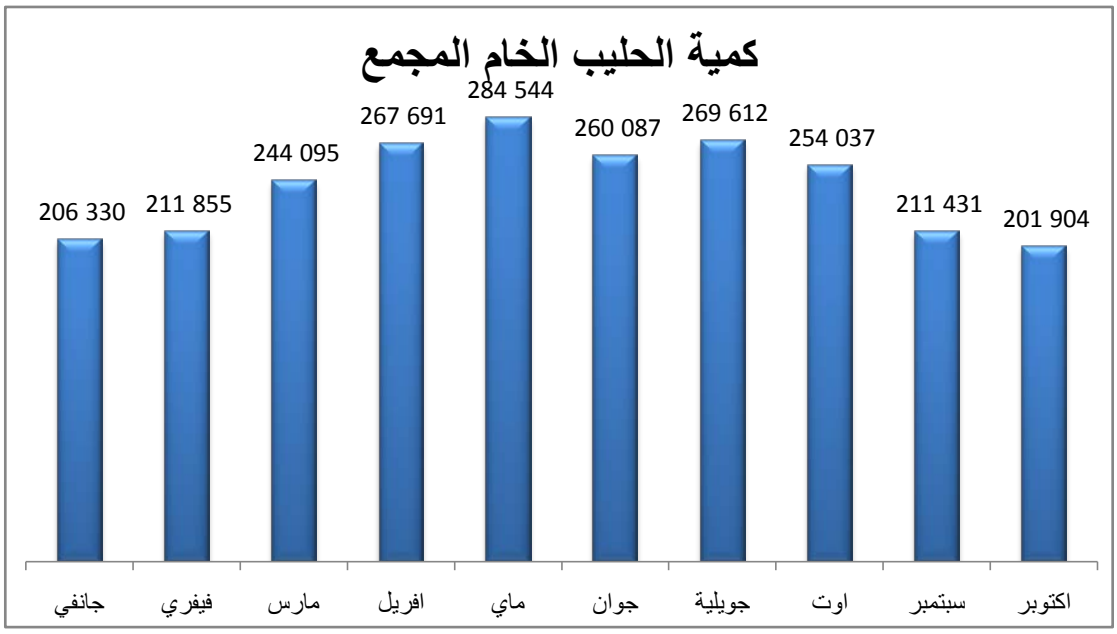
جدول رقم4: يوضح عدد الأبقار المنتجة للحليب و الكمية المجمعة باللتر

الشهر	عدد الأبقار المنتجة للحليب	كمية الحليب الخام المجمع
جانفي	920	206 330
فيفري	937	211 855
مارس	884	244 095
افريل	860	267 691
ماي	876	284 544
جوان	840	260 087
جويلية	843	269 612
اوت	804	254 037
سبتمبر	807	211 431
اكتوبر	769	201 904

المصدر: ادارة المؤسسة،مصلحة المستخدمين، مرجع سابق

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن هناك ثبات نسبي في عدد الأبقار المنتجة من شهر مارس حتى لشهر جويلية ، و ذلك يرجع للدورة البيولوجية للأبقار و توقيت الولادة ، أما في الأشهر الأخرى فنجد تفاوت كبير من حيث الأعداد و ذلك للأسباب المذكورة آنفا، أما في ما يخص الكمية فنرى أنها تتصاعد بنسبة متفاوتة من شهر جانفي حتى لشهر ماي أي فصلي الشتاء و الربيع و ذلك بسبب توفر الكلأ و الجو المساعد، وتنخفض تدريجيا في فصلي الصيف و الخريف و ذلك لكونها نهاية الموسم بالنسبة لها.

الشكل رقم (05)



المصدر: إعداد الطالبةبناءا على الجدول رقم 05

يوضح الشكل رقم (4) كيفية تطور كمية الحليب الخام المجمع خلال الفترة الممتدة من شهر جانفي إلى غاية شهر أكتوبر حيث نلاحظ إن الكمية المجمعة من الحليب الخام ترتفع خلال الفترة من شهر مارس إلى شهر ماي و ذلك راجع إلى فصل الربيع أين تتزايد المراعي(الأعلاف الطبيعية) و هي الفترة التي يبلغ فيها الحليب المجمع ذروته.

ثانيا–الإنتاج : بعد أن تقوم الملبنة بعملية شراء المواد الأولية اللازمة، تدخل في المرحلة الثانية وهي الإنتاج، وتعتبر أهم حلقة في نشاط الملبنة حيث تقوم بتحويل المواد الأولية من حالاتها الطبيعية الأولى، إلى منتجات نهائية متمثلة في الحليب ومشتقاته ونذكرها فيما يلي حليب مبستر و مكيف ،حليب بقرة كامل، حليب بقرة شبه منزوع الدسم، حليب بقرة منزوع الدسم، حليب بقرة مبستر منزوع الدسم، زبدة ،كريمة طازجة، لبن ، را يب، شاربات، ياغورت وهذه المنتجات توزع بشكل يومي وفي كل المواسم.

و تطمح المؤسسة مستقبلا لإنتاج:

- منتجات متنوعة من الأجبان (جبن احمر، كومونبار، شايدار....)
- مثلجات.
- عصائر.

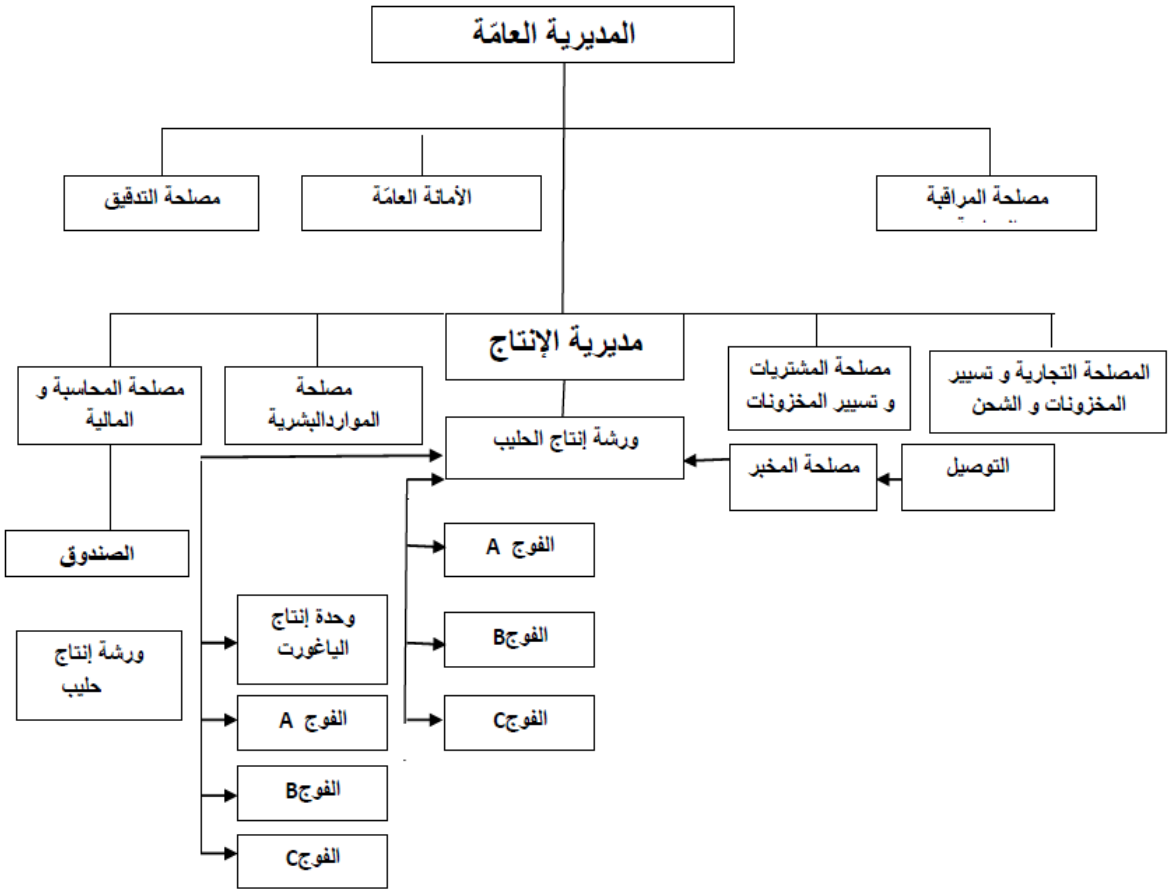
ثالثا– البيع والتوزيع : وهذا النشاط تشرف عليه المصلحة التجارية بالشركة، وذلك لإيصال المنتج إلى المستهلك النهائي في الوقت والمكان المناسبين، وتقوم الشركة ببيع وتوزيع منتجاتها في سوقها المحلي وتعتمد في توزيع الجزء المتبقي من منتجاتها على موزعين خواص، حيث تقسم المنتجات حسب المناطق و حسب الكثافة السكانية و عدد المحلات المتعاقد معها، فمثلا في مدينة بوسكن يتم توزيع حوالي 500 كيس من الحليب و 100علبة من

اللبن الطازج، و تنخفض هذه الكمية بسبب الطابع الريفي لتلك المدينة و كون سكانها من منتجي مادة الحليب، بالإضافة إلى صغر حج المدينة، أما في مدينة بني سليمان يتم توزيع 2000كيس من الحليب و 1500 علبة من الألبان، و تسعى المؤسسة للسيطرة الكلية على السوق و توزيع ما يقارب 4000 كيس حليب، و هي الكمية التقديرية للاحتياجات اليومية لسكان المنطقة، إلى جانب ذلك تصل منتجات مؤسسة طوملي لبلديات السواقي و جواب و القلب الكبير، و تهدف المؤسسة مستقبلا لزيادة المنطقة المغطاة و المنافسة في السوق الولائية و كذا الوطنية.

المطلب الثالث :عرض تفصيلي للهيكل التنظيمي:

تنقسم الإدارة العامة للمؤسسة محل الدراسة إلى عدة مصالح و مديريات نفصلها في الشكل الموضح أدناه:

الشكل:6يمثل الهيكل التنظيمي للمؤسسة



المصدر: إدارة المؤسسة،مصلحة المستخدمين،مرجع سابق

و نتطرق إلى تقديم مختلف هذه المصالح المكونة للهيكل التنظيمي لـ" ملبنة طوملي" و المقدّمة لنا من طرف أحد موظفي مديرية الموارد البشرية.

الفرع الأول:المديرية العامة:

يشرف على تسيرها المدير العام، بحيث يعد مالك لهذه الشركة وهو المسؤول الأول عن تنظيم الشركة والانضباط في اتخاذ القرارات والتنسيق بين مختلف مصالح الشركة ، و هي تتكون من:

1. **الأمانة العامة** : ويشتغل بها موظفين بحيث تقوم بتنظيم الملفات ومواعيد المدير، وتمرير المكالمات، وهي عبارة عن مساعدة المدير، وهي همزة وصل بين المدير العام وجميع المصالح سواء كانت داخلية أو خارجية
2. **مصلحة التدقيق** : وهي تتصل مباشرة مع المديرية العامة، ويشرف على تسيرها إطار له خبرة محاسبية، بحيث يهتم بإعادة النظر والتدقيق في كافة العمليات المحاسبية المالية الداخلية بالشركة..
3. **مصلحة المراقبة التجارية** : تقوم بمجموعة من العمليات والإجراءات الرقابية من أجل تنسيق النشاطات التجارية واكتشاف الانحرافات وهذا من أجل صيانة العملية التجارية بالشركة وذلك لتدعيم وتنمية الفعالية الاقتصادية ويتولى مهام تسييرها إطار خبير في هذا المجال.

الفرع الثاني:مديرية الإنتاج:

تدار من طرف مهندس في التغذية له خبرة عالية في هذا المجال ويتمثل الدور الرئيسي لهذه المديرية في متابعة العمليات الإنتاجية و تشمل كل من:

1. **من جانب الإدارة:**

أ – مصلحة المحاسبة والمالية : وتعتبر من أهم المصالح من حيث أ ن لها علاقة مع جميع المصالح الأخرى، وتقع على عاتقها تسجيل كل العمليات المتعلقة بالنشاط التجاري مع الوحدات و تتفرع هذه المصلحة إلى:

- **فرع المحاسبة** : ويتولى مهام تسيير هذا الفرع إطار له خبرة في مجال المحاسبة ، ويتضمن هذا الفرع المحاسبة العامة و محاسبة الموارد و المحاسبة التحليلية ، ويقوم بعدة عمليات أهمها:

إعداد الميزانيات المحاسبية ، متابعة حركة المنتجات النهائية وحساب التكاليف وانجاز كل الإجراءات اللازمة لذلك.

- **فرع المالية و الصندوق** : ويشغل هذا الفرع مستخدمين بحيث يمثل الدور الرئيسي للوظيفة المالية في توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل كافة الأعمال و تسير التدفقات المالية داخل الشركة.

ب –مصلحة الموارد البشرية : تهتم هذه المصلحة بتسيير اليد العاملة بالشركة بحيث تشرف على عمليات التوظيف ، واعداد الأجور، و كذلك تحسين الوضعية الاجتماعية للعمال عن طريق الضمان الاجتماعي.

ت –مصلحة المشتريات وتسيير مخزونات الموارد الأولية : تسير هذه المصلحة من طرف إطار خبير في هذا المجال ، بحيث تقوم بالإشراف على تموين الشركة بكل الاحتياجات و المستلزمات من الموارد الأولية كما تقوم بتسيير مخازن المشتريات من خلال الإشراف على عمليات دخولها و خروجها وهذا من أجل تجنب أي نقص أو انقطاع في المخزونات.

ث – المصلحة التجارية و تسيير مخزونات المنتجات النهائية و الشحن : تهتم هذه المصلحة بتسويق المنتجات وبيعها ، ومتابعة المخزون ، وكل ما يخص المبيعات و إستراتجية التوزيع بحيث تشرف على تسيير المبيعات واعداد الفواتير كما تتولى مهمة الشحن.

2. من جانب الإنتاج:

أ –**ورشة إنتاج الحليب** : ويشرف عليها رئيس ورشة الإنتاج و تتفرع هذه الورشة إلى:

- **مصلحة تجميع الحليب** : وتهتم هذه المصلحة بعمليات تجميع الحليب على المربي.
- **مصلحة المخبر** : بحيث تمر كميات الحليب المجمعة على مخبر التحاليل للقيام بعمليات المعالجة والتحليل.
- **التوصيل** : وتهتم هذه المصلحة بتوصيل كميات الحليب المعالجة إلى قسم الإنتاج.
- **قسم الإنتاج** : مهمته الخاصة هو العملية الإنتاجية الكاملة، أي من دخول المادة الأولية إلى

خروجها كمادة مصنعة مرورا بكل دورات العملية الإنتاجية ، ويضم هذا القسم فوجين ، الفوجA الفوج B ، يعمل كل واحد منهما لمدة 8 ساعات يوميا بالتناوب أي بمعدل 16 ساعة في اليوم.

- **ورشة إنتاج الياغورت** : و يشرف عليها رئيس ورشة الإنتاج و يشتغل بهذه الورشة 3 أفواج عمل ، يعمل كل فوج لمدة 8 ساعات يوميا أي بمعدل 24 ساعة عمل في اليوم.
- **ورشة إنتاج حليب** : تقوم هذه الورشة بإنتاج الحليب.

المبحث الثاني: دراسة الهيكل المالي لمؤسسة طوملي للحليب و مشتقاته (2016-2017)

تعتبر القوائم المالية صورة عاكسة للوضعية المالية و الاقتصادية لأي مؤسسة، و التي يحتاجها المحيط الخارجي للمؤسسة من بنوك و مساهمين ،لذلك ارتئيا أن نعرض في بحثنا هذا القوائم المالية التي تمكنا من الحصول عليها من المؤسسة محل الدراسة ، و هي الميزانية المالية للسنتين 2016-2017.

المطلب الأول: عرض قائمة الميزانية لمؤسسة طوملي للحليب و مشتقاته لسنتي 2016و2017

من خلال هذا المطلب سيتم عرض الميزانية المالية للمؤسسة محل الدراسة لسنتي 2016و2017، بالإضافة إلى الميزانية المختصرة.

الفرع الأول: عرض الأصول و الخصوم من الميزانية لسنتي 2016و2017

في هذا الفرع سيتم تقديم الأصول و الخصوم لميزانية المؤسسة:

أولا-جانب الأصول

الأصول هي عبارة عن كل ممتلكات المؤسسة، و في ما يلي عرض لجانب الأصول في مؤسسة طوملي للحليب و مشتقاته.

الجدول رقم5:يمثل أصول ميزانية المؤسسة لسنتي2016-2017

الوحدة: دج

البيان	2016	2017
أصول غير جارية		
أراضي	56.039.584	56.039.584
ت عينية	28.019.792	28.019.792
ت عينية أخرى	84.059.376	79.719.436
المجموع	168.118.752	163.778.812
الأصول الجارية		
المخزونات	19.173.104	13.906.732
الزبائن	40.153.164	59.557.988
مدينون آخرون	49.509.552	10.785.044
ضرائب	2.043.768	6.185.838
أصول جارية أخرى	2.101.260	2.101.260
البنك	2.400.300	2.400.300
صندوق	24.680.532	51.313.884
مج أ ج	140.061.680	146.251.046
مج	308.180.432	310.029.858

المصدر:من إعداد الطلبة اعتمادا على معلومات معطاة من طرف محاسب المؤسسة

نلاحظ من خلال الميزانية انخفاض في الأصول الثابتة بنسبة مؤوية قدرها 2,5815، و ذالك راجع لبيع بعض الأصول الثابتة من طرف المؤسسة بنفس القيمة.

ثانيا: عرض جانب الخصوم من ميزانية المؤسسة

الخصوم هي عبارة عن كل التزامات و ديون المؤسسة، و في ما يلي عرض لجانب الخصوم في مؤسسة طوملي للحليب و مشتقاته.

الجدول رقم6:يمثل جانب الخصوم من ميزانية المؤسسة لسنتي:2016-2017

الوحدة:دج

رؤوس الأموال الخاصة		
رأس المال	14.200.000	14.200.000
النتيجة	14.113.680	44.019.590
الأموال الخاصة الأخرى	140.985.152	154.156.284
مجموع	169.298.832	212.375.874
خصوم غ ج		
قروض بنكية	41.716.990	40.793.056
خصوم ج		
موردين وحسابات ملحقة	72.801.586	29.939.842
ضرائب على النتائج	24.324.100	26.282.290
سلفات مصرفية	0	532.276
ضرائبTVA	38.924	106.520
مجموع الخصوم جارية	97.164.610	56.860.928
مجموع الخصوم	308.180.432	310.029.858

المصدر:من إعداد الطلبة اعتمادا على معلومات معطاة من طرف محاسب المؤسسة

من خلال الميزانية :

- ارتفاع في مجموع الأموال الخاصة بنسبة مؤوية قدرها 9.3422 وذلك راجع إلى ارتفاع الأموال الخاصة الأخرى التي تشمل المؤونات والاحتياطات.
- انخفاض قيمة القروض طويلة الأجل و ذلك راجع لسياسة المؤسسة الرامية إلى تسديد القروض في أي وقت أمكن
- انخفاض الديون قصيرة الأجل كديون الموردين، بالإضافة إلى ظهور حساب السلفات المصرفية.
- ارتفاع قيمة الرسم على القيمة المضافة

الفرع الثاني:عرض الميزانية المالية المختصرة

سنعرض في هذا الفرع الميزانية المالية المختصرة المشتقة من الميزانية المالية للمؤسسة

أولا–جانب الأصول

بعد عرض الميزانية المالية جانب الأصول نقدم في الجدول الموالي الميزانية المختصرة لجانب الأصول، حسب الوظيفة.

الجدول رقم 7: الميزانية المالية المختصرة جانب الأصول للمؤسسة محل الدراسةلسنتي2016–2017

الوحدة:دج

البيان	2016	النسبة%	2017	النسبة%
تثبيتات غير جارية	168.118.752	54.6	163.778.812	53
تثبيتات جارية				
قيم الاستغلال	19.173.104	6.2	13.906.732	4.5
قيم غير جاهزة	93.807.744	30.4	78.630.130	25.36
قيم جاهزة	27.080.832	8.8	53.714.184	17.14
المجموع	308.180.432	100	310.029.858	100

المصدر:إعداد الطلبة اعتمادا على الميزانية المالية المعروضة سابقا

نلاحظ من خلال الميزانية المختصرة ما يلي:

- انخفاض التثبيتات الغير جارية بنسبة 1.6 وذلك لأن المؤسسة تنازلت عن بعض أصولها .
- نلاحظ أيضا انخفاض في المخزونات و هذا دليل على أن المؤسسة في حالة نشاط
- نلاحظ أيضا أن نسبة كبيرة من الزبائن قاموا بتسديد ما عليهم عن طريق الصندوق أو البنك.
- نلاحظ أن المؤسسة تفرط في البيع على الحساب و هذا شيء سلبي للمؤسسة.

ثانيا– عرض جانب الخصوم بالنسبة للمؤسسة

بعد عرض الميزانية المالية جانب الخصوم نقدم في الجدول الموالي الميزانية المختصرة لجانب الخصوم، حسب الوظيفة.

الجدول رقم 8: الميزانية المالية المختصرة جانب الخصوم للمؤسسة محل الدراسةلسنتي2016–2017

الوحدة:دج

البيان	2016	2017
أموال الدائمة	211.015.822	253.168.930
أموال خاصة	169.298.832	212.375.874
ديون طويلة الأجل	41.716.990	40.793.056
ديون قصيرة الأجل	97.164.610	56.860.928
سلفات مصرفية	0	532.276
المجموع	308.180.432	310.029.858

المصدر:إعداد الطلبة اعتمادا على الميزانية المالية المعروضة سابقا

المطلب الثاني: تحليل مؤشرات التوازن المالية للمؤسسة

لتحليل التوازن المالي نستخدم ثلاث مؤشرات مختلفة و هي FR,BFR,TR

الفرع الأول: رأس المال العامل FR

هناك عدة أنواع للFR سنحاول في هذا الفرع التطرق لها وتحليلها.

أولا–نسب رأس المال العامل

1. **رأس المال العامل الدائم:** هو مقدار فائض من الموارد المالية الدائمة لتمويل الاحتياجات المالية الدائمة
2. **رأس المال العامل الخاص:** مقدار إضافي من FR بعد تمويل التثبيتات ويقيس القدرة على الإستثمار.
3. **رأس المال العامل الإجمالي:**مجموع الأصول الأقل من سنة و يمثل الأصول المتداولة.
4. **رأس المال العامل الأجنبي:** هو الجزء من الموارد المالية الأجنبية المستعملة في تمويل الأصول، وسنعرضها في الجدول التالي:

الجدول رقم9:أنواع رأس المال العامل

الوحدة:دج

البيان	2016	2017
أموال دائمة	211.015.822	253.168.930
أصول ثابتة	168.118.752	163.778.812
رأس المال العامل الدائم	42.897.070	89.390.118
أموال خاصة	169.298.832	212.375.874
أصول ثابتة	168.118.752	163.778.812
رأس المال العامل الخاص	1.180.080	48.597.062
أصول متداولة	140.061.680	146.251.046
رأس المال العامل الإجمالي	140.061.680	146.251.046
د ط ا	41.716.990	40.793.056
د ق ا	97.164.610	56.860.928
رأس المال العامل الأجنبي	138.881.600	97.653.984

المصدر:من إعداد الطلبة اعتمادا على معلومات سابقة

ثانيا– تحليل القيم المتحصل عليها

سنحاول في هذه النقطة تقديم تحليل لكل نوع من أنواع رأس المال العامل

1. **رأس المال العامل الدائم:** نلاحظ من خلال الجدول أعلاه الارتفاع الكبير في رأس المال العامل الدائم و الذي يقارب الضعف، و هذا يعني أن للمؤسسة هامش أمان و ذلك للحجم الهائل لهذه القيمة، بالإضافة إلى قدرتها على تغطية أصولها بواسطة التمويل الذاتي ، وقدرتها على تسديد القروض قصيرة الأجل في الوقت المناسب بغض النظر عن قدرة الأصول المتداولة على التحول إلى سيولة.
2. **رأس المال العامل الخاص:**بما أن قيمة رأس المال العامل الخاص موجبة ، فهي مؤشر إيجابي يعني أن المؤسسة قادرة على تمويل أصولها الثابتة من مواردها الخاصة دون اللجوء إلى الاستدانة الخارجية، و بالتالي فإن الموارد المالية المخصصة لتمويل الاستثمارات الرأس مالية هي مصادر داخلية .

3. **رأس المال العامل الإجمالي**:الملاحظ أن رأس المال العامل الإجمالي قد زادت قيمته خلال فترة الدراسة بسبب الزيادة في الأصول المتداولة، و عند مقارنته برأس المال العامل الأجنبي نستنتج أن المؤسسة تمتلك سيولة ممتازة.
4. **رأس المال العامل الأجنبي**: انخفاض قيمة هذا المؤشر مقارنة بالأموال الخاصة يعني أن المؤسسة مستقلة ماليا، و هذا يعني عدم تدخل الأطراف الخارجية في سياستها ، بالإضافة لأنها تستطيع الحصول على قروض بسهولة.

الفرع الثاني: احتياجات رأس المال العامل و الخزينة

سنتطرق في هذا الفرع إلى احتياجات رأس المال العامل و الخزينة.

أولا– احتياجات رأس المال العامل

خلال دورة الاستغلال وجب على المؤسسة تغطية مخزوناتها و مدينوها بالديون قصيرة الأجل، فإذا كان الفرق بين الطرفين موجب، فذلك يعبر عن حاجة المؤسسة لمصادر أخرى تزيد عن دورة واحدة و هذا ما يصطلح عليه باحتياجات رأس المال.

الجدول رقم 10: حساب احتياجات رأس المال

الوحدة:دج

البيان	2016	2017
القيم الجاهزة	93.807.744	78.630.130
د ق أ:سلفات مصرفية	0	532.276
BFR	93.807.744	78.097.854

المصدر:إعداد الطلبة اعتمادا على المعطيات السابقة

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيم احتياجات رأس المال العامل موجبة خلال سنوات الدراسة، بالإضافة إلى أنه انخفض في سنة 2017 ، و ذلك بسبب انخفاض احتياجات التمويل وارتفاع قيمة قيم الاستغلال وكذا القيم المحققة بنسبة تفوق ارتفاع الديون قصيرة الأجل

ثانيا–الخزينةTR

و هي مجموعة القيم التي يحق للمؤسسة التصرف فيها بحرية خلال دورة الاستغلال و نقدمها في الجدول التالي:

الجدول 11: يمثل قيم الخزينة TR

الوحدة:دج

البيان	2016	2017
FR	42.897.070	89.390.118
BFR	93.807.744	78.097.854
TR	-50.910.674	11.292.264

المصدر : إعداد الطالبين اعتمادا على القيم السابقة

نلاحظ من خلال الجدول الارتفاع الكبير في قيمة الخزينة التي كانت تعاني عجزا في السنة2016، حيث نحن أمام حالة فائض من الأموال المجمدة في سنة 2017 و هذا راجع لعدم الاستغلال الأمثل لهذه الموارد، حيث تستطيع المؤسسة استخدام هذه الأموال المجمدة في الدخول إلى استثمارات جديدة من شأنها تطوير منتجات المؤسسة و جعلها أكثر تنافسية.

المطلب الثالث: بناء الهيكل المالي لمؤسسة طوملي

لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة محل الدراسة توجد عدة عوامل منها ما هو كمي ومنها ما هو كيفي، حيث تتعلق أساسا بعلاقة المفاضلة بين الخطر ومردود العائد لإدارة المؤسسة كما تم التطرق له في الفصل الثاني، حيث سنسعى لإسقاط المعلومات النظرية على المؤسسة محل الدراسة.

الفرع الأول: نسب السيولة و الربحية

و هي النسب التي تقيس مدى مقدرة المؤسسة على مواجهة ديونها القصيرة الأجل من خلال أصولها المتداولة.

أولا–حساب نسب السيولة

الجدول12 يمثل نسب السيولة للمؤسسة محل الدراسة

الوحدة:دج

النسب	العلاقة	2016	2017
السيولة العامة	أصول متداولة/د ق أ	1,44148862	2,57208335
السيولة السريعة	أصول متداولة-مخزونات/د ق أ	1,24416262	2,32750887
السيولة الجاهزة	قيم جاهزة/د ق أ	0,27871086	0,94465894

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على المعطيات السابقة

ثانيا– الملاحظات:

انطلاقا من الجدول السابق يمكننا تسجيل عدة ملاحظات:

1. **نسبة السيولة العامة:**

نلاحظ من خلال الجدول السابق و على مدى سنتين من الدراسة، نسبة السيولة العامة تجاوزت 1 ، ذلك يعني أن هناك فائض من الأصول المتداولة بعد تغطية كل الديون قصيرة الأجل و هذا مؤشر إيجابي للمؤسسة، هذا يعني أيضا أن هناك سيولة كافية للمؤسسة ولكن في نفس الوقت أن الديون قصيرة الأجل غير كافية لتمويل الأصول المتداولة مما سيضطر المؤسسة لتمويل العجز بالأموال الدائمة، و عليه فإن المؤسسة مجبرة على الاهتمام بالديون قصيرة الأجل .

2. **نسبة السيولة السريعة**

نلاحظ أن هذه النسبة التي تتراوح بين 1.44و 2.25 خلال السنتين هي نسب كبيرة بعض الشيء و لكنها تقترب للمثالية، و للوصول إلى ذلك على المؤسسة أن تحرص على عدم ترك حقوقها لدى الغير.

3. **نسبة السيولة العامة**

تعتبر هذه النسبة الأكثر صرامة من حيث قياس سيولة المؤسسة، لأنها تعتمد على القيم الجاهزة المتوفرة عند المؤسسة للوفاء بالدين القصير الأجل دون اللجوء لبيع مخزونها أو تحصيل جزء من حقوقها عند الغير و تتراوح بين 0.2و 0.6، و من خلال الجدول نرى انه في السنة الأولى كانت النسبة مثالية و تقارب 0.2، أما في السنة الموالية نرى أن هذه النسبة مرتفعة بعض الشيء الأمر الذي يدل أن المؤسسة احتفظت بفائض نقدي دون استغلاله.

ثانيا–الربحية

تعتبر الربحية هدف أساسي لجميع المؤسسات و أمر ضروري لبقائها و استمرارها و غاية يتطلع إليها المستثمرون، بما في ذلك الإدارة المالية لمؤسسة طوملي، لذلك و بناءا على بعض المعطيات المقدمة من طرف محاسب المؤسسة، ربحية سنة 2016 كانت في حدود 20%، و ارتفعت في السنة الموالية بنسبة 6%، و هذا يعني أن المؤسسة في حالة تطور و ذلك بسبب زيادة رقم الأعمال و زيادة الطلب على منتجاتها، كونها لا تعاني من منافسة حادة في منطقة نشاطها، و تسعى المؤسسة من خلال إدارتها المالية رفع هذه النسبة إلى حدود 50% سنة 2020 .

الفرع الثاني: الدخل المتحقق، الملائمة و الخطر

سنتطرق في هذا الفرع لإسقاط الجانب النظري للفصل الثاني على الدراسة التطبيقية لمؤسسة طوملي للحليب و مشتقاته،و ذلك استنادا للمؤشرات المحسوبة سابقا و ذلك كما يلي:

ثالثا–الدخل المتحقق

يعتبر تحقيق اكبر قدر ممكن من الدخل واحد من الأهداف الرئيسية للتخطيط المالي في اختيار نوع الأموال التي ستستخدم في الهيكل المالي ، لذا وجب على المدير المالي للمؤسسة العمل بكل وسيلة لرفع معدل العائد على

الاستثمار عن طريق استخدام أموال الغير ، حيث يطلق على هذه العملية الرافعة المالية ، و من خلال المعطيات نلاحظ أن المؤسسة تستخدم الرفع المالي من خلال اعتمادها على القروض البنكية ولو بقيمة صغيرة نسبيا.

رابعا–الملائمة

يقصد بهذا العامل ، هو مدى ملائمة مصادر التمويل المستخدمة مع طبيعة الأصول التي ستمول من هذه المصادر، ويحتاج هذا العامل إلى إيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من استخدام الأصول و التدفقات النقدية الخارجية لتسديد الالتزامات الناشئة عن امتلاك هذه الأصول، حيث نلاحظ من خلال المعطيات إلى أن المؤسسة تأخذ هذا المعيار في عين الاعتبار بالنظر لهيكلها المالي نرى أن القروض قصيرة الأجل مولت أنشطة الإستغلال أما المصادر طويلة الأجل فقد مولت الأصول الثابتة للمؤسسة.

خامسا–الخطر

يرتبط بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة و الظروف الاقتصادية التي تعمل فيها ، فنشاط المؤسسة يكمن في إنتاجها لمادة واسعة الاستهلاك حيث أنها لا تعاني من مخاطر كساد المنتج ، أما فيما يخص مخاطر عدم السداد فالمؤسسة تملك نسب مالية جيدة تقيها من هذه المخاطر.

الفرع الثالث:دراسة نسب هيكل التمويل:

تهدف هذه النسبة لقياس مدى اعتماد المؤسسة على أموال الغير لتمويل نشاطها

أولا–الحساب

الجدول رقم 13:يمثل حساب مختلف نسب الهيكل المالي للمؤسسة

النسب ا	العلاقة	2016	2017
حقوق الملكية إلى مجموع الأصول	ح م /مج أصول	0,54934971	0,68501749
خصوم متداولة إلى حق الملكية	خ متداولة /ح الملكية	0,57392369	0,26773723
اجمالي الديون الى حق الملكية	مج ديون /حق الملكية	0,82033407	0,45981675
الديون إلى إجمالي الأصول	اجمالي د /مج اصول	0,45065029	0,31498251
دط أ غلى اجمالي الاصول	اجمالي د ط ا/مج اصول ثا	0,24814002	0,24907407

المصدر: من اعداد الطالبين

ثانيا– تحليل نسب الهيكل المالي:

من خلال ما تحصلنا عليه من نتائج عبر الجدول أعلاه نلاحظ ما يلي:

1. نسبة حقوق الملكية إلى مجموع الأصول:

نلاحظ أن نسبة حقوق الملكية إلى مجموع الأصول قد ارتفعت و هذا راجع أساسا إلى السياسة الاستثمارية التحفيزية المنتهجة من طرف المؤسسة، و يعتبر هذا مؤشر إيجابي للمؤسسة.

2. نسبة الخصوم متداولة إلى حق الملكية:

نلاحظ انخفاض كبير في هذه النسبة و هذا راجع إلى ارتفاع حقوق الملكية و هذا دليل على اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة.

3. نسبة إجمالي الديون إلى حق الملكية:

من خلال الجدول السابق نلاحظ انخفاض في نسبة إجمالي الديون الى حق الملكية و ذلك بسبب ارتفاع حقوق الملكية و تسديد المؤسسة لديونها.

4. نسبة الديون إلى إجمالي الأصول:

نلاحظ انخفاض في هذه النسبة بسبب تسديد المؤسسة لجزء من ديونها و هذا راجع إلى التسيير العقلاني للموارد المالية للمؤسسة.

5. نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول

نلاحظ ارتفاع طفيف في هذه النسبة و ذلك راجع للثبات النسبي في الديون الطويلة الأجل و الأصول الثابتة

خلاصة الفصل

من خلال دراستنا للهيكل المالي لمؤسسة طوملي للحليب و مشتقاته، و بالاعتماد على النسب المالية،نلاحظ ارتفاع في قيمة الأموال الخاصة بشكل كبير و تخلي المؤسسة عن بعض من التثبيتات مما أنتج موارد مالية جديدة، و نستخلص أن المؤسسة لا تعتمد بشكل كبير على الديون، و تعتمد في تمويل استخداماتها على أموالها الخاصة بنسبة كبيرة، الأمر الذي أدى إلى احتجاز و تجميد كتلة نقدية عوض استخدامها في التوسع و تمويل استثمارات جديدة من شأنها أن ترفع من قيمة المؤسسة و تسهل عليها تحقيق الأهداف المنشودة، لذلك وجب على المؤسسة استخدام القروض القصيرة والطويلة الأجل و تشغيل الأموال المجمدة لتحقيق نتائج أحسن في السنوات القادمة.

خاتمة عامة

خاتمة عامة

تعاني مختلف المؤسسات الاقتصادية من مشاكل مختلفة، يأتي في مقدمتها التمويل و اختيار الهيكل التمويلي المناسب للمؤسسة، لذلك تسعى الإدارة المالية لأي مؤسسة لاختيار المزيج التمويلي الأمثل لمؤسساتهم، لما له من أهمية كبرى في تحديد القيمة المالية للمؤسسة و تحقيق أهدافها في النمو و التوسع و تنمية ثروة الملاك.

حيث تناول موضوع بحثنا العوامل المؤثرة في الهيكل التمويلي، حيث لاحظنا أن من أبرز العوامل المؤثرة على اختيار الهيكل التمويلي، هي تكلفة التمويل و مدى ملائمة مصادر التمويل مع الاستخدامات، من أجل اختيار مصدر التمويل الذي يتلاءم و طبيعة المؤسسة الاقتصادية.

و من خلال بحثنا هذا استخلصنا النتائج التالية:

1. للمؤسسة عدة مصادر لتمويل احتياجاتها، معرفة مزايا وعيوب كل منها وكذا تكلفة كل مصدر منها يساعدها على انتقاء أهمها، بما يلائم أهداف ونشاط المؤسسة وبيئتها.
2. صعوبة اتخاذ قرار المصدر التمويلي الأمثل المتاح أمام المؤسسة وذلك لكثرة المتغيرات والعوامل التي يتأثر بها وطرقه الصعبة التي تحتاج لمتخصصين.
3. اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة لا يكون بطريقة عشوائية وإنما وفق محددات متمثلة في سيولة المؤسسة، المردودية المحققة من عملية مزج كل موارد التمويل المتاحة للمؤسسة بالإضافة إلى المرونة في تغيير هيكلها المالي عند الحاجة.
4. تراجع نصيب الأموال الخاصة في الهيكل المالي للمؤسسة لا يؤدي إلى تزايد إمكانية إفلاس المؤسسة، وذلك لاستفادة المؤسسة من الرفع المالي، وامتلاكها طاقة استدانة عالية وقدرة تسديد معتبرة.

5. تعتبر تكلفة التمويل و المردودية و المخاطرة من أهم المعايير المتبعة في اختيار الهيكل المالي الأنسب للمؤسسة.حيث أن المؤسسة تعتمد على مصدر التمويل الذي تكون فيه أقل تكلفة، وذلك ضمن مفهوم الرشادة الاقتصادية، بالإضافة إلى أن هنالك علاقة طردية بين العائد و المخاطرة ، فكلما ارتفع العائد ازدادت المخاطر و العكس صحيح.
6. يتحقق من وراء الاعتماد على مصدر تمويل خارجي (إستدانة) مزايا ضريبية للمؤسسة تسمى بالوفر الضريبي، إذ أن هذه الإستدانة تدرج ضمن التكاليف التي تخفض في النتائج المحققة من طرف المؤسسة مما يخفض في الوعاء الضريبي .
7. تتميز مؤسسة طوملي بالاستقلالية المالية وذلك بتحقيقها شرط التوازن العام، و بالتالي لديها قدرة على مواجهة أو الوفاء بالتزاماتها المالية القصيرة و المتوسطة و طويلة الأجل.
8. تعتمد مؤسسة طوملي على التمويل الذاتي بنسبة كبيرة في مواجهة التزاماتها المالية، حيث نلاحظ من خلال دراستنا للمؤسسة هنالك نقص في الاستخدامات الثابتة و هذا يعتبر كمورد للمؤسسة ،إذ نلاحظ أيضا الزيادة في الأموال الخاصة الأخرى (احتياطات،ترحيل من جديد، مؤونات)وهذا مؤشر يدل على أن المؤسسة تعتمد على مصدر تمويل داخلي.
9. تتوفر لدى مؤسسة طوملي سيولة كبيرة معطلة و غير مستثمرة ، و هذا الأمر يعتبر مؤشر سلبي لأنها لم تتمكن من التوظيف الأمثل لهذه الموارد مما فوت عليها فرصة كبيرة في تعظيم و تحقيق أرباح جديدة قد تمكنها من دخول استثمارات جديدة تحقق لها أهدافها في التوسع و النمو.

اختبار الفرضيات:

استنادا للنتائج السابقة سنحاول اختبار الفرضيات المطروحة سابقا بالإثبات أو النفي كالتالي:

ف1: نثبت صحة الفرضية القائلة:" تتنوع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية بين مصدرين أساسيين هما :أموال الملكية وأموال الاستدانة والتي تشكل مع بعضها البعض ما يسمى بالهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية"، إذ أن مصادر تنقسم إلى قسمين رئيسيين هما المصدر الداخلي(التمويل الذاتي) و المصدر الخارجي(الاستدانة).

ف2: نثبت صحة الفرضية التي تنص على" أن السياسات التمويلية المثلى للمؤسسة الاقتصادية تتمثل في السياسة المعتدلة،المتحفظة و الجريئة "، حيث أن انتهاج هذه السياسات تختلف من مؤسسة إلى أخرى و من مسير إلى أخر، و ترتبط بشكل كبير بأهداف المؤسسة و شخصية الملاك و المسيرين، و تعكس مدى كفاءة المؤسسة في استغلال مواردها و تحقيق أهدافها.

- **ف3**:ننفي الفرضية التي تقضي بأن " تتمثل أساسا معايير اختيار الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية في مردودية المؤسسة و حجمها."، بعد دراستنا للموضوع وجدنا أن معايير اختيار الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية لا تتمثل فقط في مردودية المؤسسة و حجمها، بل هناك معايير أخرى مثل المخاطرة حيث أن مفهوم العائد يرتبط أساسا بالمخاطرة مثلما ذكرنا سابقا.

التوصيات و الاقتراحات

- يجب على المؤسسة المزج بين المصادر المختلفة للتمويل (أموال ذاتية و قروض) من أجل التحصل على مزايا الوفر الضريبي.
- على مؤسسة طوملي الاعتماد على المورد البشري الكفء من ذوي الاختصاص في الإدارة المالية للمؤسسة، من أجل الحصول على نتائج أحسن في عملية اختيار المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسة.

- يجب على المؤسسات الاقتصادية توضيح و تحديد المحددات الرئيسية في اختيار الهيكل المالي و المزيج التمويلي الأنسب للمؤسسة.
- على المؤسسات الاقتصادية تشغيل الأموال المجمدة و عدم اكتنازها و استخدامها في خلق استثمارات جديدة تسمح لها في التوسع.

آفاق الدراسة

حاولنا من خلال هذا البحث التركيز على موضوع الهيكل المالي الأنسب، باعتبار أن هذا الموضوع واسع جدا ولا يمكن التحكم فيه و حصره في بحث واحد لذلك نقترح على الطلبة الباحثين بعض الإشكاليات البحثية التالية:

- أثر المردودية في تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية.
- مدى تطابق النظريات الأدبية و التطبيقية في تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية.
- دور السياسة الجبائية في تحديد الهيكل المالي الأمثل لمؤسسة اقتصادية.

و في الأخير نقول بأننا لم نستطع الإلمام بجميع جوانب موضوع بحثنا هذا، لذا نأمل أن تكون هذه الرسالة مقدمة لأصحاب الدراسة لاستكمال ما عجزنا عنه.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

الكتب العلمية:

1. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية،مدخل اتخاذ القرار،جامعة الإسكندرية, مصر 2005
2. هيثم مُحَّد الزغبي، **الإدارة والتحليل المالي**، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان،2000
3. حمزة الشيخي، إبراهيم الجزا روي، **الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان،1998
4. عاطف وليم انداروس،**التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي،مصر2008
5. ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة المؤسسة، دار المحمدية العامة،1999
6. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، الطبعة1، 2002
7. منير شاكر مُحَّد و آخرون، **التحليل المالي مدخل صناعات القرارات**، دار وائل للنشر، عمان الأردن، الطبعة الثانية،2005
8. علي عباس، **الإدارة المالية** ,الطبعة الأولى دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان،2008
9. عدنان تابه النعيمي،ياسين كاسب الخراشة، **أساسيات في الإدارة المالية**، ط1،دار الميسرة والتوزيع،عمان، 2007،
10. دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان،2007 ،
11. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، **أساسيات في الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان،2007

12. زياد سليم رمضان، أساسيات الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن،الطبعة4، 1996.

13. مُحَمَّد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر،2000

14. سمير مُحَمَّد عبد العزيز، اقتصاديات إدارة النقود البنوك في إطار عالمية القرن الحادي والعشرين، مكتب عربي، إسكندرية، مصر، 2002

15. مُحَمَّد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر1999

16. غنيم حسن عطا، دراسات في التمويل، مصر، الطبعة1، 1999

17. مبارك لسلوس،**التسيير المالي**،ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر،2004.

18. عبد الوهاب يوسف أحمد، **التمويل وادارة المؤسسات المالية**، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر ، عمان الأردن، 2008

19. سمير مُحَمَّد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة و مطبعة الاشعاع الفنية،مصر،1997،

20. عدنان تايه النعيمي ,أرشد فؤاند التميمي ,**الإدارة المالية المتقدمة** ,الطبعة العربية ,دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ,عمان الأردن2009

21. مُحَمَّد أيمن عزت الميداني ,**الإدارة التمويلية في الشركات** ,جامعة الملك فهد للبترول والمعادن الظهران 1993

22. مُحَمَّد علي إبراهيم العامري ، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر،ط1 ،2013

23. منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية :مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية 2000

24. حمزة محمود الزبيدي، **أساسيات الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوا رق للنشر والتوزيع، عمان،2006

25. حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان،2004

26. أيمن الشنطي، عامر شقر ، **الإدارة و التحليل المالي**،الطبعة الاولى ، دار البداية ناشرون وموزعون ، عمان،الأردن ،2005

27. عدنان هاشم السمراتي،**الإدارة المالية: المدخل الكمي**،دار زهران للنشر و التوزيع،عمان،2009

28. مقلع مُحَّد عقل، **مقدمة في الإدارة و التحليل المالي**،الطبعة العربية الأولى ، دار أجنادين للنشر و التوزيع،عمان،الأردن،2006

29. منير شاكر، اسماعيل اسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي : مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان،2005

30. سمير مُحَّد عبد العزيز،الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية وقياس الربحية التجارية،مكتبة الاشعاع،الاسكندرية،مصر،2000،

31. مُحَّد عبد القادر عطية،دراسة الجدوى الاقتصادية والاجتماعية و التجارية للمشروعات،الدار الجامعية ،الاسكندرية،مصر،2005

32. مُحَّد صالح الحناوي،إبراهيم إسماعيل سلطان،الإدارة المالية و التمويل،الدار الجامعية، الاسكندرية،مصر،1999

المذكرات و الرسائل العلمية:

1. مُحَّد بوشوشة،تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية، دراسة من عينة مؤسسات جزائرية،أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية،جامعة مُحَّد خيضر،بسكرة،2016.

2. بثينة مُحَّد،معايير اختيار المزيج التمويلي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة الوطنية للهياكل المعدنية والنحاسية،فرع البليدة،مذكرة ماجستير،جامعة المدية،2010

3. بوربيعة غنية،محددات اختيار الهيكل المالي المناسب لمؤسسة دراسة حالة مؤسسة كهركيب،مذكرة مجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012

4. حراش معاذ، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسة،دراسة حالة المؤسسة الوطنية للدهن،مذكرة ماستر،جامعة البويرة،سنة،2015
5. بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل التمويلي المناسب لمؤسسة ،دراسة حالة مؤسسة الأشغال و التركيب الكهربائي فرع سونالغاز،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجيستير في علوم التسيير،جامعة الجزائر3،سنة،2012،
6. نظيرة قلادي،دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل المالي،مذكرة ماجيستير،جامعة سكيكدة2011

المجلات:

1. نبيلة سهايلية، جبار بو كثير، عناصر الهيكل المالي و أثرها على القيمة السوقية للمؤسسة،دراسة حالة مؤسسة صيدال،مجلة ميلاف للبحوث العلمية،جامعة أم البواقي،2017

المواقع الالكترونية:

2. كمال يوسف،منتدى المحاسبين العرب،https://accdiscussion.com/acc6226.html

تاريخ الإطلاع،12\06\2019 الساعة15:08