



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
جامعة دكتور مولاي الطاهر - سعيدة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم التسيير
التخصص: محاسبة وتدقيق

مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر الموسومة بـ:

محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية
دراسة حالة- شركة الاسمنت سعيدة- GICA SAIDA

- تحت إشراف الأستاذ:
* د. محمودي مخطار

- إعداد الطالبان:
* عمران أسامة
* علو جمال

أعضاء لجنة المناقشة:

- 1 - د. زروقي ابراهيم..... رئيسا
- 2 - د. محمودي قادة مخطار..... مشرفا و مقرر
- 3 - د. بوزيان عثمان..... عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2019-2020



شكر وتقدير

الحمد لله الذي بنعمه تتم الصالحات
بعد شكر الله تعالى على توفيقه لنا لإتمام هذه المذكرة
ثم نتقدم بشكر إلى كل من ساعدنا في إتمام هذا العمل وخاصة
الأستاذ محمدي مخطار

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى عائلتي الكريمة
وكل إلى كل الأشخاص والأصدقاء الذين كان لهم الفضل في هذا العمل
وفي الأخير اشكر كل الأساتذة والمربين على عملهم
والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته
وصلى الله على نبينا محمد صلى الله عليه وسلم و آله وصحبه أجمعين .

الطالب : عمران أسامة .

الطالب علو جمال

الفهرس

الصفحة	العنوان
أ	شكر وعرفان
ب	اهداء
ج	فهرس المحتويات
هـ	قائمة الجداول
و	قائمة الأشك ل
ع	قائمة الملاحق
خ	قائمة الرموز والمختصرات
1	مقدمة عامة
8	الفصل الأول: تحليل المقاربات النظرية للهيكل المالي
8	تمهيد
9	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي
10	المطلب الأول : مفهوم الهيكل المالي
12	المطلب الثاني: عناصر الهيكل المالي
18	المطلب الثالث: العوامل المحددة و المساهمة في إختيار الهيكل المالي المناسب
20	المبحث الثاني: النظريات الأساسية لتحليل الهيكل المالي
21	المطلب الأول: الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق

21	الفرع الأول نظرية الربح الصافي
23	الفرع الثاني نظرية ربح العمليات
26	الفرع الثالث نموذج مودكلياني وميلر في ظل غياب الضرائب
27	المطلب الثاني: الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق
27	الفرع الأول : نموذج مودكلياني وميلر في وجود الضرائب
28	الفرع الثاني الهيكل المالي وتكلفة الإفلاس
29	الفرع الثالث الهيكل المالي ونظرية التسوية
30	المطلب الثالث : الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة
30	الفرع الأول : نظرية الوكالة
31	الفرع الثاني : نظرية الإشارة
33	الفرع الثالث : نظرية التسلسل الهرمي
34	المبحث الثالث : تقييم الهيكل المالي بإستعمال مؤشرات ونسب الهيكلية المالية
35	المطلب الأول : مؤشرات التوازن المالي
40	المطلب الثاني : النسب المالية
44	المطلب الثالث : نسب الهيكلية المالية
47	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية محددات إختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الإقتصادية إسمنت سعيدة
48	المبحث الأول ورقة فنية عن المؤسسة

48	المطلب الأول التعريف بالمؤسسة
50	المطلب الثاني الهيكل التنظيمي وأهم البيانات في الشركة
54	المطلب الثالث عرض الميزانيات للمؤسسة محل الدراسة
55	المبحث الثاني تقديم الهيكل المالي للمؤسسة
64	المطلب الأول ميزانية المالية المختصرة
65	المطلب الثاني تحليل عناصر الميزانية
67	المبحث الثالث تقييم ودراسة محددات الهيكل المالي للمؤسسة
73	المطلب الأول تقييم الهيكل المالي
75	المطلب الثاني دراسة الهيكل المالي بمؤشرات والنسب
78	المطلب الثالث دراسة محددات الهيكل المالي الأمثل
78	خاتمة
85	قائمة المراجع

قائمة الجداول :

ر م الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
------------	--------------	--------

01	المهكل التنظيمي	51
02	تطور الإنتاج	55
03	ميزانية الاصول 2016	56
04	ميزانية الخصوم 2016	57
05	ميزانية الأصول 2017	58
0	ميزانية الخصوم 2017	59
07	ميزانية الأصول 2018	60
08	ميزانية الخصوم 2018	60
09	حساب النتائج 2018-2017-2016	61.62.63
10	ميزانية مالية مختصرة	64- 65
11	موارد تمويلية	67
12	قدرة التمويل	68
13	مكونات المهكل المالي	69
14	تقييم بالمؤشرات	70
15	نسب الهيكلة المالية	72
16	السيولة العامة	73
17	الحجم	74
18	المردودية	75
19	نمو المؤسسة	77

قائمة الأشكال :

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
01	العلاقة بين الإستدانة إلى الأموال الخاصة	22
02	أثر الإستدانة على تكلفة الأموال	25
03	نموذج مودكلياني وميلر في غياب الضرائب	26
04	بنية رأس المال العامل الصافي الإجمالي	51
5	تطور مبيعات المؤسسة	54

ملخص :

لقد استحوذ موضوع الهيكل المالي الأمتل للمؤسسة الاقتصادية على اهتمام العديد من الباحثين في مجال الإدارة المالية ، ووجدوا أن هناك عدة عوامل محددة تدخل في تشكيله ،

ومن بين هذه المحددات مردودية المؤسسة، حجم المؤسسة، هيكل الأصول، و الشريحة الضريبية.

يهدف هذا البحث لدراسة أهم محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية ، بالشكل الذي يجعل المعدل الموزون لتكلفة التمويل في أدنى حد ممكن ، فالهيكل المالي الأمثل للمؤسسة لا بد أن يتكون من مصادر تمويل داخلية و مصادر تمويل خارجية ، و ذلك للاستفادة من الوفرات الضريبية الناتجة عن كلا المصدرين.

وقد حاولنا من خلال هذا البحث معرفة أهم محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية gica saida- ، وذلك بالاعتماد على القوائم المالية للفترة (2016 - 2018) وقد وجدنا أنه من بين العوامل المحددة للهيكل المالي الأمثل للمؤسسة محل الدراسة ، حجم المؤسسة، نموها و مردودية المؤسسة .

مقدمة عامة

مقدمة

يشهد الاقتصاد الدولي تغيرات سريعة يفرضها سير العالم نحو العولمة و بروز تكتلات اقتصادية كبرى ، ففي ظل تحرير الأسواق ، خاصة مع حدة التنافس ، و تطور المنتجات المالية و كثرة المضاربة فيها ، تسعى كل مؤسسة للظفر بالفرص المتاحة في السوق ، من أجل تحقيق الهدف من وجودها و هو البقاء و الاستمرارية ، فالمحيط العدائي يفرض على أي مؤسسة هدفها البقاء اتخاذ قرارات مناسبة في الأوقات المناسبة.

ويعد اختيار المصادر التمويلية المناسبة من المواضيع التي حظيت بعناية خاصة من قبل كتاب الإدارة المالية، خصوصا بعد الأعمال التي قدمها كل من مودكلياني وميلر سنة 1958 حول مسألة حيادية الهيكل المالي، إذ اعتبرا في البداية أن قيمة المؤسسة تتأثر أساسا بمردودية الاستثمارات وليس بطبيعة المصادر التمويلية التي أعتمد عليها لتمويل هذه الأخيرة، وبالتالي لا فرق بين أموال الملكية والقروض، ليعودا بعد ذلك ليؤكد أن التمويل عن طريق الاقتراض أفضل للمؤسسة من اعتمادها على أموال الملكية إصدار أسهم، الخ)، إذا تم إسقاط فرض كمال السوق، لتتواصل بعد ذلك الأبحاث المتعلقة بإبراز مختلف العناصر المؤثرة على صياغة الهيكل المالي، وتبرز نظريات أخرى في هذا الإطار (نظرية الوكالة، نظرية الخيارات ، نظرية أفضلية ترتيب مصادر التمويل النظرية السلمية للتمويل، الخ)، كلها ساهمت في بلورة نظرية الهيكل المالي في إطار النظام التقليدي. إلا أن الملاحظ، أن نظرية الهيكل المالي - ومنذ حوالي نصف قرن- ركزت أساسا على مصدرين تمويليين وهما التمويل عن طريق الاقتراض (بإصدار سندات أو الحصول على قروض بفوائد)، أو التمويل عن طريق إصدار أسهم، فكان النقاش متمحورا أساسا حول مدى أفضلية الاعتماد على الاقتراض بدلا من أموال الملكية.

فالمؤسسة مطالبة بإدراج قرارات التمويل ضمن الأدوات الفعالة الكفيلة بترشيد استخدام الموارد المستعملة فيها، والتي ترفع من كفاءتها ولن يأتي لها 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 تدبير موارد خارجية، وتحقيق التوازن بين كل العوامل المؤثرة في الهيكل المالي بطريقة مناسبة.

على ضوء ما ذكرنا نقوم بطرح الإشكالية التالية:

ما هي أهم محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل في المؤسسة الاقتصادية ؟ وفي ظل هذا التساؤل الرئيسي، وضمن سياق الإجابة عنه يمكننا طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي مصادر الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؟
- ما هي أهم النظريات التي تناولت الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؟

فرضيات البحث:

ومن أجل القيام بالدراسة النظرية و الميدانية والإجابة على الإشكالية و الأسئلة الفرعية نقوم بصياغة الفرضيات الآتية كإجابات أولية عن الأسئلة

1- إن الأهمية النسبية للعوامل المحددة لاختيار الهيكل المالي المناسب تتفاوت من مؤسسة اقتصادية إلى أخرى، وداخل المؤسسة بحد ذاتها طيلة فترة حياتها، فلا توجد طريقة مباشرة توصل المؤسسات إلى كيفية تشكيل هيكلها المالي.

2- تعتبر أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية من بين المواضيع الأكثر إثارة للجدل بين الباحثين في مجال النظرية المالية، ومن بين أهم النظريات التي تناولت الهيكل المالي نجد نظرية صافي الدخل، نظرية صافي الدخل التشغيلي، ونظرية مود كلياني وميلر، كذلك النظرية التسلسلية الهرمية للتمويل ونظرية الوكالة.

3- تتمثل أساسا معايير اختيار مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية في مردودية المؤسسة، حجم المؤسسة ، هيكل الأصول و الشريحة الضريبية.

دوافع اختيار الموضوع:

لعل اختيارنا لهذا الموضوع يعود لجملة أهمها :

- أهمية الموضوع في العصر الحالي، حيث تعد مسألة تمويل المنشأة الاقتصادية

ودراسة تشكيلة هيكلها

المالي من أهم المواضيع في التسيير المالي

- الرغبة الشخصية في دراسة الموضوع لتوافقه مع تخصصي العلمي ولأنه يمزج بين الشأن

المالي والمحاسبي للمؤسسة

أهمية و أهداف الدراسة :

-إبراز أهم العوامل التي تواجه المؤسسة الاقتصادية الجزائرية في إختيار هيكلها

المالي .

-أهم المصادر التمويلية للمؤسسة .

-النظر لأهم المحددات في توليفة الهيكل المالي الأمثل .

-شرح النظريات والمقاربات باللغة العربية لقلتها .

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

المكان و الزمان حيث ينحصر الإطار المكاني في دراسة حالة مؤسسة اقتصادية جزائرية مؤسسة

الإسمنت سعيدة GICA SAIDA أما الزمان فإخترنا ثلاث سنوات(2016 – 2017-2018)

منهج الدراسة و أدواتها :

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

فيما يخص الجانب النظري للتعريف بالمصطلحات المحيطة بموضوع البحث والتعرف على مختلف جوانبه، بالإضافة إلى المنهج التحليلي فيما يخص الجانب التطبيقي لتوضيح كيفية تحديد هيكل مالي أمثل للمؤسسة الاقتصادية انطلاقاً من المعلومات التي تحصلنا عليها من دراسة حالة مؤسسة GICA SAIDA مؤسسة الإسمنت سعيدة.

الدراسات السابقة :

استفدنا في بحثنا هذا من عدة أعمال كانت قد سبقت بحثنا، نذكر منها:

- دراسة تير زيغود (2009) وهي مذكرة ماجستير بعنوان: "محددات سياسية التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص

في الجزائر" وقد توصلت الدراسة إلى ضعف القدرة التفسيرية لنماذج النظرية الحديثة للتمويل في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات عملياً، و أن اتخاذ القرارات المالية تخضع لمجموعة من المحددات. كما أن النظرية الحديثة للتمويل قادرة على تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية. لكن تعتبر غير كافية، وأن الهياكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية هي هياكل مفروضة وليست مختارة؛

- دراسة محمد شعبان (2010): وهي مذكرة ماجستير بعنوان " نحو اختيار الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال" حيث خلصت هذه الدراسة - دراسة محمد بشوشة: تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائري، أطروحة دكتوراه غير منشورة، في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، الجزائر، 2016 / 2015 ، حيث تبلورة إشكالية البحث حول كيفية تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، وخلص البحث إلى أن اعتماد سياسة تمويلية معينة سيؤثر على الهيكل المالي للمؤسسة، فكلما كان توجه السياسة التمويلية نحو تحقيق شروط الهيكل المالي الأمثل، كلما أدى إلى تحسين وضعية الهيكل المالي للمؤسسة، أما في الحالة العكسية كلما كان التوجه نحو سياسة

تبتعد عن شروط الهيكل الأمثل كلما أدى إلى الإخلال بوضع الهيكل المالي. - مليكة زغيب:

مداخلة بعنوان تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر 2005، تناولت المداخلة طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة، وخلصت الدراسة إلى وجود وجهتي نظرة الأولى خاصة بالعالمين موديليانى وميلر (Modigliani and Miller) والتي مفادها أنه ليست هناك علاقة بين الهيكل المالي و بين كل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة، أما الثانية فهي ترى أن الهيكل المالي تأثير على كل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة، من خلال تأثير كل من الوفرات الضريبية وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

إلى نتائج أهمها أن الهياكل المالية للمؤسسات تتكون من صنفين أساسيين، هما أموال الملكية وأموال الاستدانة.

هيكل الدراسة :

تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول :

الفصل الأول : تحليل مقاربات نظرية الهيكل المالي ومصادره

الفصل الثاني: محددات إختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة إسمنت سعيدة

صعوبات الدراسة:

تتمثل أهم الصعوبات التي واجهت البحث

1- نظرا للظروف الراهنة في البلاد وكل العالم وغلق جميع مرافق البيداغوجية كان هناك

شح في المراجع و المعلومات .

2- صعوبات في مجال الحصول على بعض المعلومات الخاصة المالية منها

للمؤسسة محل الدراسة لسرية تلك المعلومات وعدم التصريح بها في البحوث العلمية .

3- قلة المؤسسات المسعرة في البورصة الجزائر حال دون تمكننا من ربط الجانب النظري

بالجانب الميداني وذلك أن بعض المعادلات تتطلب أن تكون المؤسسة مسعرة في

البورصة لكي يمكن قياس قيمتها السوقية .



الفصل

الأول

تمهيد الفصل :

سننتطرق في هذا الفصل إلى مفاهيم حول الهيكل المالي وعناصره وعوامل المحددة والمساهمة فيه ومختلف النظريات التي تطرقت إليه وبعض النسب والمؤشرات التي تعنى بدراسة أمثلية الهيكل المالي.

وينقسم هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي

المبحث الثاني: النظريات الأساسية لتحليل الهيكل المالي

المبحث الثالث: تقييم الهيكل المالي باستخدام النسب والمؤشرات المالية

المبحث لأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي¹

سننتقل إلى بعض المفاهيم حول هيكل رأس المال وإلى مصادر الهيكل المالي المختلفة من تمويل قصير الأجل وطويل الأجل العوامل الكمية والنوعية المساهمة فيه .

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي

1.1 مفهوم الهيكل المالي: لابد من التفريق بين مفهومين لبنية التمويل في المؤسسة، وهما الهيكل المالي وهيكل رأس المال توجد عدة تعاريف مختلفة للهيكل المالي نذكر منها ما يلي:

الهيكل المالي: يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض وأيضا سواء من ، يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي للشركة توليفة (1) (مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل .مصادر التمويل التي اختارها الشركة لتغطية استثماراتها، وتكون طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، ، يقصد بالهيكل المالي الطريقة التي تم سواء كانت أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية .، هيكل تمويل المنشأة تمويل أصول المؤسسة، ويوجد الهيكل المالي في الجهة اليسرى من الميزانية .هو نسبة كل من المطلوبات وحقوق الملكية منفردة إلى مجموع مصادر التمويل، و الذي يؤثر في من المفاهيم الواردة أعلاه للهيكل المالي يمكن القول بأن الأخير هو مخاطرة المنشأة وربحيته .النسبة التي يتم تمويل الأصول من خلال المزيج بين الأموال الخاصة والاستدانة وتقاس نسبة كل عنصر في التمويل. -يقصد بالهيكل المالي الجزء الخاص بالأموال الخاصة والاستدانة المالية والمتمثلة في الموارد الدائمة ؛

-يعرف على أنه مجموعة الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المنشأة، وهو

يشمل التمويل المقترض Debt Financing والتمويل الممتلك Financing Equity

(وهما يشكلان الجزء الأيسر من قائمة المركز المالي ؛

¹ - حسين عطا غنيم ، دراسات في التمويل ، المكتبة الأكاديمية ، مصر : 2005 ، ص504

-يمثل الهيكل المالي مزيج من حقوق الملكية (الأموال الخاصة) والديون (الاستدانة) من ضمن الموارد المتاحة 4؛ من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نعرف الهيكل المالي بأنه مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية أي أن الهيكل المالي يمثل جميع أشكال و أنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وسواء كانت من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة.

• 2.1 تعريف هيكل رأس المال Capital Structure¹

يتعلق بمصادر التمويل الطويلة الأجل والدائمة كالديون الطويلة الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل. و بالتالي فهيكّل رأس مال المؤسسة هو جزء من هيكلها المالي إذن هو تركيب للأموال المملوكة للمؤسسة (رأس المال، الاحتياطات و الأرباح المحتجزة) والقروض الطويلة الأجل كجزء من التركيب المالي و مصدرا مهما من مصادر تمويل المؤسسات الكبيرة.

تكلفة رأس المال : تكلفة رأس المال هو العائد الواجب تحقيقه من طرف المؤسسة من أجل تعويض المقرضين والمساهمين أي تسديد الفوائد المترتبة على القروض وكذلك العائد المتوقع من طرف المساهمين ويطلق على هذا العائد بالتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال حيث تسمح هذه التكلفة للمسير المالي باتخاذ القرار في ما يخص تشكيلة بنية الهيكل المالي وكذلك السياسة المالية للمؤسسة الواجب إتباعها .

¹ - محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية دار الجامعة ، مصر 2004ص360

التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال **cmpr** يحسب بالعلاقة التالية:

$$Cmpr = \frac{cpr}{v} \times r + \frac{d}{v} \times l \times (1 - t)$$

i: معدل الفائدة على القروض

cpr: الأموال الخاصة

D: الديون

t: معدل الضريبة على أرباح الشركات

v: مجموع هيكل رأس المال

$$R = \frac{D}{CPR}$$

R: العائد المتوقع من طرف المساهمين

الهيكل المالي الأمثل:¹

الهيكل المالي الأمثل هو الذي يسمح للمؤسسة بتدنية تكلفة رأس مالها إلى أدنى حد ممكن وذلك عن طريق اختيار مزيج تمويلي يسمح بذلك ولتبيان ذلك يوجد مقاربتين الكلاسيكية والمقاربة الحديثة .

المطلب الثاني: عناصر الهيكل المالي التمويل قصير الأجل:²

ينظر إلى التمويل قصير الأجل على أنه مشكلة مستمرة للمؤسسات التي تحتاج إليه وتتحد مسألة استخدام تمويل قصير الأجل أو عدمه على بيعة عمل كل مؤسسة من حيث هذا النوع نادرا ما يستخدم لتمويل أصول ثابتة فالمؤسسة الكبيرة التي تمتاز بضخامة أصولها الثابتة لا تواجه مشكلة التمويل قصير الأجل بنفس المستوى الذي تواجهه المؤسسات الأصغر حجما .

1 - لطرش وليد وعياد السعدي الإدارة المالية الحديثة مدخل لتحليل القوائم المالية حسب النظام المحاسبي المالي دار النشر جيطلي سنة 2017

2- حسين عطا غنيم ، دراسات في التمويل ، المكتبة الأكاديمية ، مصر : 2005 ، ص504

مما سبق يمكن تعريف التمويل قصير الأجل بأنه ذلك النوع من القروض التي يستخدم غالبا لتمويل عمليات التشغيلية (الجارية) CURRENT OPERATIONS التي تقوم بها المؤسسات أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن سنة واحدة ويدخل ضمن مفاهيم رأس مال العامل وتنقسم مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى نوعين أساسيين الأول الائتمان المصرفي والثاني الائتمان التجاري نوضحها فيما يلي :

(أ) الائتمان التجاري¹:

يعرف الائتمان التجاري بأنه الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد إلى المشتري عن ما يقوم الأخير بشرائه البضائع لغرض إعادة بيعها ويحتاج المشتري إلى الائتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأس ماله العامل لمقابلة الحاجات الجارية وعدم قدرته على الحصول على القروض المصرفية وغيرها من القروض القصيرة ذات التكلفة المنخفضة ومن ناحية أخرى فإن رغبة الدائنين التجاريين في منح هذا النوع من الائتمان تتوقع على مجموعتين منه العوامل : أولا:العوامل الشخصية مثل مركز البائع المالي ومدى رغبته في التخلص من مخزونه السلعي وتقدير البائع لأخطار الائتمان .

المجموعة الثانية من العوامل الناشئة عن حالة التجارة والمنافسة مثل القدرة الزمنية التي يحتاجها المشتري لتسويق السلعة وطبيعة السلع المباعة وحالة المنافسة وموقع العملاء والحالة التجارية . ويتخذ الائتمان التجاري شكل الحساب الجاري (الحساب المفتوح) أو كل الكمبيالة أو السند الأذني وجميع هذه الأشكال تمكن المشتري من أن يحصل من البائع على ما يحتاج إليه من الضائع بصفقة عاجلة مقابل وعد منه بسداد قيمتها في تاريخ آجل وتناول شروط الائتمان التجاري تفاوتت كثيرا ومن أمثلة هذه الشروط : *الدفع نقدا قبل الإستلام ، الدفع نقدا بعد الاستلام ، الشروط النقدية ،الشروط العادية . (يمكن التعبير عن هذه الشروط كالاتي 10/2 صافي 60 يوما

1- محمد صالح الحناوي إبراهيم إسماعيل سلطان الإدارة المالية والتمويل دار الجامعية للنشر والتوزيع سنة 1999 ص370

،بمعنى أنه للمشتري الحق في الإختيار ما بين الدفع خلال 10 أيام الأولى من تاريخ تحرير الفاتورة ليحصل على خصم نقدي يبلغ 2% أو سداد قيمة الفاتورة دون خصم في نهاية 60 يوم (سداد شهري ، السداد الموسمي وينبغي ملاحظة أن تكلفة الإئتمان التجاري عادة مرتفعة للغاية، كمثال 10/2 صافي 60 يوم تجد أن التكلفة تكون 2% لمدة 50 يوما وبالتالي يكون من مصلحة المدينين إستخدام الائتمان المصرفي كلما أمكنهم ذلك حتى يمكنهم التمتع بالخصم النقدي . وعلى كل إذا فشلت المنشأة في الحصول على القروض المصرفية فقد يكون هناك من الاسباب ما يبرر استخدامها للائتمان التجاري ، وبين هذه الأسباب :

التكلفة لأنها المصدر الوحيد المتاح والسهولة وأخيرا المرونة . فيما تزيد التكلفة.¹

(ب) الإئتمان المصرفي:

تقوم البنوك التجارية بتزويد المؤسسات المختلفة بما تحتاج إليه من أموال لتمويل عملياتها التجارية ويعتبر إختيار البنك من الأمور الرئيسية التي تواجه المؤسسة التي تفكر في استخدام الائتمان المصرفي . ومن المعايير التي يستحسن على المؤسسة استخدامها في إختيار البنك ما يلي :

- لا بد أن يناسب حجم البنك مع حجم المؤسسة المقترضة .
- على المؤسسة الإختيار البنك الذي يتبع بيانات تتماشى مع حاجاته وظروفه نظرا لإختلاف البنوك فيما بينها .
- يلاحظ أن البنك في حالة درايته قخبيرته بعمليات المؤسسة يكون قادرا على مدها بالمشورة المالية .
- يجب على المؤسسات أن تتجنب التعامل مع البنوك التي لا تتمتع بعلاقات جيدة مع البنوك الأخرى أو مع البنك المركزي .

1 - محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية و التمويل ، الصفحة 434-435 .

• ينبغي تعامل مع البنوك القوية ذات المركز المالي السليم والمستقر و أما أهم أنواع

القروض التي تمنحها البنوك هي:

1- القروض الغير مكفولة بضمان غير معين:¹

في حالة القروض غير مكفولة بضمان يسمح للمؤسسة بالإقتراض بشرط أن لا يزيد المبلغ المقترض عن قيمة محددة في أي وقت ، ويطلق على هذا الحد الأقصى بالإعتماد ، وعادة ما يضع البنك شروطين عند فتح أي إعتماد ويعرف الشرط الأول بالرصيد المعوض حيث يطلب من المقترض الإحتفاظ بنسبة معينة في حسابه لدى البنك ولاشك أن هذا الشرط يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال المقترضة إلا إذا كان المقترض يحتفظ بمثل هذا الرصيد والشرط الثاني: هو وجوب قيام العميل سداد قروضه مرة واحدة على الأقل كل سنة، وهذا وجوب قيام العميل بسداد قروضه مرة واحدة على الأقل كل سنة وهذه القروض من النوع قصيرة الأجل وأن لا يتخذها العميل على المصدر تمويل طويل الأجل بالإضافة لإشتراط البنك باتباع سياسات مالية معينة طوال هذه فترة القرض وعادة ما يكون هناك قيود التي تحدد مقدار هذا القرض تذكر منها سياسة تنويع وتوزيع الأخطار التي يتبعها البنك التي تتطلب وضع حد أقصى للأموال التي تمنح للعميل الواحد والنوع الثاني من القيود يتعلق بالمركز الائتماني للعميل .

(1) قروض المكفولة بضمان :

وهي نوع من القروض المصرفية حيث تكون مكفولة بضمان وهذا الضمان إما أن يكون شخص آخر أو أصل معين كالحسابات المدينة أو أوراق القبض أو أوراق مالية أو بضائع والقاعدة هنا أن البنوك لا تمنح عملاتها القروض المطلوبة للقيمة العادلة للضمان المقدم بل تحتفظ

1 - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية :مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2000،

بنسبة من الضمان لتغطية أخطار انخفاض قيمتها هناك العديد من الأسباب التي تشجع على استخدام الائتمان المصرفي بالقروض المصرفية.

غالبا ما تكون متوفرة بسهولة أكبر وخاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة وفي الغالب نجد أن الائتمان المصرفي أقل تكلفة من القروض طويلة الأجل والائتمان التجاري.

• ثانيا : مصادر التمويل طويلة الأجل

يمكن القول بشكل عام بأن الهيكل المالي لمعظم المؤسسات يتضمن حقوق الملكية (التمويل الممتلك) ، وتنشأ هذه الحقوق بشكل أساسي من المدفوعات النقدية التي يقدمها المالكين لشراء الأصول المطلوبة لبدء بعمليات المؤسسة ، يمكن أن تزداد حقوق الملكية عن طريق إحتجاز الأرباح لإعادة استثمارها في عمليات المؤسسة وضمن هذه الفترة سيتم إستعراض مصادر التمويل الممتلك . متوسط وطويلة الأجل ويمكن تقسيم المصادر الرئيسية لتمويل طويلة الأجل إلى الأقسام التالية:

(1) الأسهم العادية: ¹

(أ) تعريف الأسهم العادية: هي وثيقة ذات قيمة إسمية واحدة تطرح للإكتتاب العام ولها قابلية على تداول وغير قابلة للتجزئة من قابل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد أي أنها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات إستحقاقها.

وهذا النوع عن حصة في ملكية المؤسسة يحق لصاحبها الحصول على الأرباح بغرض تسديد الإلتزامات تجاه الآخرين كما يحق له حضور اجتماعات الجمعية العمومية والتصويت وكل سهم يمثل صوتا واحدا .

¹ - عبيد علي أحمد الحجازي ، مصادر التمويل ، دار النهضة العربية ، مصر ، 2001 ، ص26

1-1) خصائص الأسهم العادية: تتميز بخصائص إيجابية وسلبية تتمثل فيما يلي

- لا يجوز لحامل السهم العادي مطالبة المؤسسة المصدرة باسترجاع قيمته وله أن يعرض أسهمه في السوق المالية.

- حامل السهم العادي ليس له الحق في المطالبة بنصيبه من الأرباح إذا حققت المؤسسة نتيجة إيجابية مالم يتقرر توزيعها أو نسبة منها أما في حالة ما إذا تقرر توزيعها فله الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح و تحدد مسؤولية حامل الأسهم بما يتوافق مع حصته في رأس مال المؤسسة.

- لحامل الأسهم الحق في التصويت بجمعية العامة حق المشاركة في الانتخاب هيئات التدبير أو عزلها.

- المصادقة على عقود الشركة، المصادقة على القانون الأساسي أو تعديله وهذا بما يتناسب مع عدد الأسهم التي يحوزها بما يقابلها من حق في التصويت وفق القانون الأساسي للمؤسسة.

- في الإفلاس لا يوجد ضمان للإسترداد القيمة التي دفعت لشراء السهم وقد لا يحصل أي شيء منها.

ب) الأسهم الممتازة:

يطلق على الاسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات وهي تصنف ضمن بنود حقوق الملكية للمؤسسة إلا أنها تختلف عن الأسهم العادية إذ يكون لها الأولوية عن الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح كما لها الأولوية في السداد في حالة التصفية على أن يتم السداد بالقيمة الاسمية للأسهم فقط ،وفي حالة تحقيق أرباح في المؤسسة لا يشترط ضرورة توزيع الأرباح لحملة الأسهم الممتازة ، إذ أنه قد ينص بأن يكون من حق حملة الأسهم الممتازة الحصول على توزيعات مجمعة تغطي الأرباح التي كانت مستحقة

لهم في السنة السابقة لم تقم المؤسسة بتوزيعها . ولا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة .

-وهنا يثار سؤال حول ما إذا كانت هذه الاسهم الممتازة جزء من حقوق الملكية أم أنها جزء من الديون ؟

-يمكن القول رغم أن الأسهم الممتازة لها طبيعة الديون من حيث ثبات الارباح الموزعة لها والالتزام بسداد قيمتها الاسمية عند التصفية ، إلا أنها لا تعد ديون على المؤسسة ولا يترتب على عدم سداد أرباحها إفلاس للمؤسسة ، كما أن توزيعات الأرباح الخاصة بها لا تخصم من الوعاء الضريبي.¹

ج) الأرباح المحتجزة:

-تمثل الأرباح المحتجزة أحد أهم مصادر للتمويل الذاتي الذي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل ، وتمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المؤسسة أو لم تضعه كاحتياطات للمؤسسة ، وتستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها كما تستخدمها أيضا لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح أو يتم فيها تحقيق فيها خسارة . وتعمل الارباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الإقتراضية للمؤسسة .

1 - حسين عطا غنيم ، دراسات في التمويل ، المكتبة الأكاديمية ، مصر : 2005 ، ص504

المطلب الثالث : العوامل المحددة و المساهمة في إختيار الهيكل المالي الأمثل

تحدد المؤسسة تركيبة مستهدفة لرأس المال التي هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب فيه من قبل الإدارة التي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم المؤسسة في السوق المالي، وهذه التركيبة تتأثر بعوامل المتمثلة فيما يلي ¹:

تختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من المحددات الكمية التي تؤثر قرارها المالي، هذه المحددات تتمثل في العناصر التالية:

-**الربحية:** تشير الى الربح منسوباً الى بعض المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل، والربحية تقيس الكفاءة التشغيلية للمؤسسة وأا تكمن في الأطراف التي لها مصلحة بارتفاع هذه الكفاءة من مراقبتها، والكفاءة التشغيلية تعني قدرة المؤسسة على تحقيق العوائد وهي هدف أساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري (الكافية للمالكين، المقترضين والعاملين .لبقاءها واستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة.

-**السيولة:** تعتبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل المتوقعة منها وغير المتوقعة عند استحقاقها من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية .حيث تسمح السيولة بتعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها، و تمكنها من الوفاء بتسديد التزاماتها، ووجود السيولة في المؤسسة يعطي لها المرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مجابهة متطلبات النمو، التوسع ومواجهة الأزمات الطارئة عند وقوعها.²

¹ - محمد أيمن عزة الميداني، مرجع سبق ذكره ، ص. 576-578.

² عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006، ص 404. -

-**المردودية:** تعرف المردودية على أن ذلك العائد المحقق وراء توظيف الأموال واستثمارها وتقاس مردودية المؤسسة بمدى مقدار هذه الأخيرة على تحقيق أرباح من خلال نشاطها المالية الموضوعة تحت تصرفها والمردودية بصفة عامة هي نسبة النتائج المحققة إلى الوسائل المردودية: (الاقتصادية، المالية و التجارية).

-**معدل النمو:** تكمن قيمة المؤسسة و ثروة مالكيها في القيمة الحالية للفوائد التي تنشئها الأصول الموظفة من جهة، ونموها من جهة أخرى، فالمؤسسات التي تملك إمكانيات النمو العالية يكون لديها احتياجات تمويل كبيرة مما يدفعها للجوء إلى الاستدانة بالمقام الأول، خاصة مصادر التمويل الأقل تأثير بظاهرة عدم التناظر في المعلومات، كالقروض القصيرة الأجل¹

-**حجم المؤسسة:** يؤثر حجم المؤسسة على نسبة الاقتراض في تشكيلة الهيكل المالي، حيث تتخفص احتمالات الإفلاس في المؤسسات كبيرة الحجم مقارنة بالمؤسسات صغيرة الحجم. إن حجم المؤسسة يلعب دورا كبيرا في مقدرا على الاقتراض أو الاعتماد على المصادر الداخلية، فالحجم يظهر ضمن العوامل التي لها أثر على نسبة الاستدانة وهو السبب الذي يجعل المؤسسة أما ما يدفع المؤسسات كبيرة الحجم إلى التنوع الصغيرة تتجه أكثر إلى الاقتراض قصير الأجل تتعرض لدرجة مخاطر أقل وهو ما يخلق لديها الدافع لزيادة الأموال المقترض .

-**هيكل الأصول:** يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصورة عديدة، فالمنشآت التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة، وخاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير، تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة (المثال على هذا النوع من المنشآت هو شركات المرافق العامة)، ومن ناحية أخرى الشركات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون والتي تتوقف قيمتها

¹ حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوارق للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 193

على استمرار تحقيق الشركة للأرباح، تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل وإن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل ولكن بدرجة محدودة - معدل الفائدة: يؤثر معدل الفائدة على اتخاذ قرارات التمويل تأثيرا كبيرا، فكلما انخفض معدل الفائدة كلما زاد الطلب على التمويل في سوق الأموال والعكس العكس.

بالإضافة إلى المحددات الكيفية للهيكل المالي هناك محددات كيفية تأخذ بعين الاعتبار عند اختيار الهيكل المالي الأمثل، وتتمثل في¹:

-**الملائمة**: تعرف الملائمة على مدى توافق وملائمة أنواع الأموال المستخدمة من مصادر التمويل المختلفة لطبيعة الاستخدامات في الأصول والعمليات التي ستقوم هذه الأموال بتمويلها .

-**المرونة**: وهي قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعا للتغيرات في الحاجة للأموال.

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوارث للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 358.

المبحث الثاني: نظريات أساسية لتحليل الهيكل المالي.

من خلال هذا المبحث سنتعرف إلى أهم النظريات الأساسية لتحليل الهيكل المالي .
-نظرية الهيكل المالي في ظل كمال الاسوال وهي نظرية تقليدية ، ونظرية عدم كمال الأسواق وبعض النظريات المالية الحديثة في إختيار الهيكل المالي .

المطلب الأول : الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق

الفرع الأول : نظرية الربح الصافي

الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق¹

1/ نظرية الربح الصافي : ينصب مفهوم مدخل الربح الصافي NI على المؤسسة وعن طريق القروض "الرفع المالي" لها إمكانيات رفع قيمتها السوقية أو تخفيض التكلفة الكلية للأموال ، ويستند تحليل المدخل الصافي NI إلى القروض التي إعتد عليها المدخل التقليدي والتي سنتناولها لاحقاً إلى جانب بعض القروض الأخرى والتي نذكر منها ما يلي :

-إن إستخدام القروض في الهيكل المالي للمؤسسة لن يغير الخطر بالنسبة للمساهمين ولذلك تبقى من K_d , K_e ثابتة مع التغيير في درجة الرفع المالي .
- $K_d = R/D$ حيث R قيمة الفوائد ، D قيمة القروض .

- $K_e = L/P + g$ حيث L هي نصيب السهم من الأرباح المحققة ، E نصيب السهم من الأرباح الموزعة ، p القيمة السوقية للسهم ، g معدل نمو الأرباح ($g = 0$) تحت فرضية ($g \cdot 0 \cdot E = L$) تصبح العلاقة كتالي $K_e = e/P$

- K_d : و تكلفة الديون

K_e تكلفة لأموال الممتلكة

¹ عبيد علي أحمد الحجازي ، مصادر التمويل ، دار النهضة العربية ، مصر ، 2001 ، ص26

-تكلفة الأموال المقترضة أقل تكلفة من الأموال الملكية Ke/kd من خلال الفروض سابقة ، نستخلص أن الإستخدام المتزايد للقروض يخفض من المتوسط المرجح للتكلفة الأموال وعليه يرفع من القيمة الكلية للمؤسسة من خلال إرتفاع قيمة السهم ;

ولإيجاد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة وفقا للمدخل الربح الصافي نقوم بفرض عدة مستويات للإقتراض، ومستوى الإقتراض الذي يحقق أدنى تكلفة كليا للأموال وأعظم قيمة سوقية للمؤسسة هو الذي يمثل مستوى الإستدانة الأمثل وعلى اساسه الهيكل المالي الأمثل .

فعلى سبيل المثال إذا كانت إحدى المؤسسات تعتمد على حقوق الملكية فقط وتبلغ تكلفتها 20 % فإذا قررت المؤسسة إصدار سندات بسعر 12% فإن هذا لن يؤدي إلى أي تغيير في تكلفة حقوق الملكية(معدل العائد الذي يطلبه الملاك ، وبالتالي تزداد القيمة السوقية للمؤسسة .

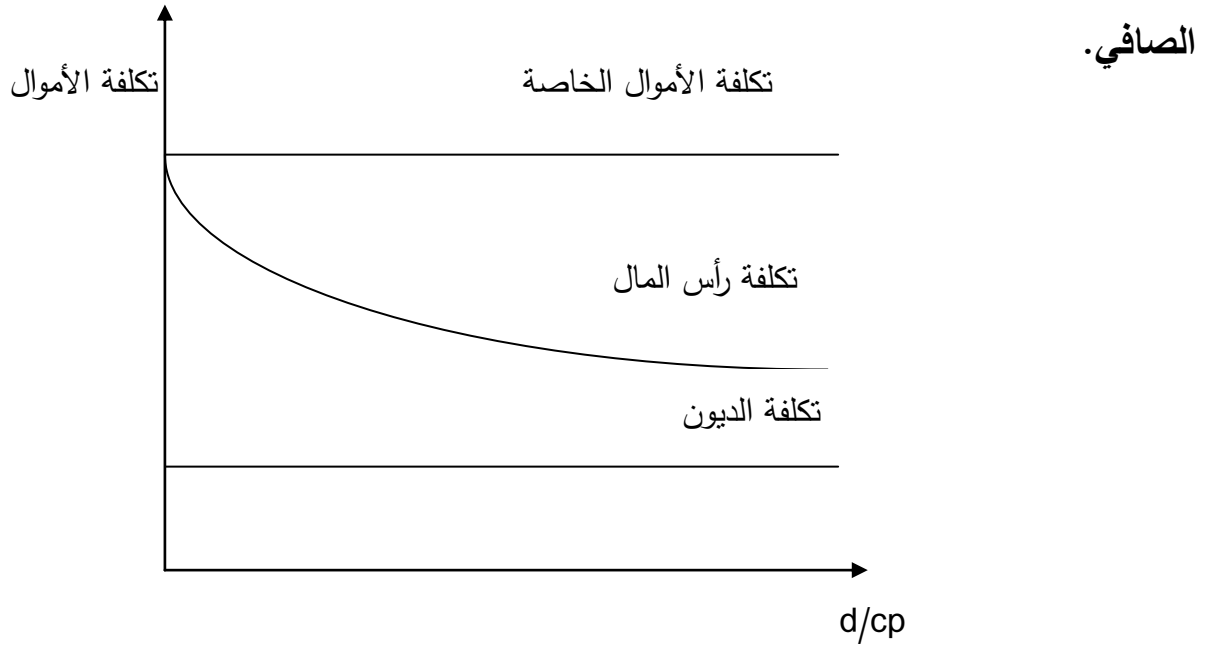
ويمكن عرض هذا التحليل على أساس إمتداد لطرق حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال وتحسب بالعلاقة التالية :

$$K_O = (D + CP)k_d + (cp/d + cp)k_{ep}$$

حيث:

K_O : التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (تكلفة الأموال)
cp الأموال الخاصة.

العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح



المصدر تبر زعود ، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية ، مذكرة

ماجستير، جامعة ورقلة 2009 ص 56

الفرع الثاني : نظرية ربح العمليات¹

يفترض هذا المدخل ثبات تكلفة الأموال بغض النظر عن مكونات الهيكل المالي وبالتالي فإن تشكيلة الهيكل المالي لن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة ما دام تكلفة الأموال ثابتة .

حسب نظرية صافي ربح العمليات ، فإن كيفية تكوين الهيكل المالي وتوزيعه بين الأموال الخاصة والديون لا أهمية لها ، حيث ان قيمة المؤسسة تظل ثابتة في كل الأحوال .

ويقوم مدخا صافي ربح العمليات على بعض الفروض الإضافية للفروض السابقة وهي كالاتي:

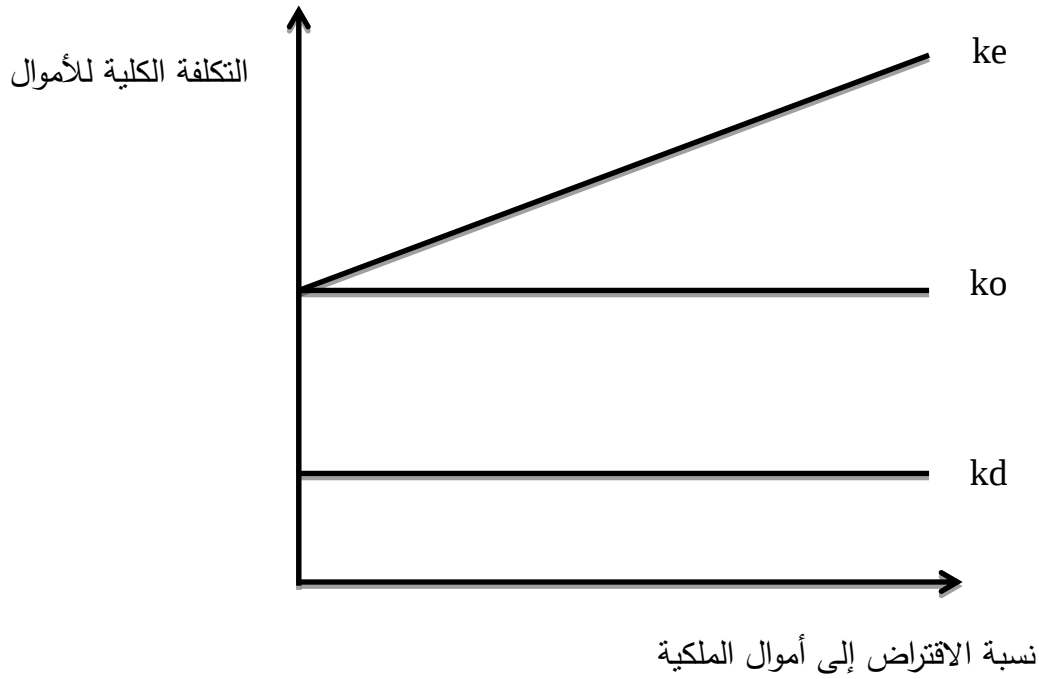
1- تكلفة أموال الاقتراض K_d ثابتة ;

¹ محمد شعبان ، نحو إختيار الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية مذكرة، ماجستير، جامعة بومرداس 2010 ص 02

- 2- تكلفة أموال الملكية K_e متغيرة ، إستجابة للتغيير في درجة المخاطرة لحملة الأسهم الناتج بدوره عن إستخدام المؤسسة لأموال الإستدانة ؛
- 3- أهمية للتفريق بين أموال الملكية والقروض ، لأن تقييم السوق للمؤسسة يأتي ككل .
- 4- نفرض أن التكلفة الكلية للأموال تتعلق فقط بعنصر خطر الأعمال فإذا فرضنا ثبات عنصر المخاطرة أصبحت التكلفة الكلية للأموال K_o ،
- 5- تكلفة أموال الملكية K_e أكبر من تكلفة أموال الإستدانة K_d .

انطلاقاً من الفروض التي يقوم عليها مدخا صافي ربح العمليات نستنتج أن التكلفة الكلية للأموال ثابتة K_o ، نتيجتا لثبات تكلفة الإقتراض ، وتغير تكلفة أموال الملكية التي تزداد مع إزدياد حضور الإستدانة في الهيكل المالي ، نتيجة لإرتفاع المخاطر التي تتبع المساهمين بالمطالبة بالزيادة العائد المطلوب وعليه فإن التكلفة المنخفضة التي تتميز بها أموال الإقتراض سوف يعرضها للإرتفاع تكلفة أموال الملكية ، ما يجعل تكلفة الكلية للأموال ثابتة دون تغيير مهما تغيرت التركيبة الهيكل المالي ، والشكل رقم (2) يوضح لنا أثر الإستدانة على التكلفة الكلية للأموال و على تكلفة أموال الملكية

الشكل رقم 2 أثر الإستدانة على تكلفة الأموال حسب مدخل صافي ربح العمليات



المصدر: منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، الادارة المالية
مدخل تحليل معاصر طبعة السادسة المكتب العربي للنشر الإسكندرية 2004 ص 185

الفرع الثالث: نموذج مودكلياني وميلر في ظل غياب الضرائب
نظرية إنعدام الهيكل المالي الأمثل.

نظرية مودكلياني و ميلر في ظل عدم وجود الضرائب:¹

يتم التعرف على نظرية Modigliani et Miller من خلال التطرق إلى الفرضيات والمحتوى
كالتالي:

- أولاً: فرضيات النموذج ° أسواق رأس المال كاملة (لا وجود لعدم تماثل المعلومة)؛ • عدم وجود تكاليف للصفقات والمعاملات؛ • غياب الضرائب؛ • سياسة الاستثمار في المؤسسة ثابتة؛
- أن المؤسسات يمكن وضعها في فئات، كل فئة تحمل نفس درجة المخاطرة.

¹ - دريد كامل الشبيب (2004)، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، ص 100.

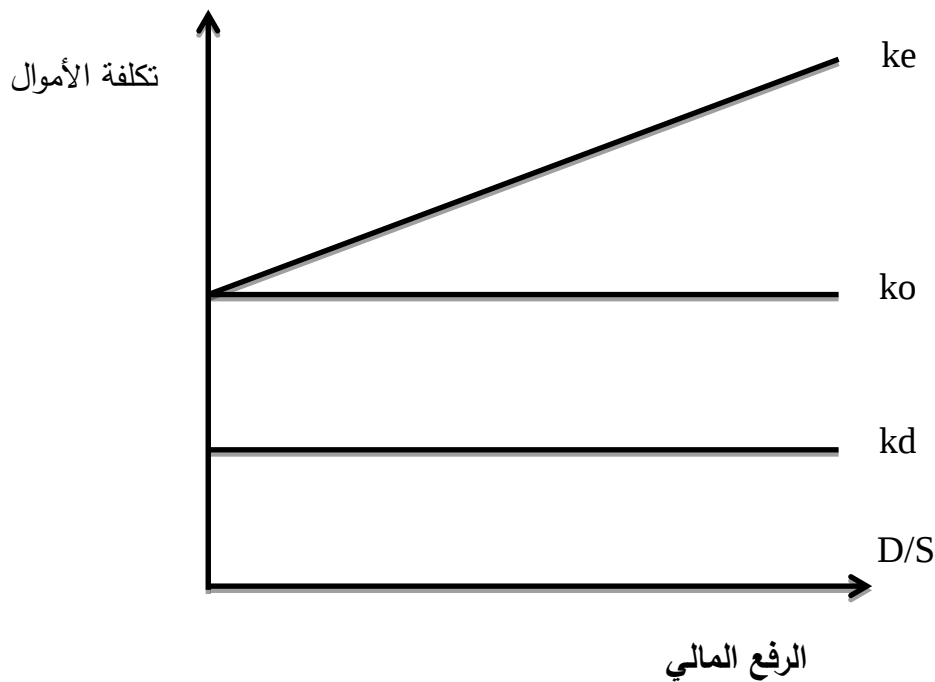
ثانيا : محتوى النموذج

تعتبر هذه النظرية من أبرز الإنجازات في دراسات التمويل إذ تنفي أي علاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة نميز بين مرحلتين في تصور هذا النموذج الذي يعتمد على كمال الأسواق.

- المرحلة الأولى (1958) : دون وجود أثر الضريبة، مع أثر معلوم الأثر رافعة الاستدانة (امتصاص للأثر الإيجابي الأمل مردودية الأموال الخاصة بواسطة الأثر السلبي للمخاطر المالية)، وفي هذه المرحلة يكون الهيكل المالي حيادي في تحديد قيمة المؤسسة وبالتالي عدم وجود هيكل مالي أمثل. يمكن استخلاص النتيجة التالية:

أن الهيكل المالي لا يؤثر في قيمة المؤسسة، كما أن التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل، والمنحنى التالي يبين ذلك.

الشكل (1-1): نموذج Modigliani et Miller في حالة انعدام ضرائب¹



منير إبراهيم صالح ، تأثير الوفورات الضريبية ، تكلفة إفلاس والوكالة على نسبة إقتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة ص93
الهندي¹

المطلب الثاني الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق الفرع الأول : نظرية مودكلياني وميلر في ظل وجود الضرائب نظرية مودكلياني وميلر في ظل وجود الضرائب¹:

- المرحلة الثانية (1963) : مع الأخذ في الاعتبار أثر الضريبة، بفعل خاصية قابلية التخفيض الضريبي للمصاريف المالية، حيث يكون للديون دائما أثر إيجابيا على قيمة المؤسسة مهما كان مستوى هذه الديون حينها هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة هو الهيكل الذي نحصل عليه عند مستوى الاستدانة الأقصى، أي عند الوضعية غير العقلانية لمؤسسة بدون أموال خاصة أو بشكل أدق بدون رأس مال اجتماعي

الفرع الثاني : الهيكل المالي وتكلفة الإفلاس.

الهيكل المالي وتكلفة الإفلاس²:

يخلق الاقتراض جملة من الالتزامات المتعلقة بالتسديد والتي تزيد من خطورة أن المؤسسة قد تتعرض لأزمة في خزينتها لا يمكن تفاديها والتي قد ترهن نشاطها، وهذا يعني عدم واقعية افتراض ثبات تكلفة الديون مهما كان معدل أو حجم الاقتراض؛ ففي حالة التصفية قد يكون المقرضون أقل تأثرا من المساهمين إلا أنهم ليسوا متأكدين تماما من إمكانية استرجاع كل أموالهم على الأقل في الآجال المتفق عليها.

من جانب آخر يمكن أن تكون للمساهمين مصلحة في تمويل مشاريعهم عالية الخطورة عن طريق الديون من أجل تحميل المقرضين بنسبة من المخاطر التي يتعرضون لها، وهو ما يدفع المقرضين في هذه الحالة إلى طلب ضمانات، وكذا إلى رفع المعدلات التي يطالبون بها على قروضهم.

تكلف عملية تصفية الشركات المفلسة جملة من المصاريف منها مباشرة وأخرى غير مباشرة

- التكاليف المباشرة: وتتضمن ما يلي: - أتعاب المحامين؛

منير إبراهيم صالح ، تأثير الوفورات الضريبية ، تكلفة إفلاس والوكالة على نسبة إقتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة ص100
الهندي¹

2 Alain Chauvel, Gilles Fournier, Claude Raimbault (2001), Manuel d'évaluation des procédés, TECHNIP, Paris.

- مصاريف إجراءات التصفية ('Procédures de liquidation'): - مجهودات المساهمين في سعيهم للحصول على حق تصفية الشركة

1- التكاليف غير المباشرة:¹ تشمل ما يلي: - طلبات ملغاة (خوفا من عدم قدرة تلبيةها)؛

- مجهودات المساهمين في سعيهم للحصول على حق تصفية الشركة.

2- التكاليف غير المباشرة: تشمل ما يلي: - طلبات ملغاة (خوفا من عدم قدرة تلبيةها)؛

- تقلص حجم قروض الممولين (حسابات الذمم خوفا من عدم حصولهم على مستحقاتهم؛ - تأثيرات على الإنتاجية (إضرابات، وسائل غير مستغلة بطاقتها القصوى...)؛ - استحالة حصولها على التمويل اللازم (حتى ولو كانت المشاريع ذات مردودية معتبرة)؛ - تكاليف بشرية (جاء فقدان إطاراتها وكفاءاتها).

حتى ولو لم تصل الشركة إلى حد إشهار إفلاسها، فإن المؤسسة ذات نسبة الاقتراض العالية ستواجه جملة من تكاليف سوء التسيير المفروضة عليها والتي من شأنها أن تؤثر سلبا على قيمتها، ونعني بها مثلا: محاولات تقليص مصاريف البحث والتطوير، مصاريف الصيانة، التكوين، وكذا التسويق سعيا منها لمواجهة أجال استحقاق القروض، علاوة على صعوبة إيجاد مصادر تمويل جديدة لمشاريع استثمارية ذات مردودية عالية. كما أن المردودية الاقتصادية المستقبلية على أصول المنشأة هي مردودية متوقعة وليست أكيدة، وعليه فيمكن القول إنه وانطلاقا من مستوى معين من الاقتراض، يبدأ خطر عدم قدرة سداد الديون على الظهور وأن السوق المالي سيبدأ يأخذ في الحسابان تكاليف الإفلاس الكامنة.

1 Alain Chauvel, Gilles Fournier, Claude Rimbault (2001), Manuel d'évaluation des procédés, TECHNIP, Paris p 53.

الفرع الثالث الهيكل المالي ونظرية التسوية

الهيكل المالي ونظرية التسوية¹

إن العلاقة بين تكاليف الإفلاس والوفرات الضريبية للديون تعرف

بما يسمى نظرية التسوية أو الحل الوسط

إن هدفها هو كشف أن الهيكل المالي الأمثل

لا يتحقق إلا عند التوازن بين المتغيرين (الإفلاس والوفرات الضريبية).

بالنسبة لنظرية التسوية الحل الوسيط) نسبة الاستدانة التي تقوم عليها مميزات وتكاليف مرتبطة بالاستدانة، كما رأينا سابقاً، ثم إن المؤسسات سوف يعدلون هيكلهم المالي ليصلوا إلى نسبة الاستدانة التي تعتبر كنسبة مستهدفة لأنها تعظم قيمة المؤسسة. إن رفع معدل الاستدانة لمؤسسة له 03 آثار : 1- أثر الرفع المالي؛ 2-الأثر الجبائي؛ 3-خطر الإفلاس.

حيث يتضح أثر كل منهم على قيمة المؤسسة كما يلي:

- بن الرفع المالي لا يغير من قيمة المؤسسة إذا كان الرفع المالي يلعب أثر وحده وخطر الإفلاس والوفر الضريبي مستبعد فإن قيم المؤسسة المستدينة هي نفسها لمؤسسة تم تمويلها كلها بالأسهم.

- الأثر الجبائي يرفع من قيمة المؤسسة بالقيمة الحالية للوفر الضريبي

-خطر الإفلاس يخفض من قيمة المؤسسة بالقيمة الحالية التكاليف الإفلاس في السوق ، الديون توفر أثرين للمؤسسة: 1-المنفعة الضريبية المرتبطة بخصم الفوائد، ما هي إلا الوفرات الضريبية المرتبطة بالديون وفي هذه الحالة الديون تخلق قيمة للمؤسسة من خلال القيمة المالية للوفرات الضريبية

2-أثر سلبي مرتبط بتكاليف الإفلاس، القيمة الحالية لهذه التكاليف تعاقب قيمة المؤسسة، ويتعلق الأمر في انخفاض القيمة الحالية والوفرات الضريبية.

¹ عبد الغفار حنفي (1993م)، الإدارة المالية المعاصرة، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، ص 70.

في سوق غير كاملة الأثرين نجد ثان في وقت واحد لتحديد القيمة المؤسسة المستدينة من خلال مؤسسة متشابهة معها في التقاط غير أنها ليست مستينة

المطلب الثالث : الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة.

الفرع الأول: نظرية الوكالة

-نظرية الوكالة: The Agency Theory¹

إن كلفة الإدارة المكلفة بإدارة المؤسسات نيابة عن مالكيها وسواء أكانت مالية أو غير مالية تمثل قضية مهمة، لأنها قد تؤدي إلى ظهور إدارات تعمل بصورة غير كفؤة واختيار مدخلات أو مخرجات تتلاءم مع رغباتهم، أو بمعنى آخر أنهم يفشلون في تعظيم قيمة المؤسسة. وكننتيجة فإن أثر الكلفة الخارجية تساوي الخسارة أو الانخفاض في قيمة المؤسسة الناتجة عن الإدارات التي تهتم بتعظيم منافعها الشخصية بدلا من تعظيم قيمة المؤسسة.

أشاروا Jensen and Mockling (1976), and Myers (2001) Harris and (1991) Raviv بأن اختيار هيكل رأس المال المناسب من الممكن أن يؤدي إلى التخلص من مثل هذه الكلفة، وتتمثل فرضية كلفة المؤسسة بأن زيادة الرافعة المالية أو انخفاض نسبة حقوق الملكية تؤدي إلى تخفيض تكاليف المؤسسة الناجمة عن التمويل الخارجي، وتعمل على زيادة قيمة المؤسسة من خلال تشجيع، المدراء أو الإدارات للعمل بجد من أجل تعظيم أرباح المؤسسة، وتحقيق أهداف المالكين والمتمثلة بتعظيم الأرباح. وفي هذا الصدد أوضح (Grossman and Hart, 1982) بأن زيادة التمويل بالديون من الممكن أن تؤثر إيجابيا على المدراء وأن تعمل على تخفيض كلفة المؤسسة من خلال خفض كلفة التمويل الخارجي المتمثل بتعظيم أرباح المؤسسة، وتوفير السيولة اللازمة لدفع التزامات المؤسسة في مواعيدها، ومنح المؤسسة القدرة على التفاوض في الحصول على قروض بكلف منخفضة وشروط ميسرة.

¹ Carmichael and authors : financial accounting and general topics , john wiley sons , canada 2007

إن كلفة المؤسسات وقضية هيكل رأس المال تعد من الناحية العملية قضية مهمة للبحث وإثارة الأسئلة فيما يتعلق بالصناعة المصرفية، حيث إن هذه الصناعة تلعب دوراً مهماً في تزويد المؤسسات غير المالية بالأموال اللازمة لها، وفي تنفيذ السياسة النقدية، وكذلك في إيجاد عامل الاستقرار في الاقتصاد ككل. إن كلفة المؤسسة قد تبدو عملياً أكبر في القطاع المصرفي، وذلك لأن المصارف بطبيعتها تحتفظ بمعلومات خاصة وغير قابلة للنشر حول عملائها، وكذلك شركاءهم الآخرين في الإقراض، إضافة إلى أن البنوك تعمل على توفير الضمانات الحكومية، مما يؤثر على زيادة كلفة المصارف المتعلقة بالديون الخارجية (Harris and Raviv, 1990; Stultz, 1985).

هذا وتعمل البنوك المركزية على وضع القوانين الناظمة لعمل المصارف والتي تؤثر مباشرة على هيكل رأس المال، من خلال وضع حد أدنى لرأس المال المملوك للمصارف وكذلك الاحتياطات الإلزامية. كما تعمل البنوك المركزية وباستمرار على إجراء الاختبارات واتخاذ الاحتياطات والتدابير التي من شأنها أن تعمل على خفض أو تقليل مخاطر الضغوط المالية ومواجهة خطر الإفلاس والتصفية. وهذا من شأنه أن يعمل على خفض كلفة المصارف المتعلقة بالديون الخارجية.¹

1 حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، طبعة 2 عمان ، 2008

الفرع الثاني: نظرية الإشارة¹

نظرية الإشارة (الاستدلال): la théorie du signal

يرجع الفضل إلى (Ross، 1977) ، الذي جاء بنظرية الإشارة ، و تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر (التماثل) في المعلومة *rasymétrie de l'information* التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية و صادقة ، فتتطلب هذه النظرية من أنه باستطاعة مدراء المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات (Signaux) خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء ، و تتمثل خصوصية هذه الإشارات في أنها صعبة التقليد و النشر من قبل المؤسسات الضعيفة.

مضمون النظرية:

تعتمد نظرية الإشارة على فكرتين هما: نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات بحيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين.

- وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا نشرك ولا تفهم بنق الأسلوب و الطريقة.

هذه الإشارات تتمثل في الصورة التي يحاول المسكرون إعطاءها لمختلف المتعاملين مع المؤسسة (المساهمين و المستثمرين) للمردودية و التوقعات المستقبلية ، و الإشارات متعددة تذكر من بينها هيكل رأس المال ، سياسة توزيع الأرباح ، أو اللجوء إلى إصدار أوراق مالية معقدة ، و هذه النظرية تقترح نموذجاً يحاول عكس جودة المؤسسة عن طريق هيكلها المالي

تقترح هذه النظرية نموذجاً يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي ، فالمستثمرون يقسمون كل المؤسسات الموجودة في السوق إلى صنفان: A و B ، بحيث أن المؤسسات التي تنتمي إلى الصنف A أحسن أداءاً من المؤسسات التي تنتمي إلى الصنف B،

و من أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين A أو B ، يحدد المستثمرون في السوق مستوى من المديونية D يسمى المديونية الحرجة

¹ نهال فريد مصطفى . مبادئ وأساسيات الإدارة المالية دار الجامعة الجديدة للنشر ،الإسكندرية ، 2003

L' endlettement critique ، بحيث المؤسسات ذات النوعية الرابعة (٨) لها قدرة على الاستدانة أعلى من D و العكس بالنسبة إلى مؤسسات المجموعة B1.

نتيجة هذه النظرية فيما يخص اختيار الهيكل المالي للمؤسسة مفادها أنه في حالة المؤسسة التي بشر مستقبلها بنتائج جيدة فإنه يجب تجنب بيع أسهم جديدة، والبحث عن وسيلة لزيادة رأس المال من خلال القروض، بحيث يتم هذا بالقرب من هيكل رأس المال الأمثل، مما يؤدي إلى تعظيم قيمة السهم من ناحية و تقنية التكلفة المرجحة المتوسطة للأموال من ناحية أخرى.

كما يمكن القول بأنه على المؤسسات المتوقع لها مستقبل غير مناسب اللجوء إلى زيادة رأس المال عن طريق إصدار وبيع أسهم جديدة لتجنب حدوث إفلاس ومشاركة المستثمرين الجدد في أي خسائر متوقعة . ومنه فإنه تفضل المؤسسات المتوقع أن يكون لها مستقبلاً جيداً التمويل عن طريق القروض، في حين أن الشركات المتوقع أن يكون لها مستقبلاً سيئاً تفضل التمويل عن طريق الرفع في الأموال الخاصة .

الفرع الثالث : نظرية التسلسل الهرمي ¹.

لقد بين krauss و Breman سنة 1987 أن لا يمكن للمؤسسات تمويل مشاريع تتميز بقيمة محددة

صافية ايجابية بإصدار أسهم بدون حدوث الاستثمار المفروض، حيث يعتمد نموذجها على مؤسستين مستدينتين ولكن بقيم مختلفة (عالية ومنخفضة) وحسب رأيهما، فإن إصدار الأسهم للاستثمار وتسديد الديون، يعتبر دلالة على أن المؤسسة في حالة جيدة.

وفي منظور (1989 constantundes et Grundy) يمكن أن تلجأ المؤسسات إلى استعمال مصادر

تمويل متعددة قصد تمويل احتياجاتها وإعادة شراء أسهمها، ويخلصان إلى نتيجة مفادها أنه لا سبب لوجود نظام

تسلسلي هرمي للتمويل، مثل الذي أشار إليه في نموذج Mayers et Majluf

¹ منير إبراهيم الهندي الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر ، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية ، 1999.

المبحث الثالث : تقييم الهيكل المالي بإستعمال مؤشرات والنسب الهيكلية المالية

تم التطرق فيه إلى المؤشرات المختلفة للتوازن المالي والنسب المالية ونسب الهيكلية المالية من أجل تحديد معرفة وضعية الهيكل المالي في المؤسسات .

المطلب الأول: مؤشرات التوازن المالي

مؤشرات التحليل المالي¹:

تسمح وسائل التحليل المالي بتشخيص وتحليل الحالة الإقتصادية والمالية للمؤسسة من الناحية المالية.

يتولد التوازن المالي للمؤسسة للمؤسسة من خلال التقارب الدائم بين سيولة الأصول وإستحقاق الخصوم

يرتكز تحليل شروط التوازن المالي على دراسة مشرا أساسيا والمتمثل في رأس المال العامل الصافي الإجمالي

1رأس المال العامل الصافي الإجمالي :

يعرف رأس المال العامل الصافي الإجمالي على أنه قسط الأموال الدائمة التي تخصصها المؤسسة لتمويل أصولها المتداولة .

ويعرف رأس المال العامل الصافي الإجمالي على أنه قسط الموارد ذات درجة إستحقاق ضعيفة التي تخصص للتعطية المتألية للأصول ذات درجة سيولة مرتفعة غير أن المساواة بين الأصول المالية والخصوم المالية يتم حساب رأس المال العامل الصافي الإجمالي وفق طريقتين :

¹ florent deisting, jean-pierre lahille (2013) , analyse financière , dunod , paris.

1-1 الطريقة الساكنة:

يحسب رأس المال العامل الصافي الإجمالي من خلال الفرق بين الأموال الدائمة و الأصول الثابتة.

رأس المال العامل الصافي الإجمالي = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة

الأموال الدائمة = الأموال الخاصة + الديون طويلة متوسطة وطويلة الأجل.

الأصول الثابتة = القيم الثابتة + القيم الثابتة مؤقتا

1-2 الطريقة الحركية¹:

يحسب الراس المال العامل الصافي الإجمالي من خلال الفرق بين الاصول المتداولة ذات درجة السيولة المرتفعة والديون قصيرة الأجل ذات درجة إستحقاق مرتفعة.

رأس المال العامل الصافي = الأصول المتداولة - الديون قصيرة الأجل

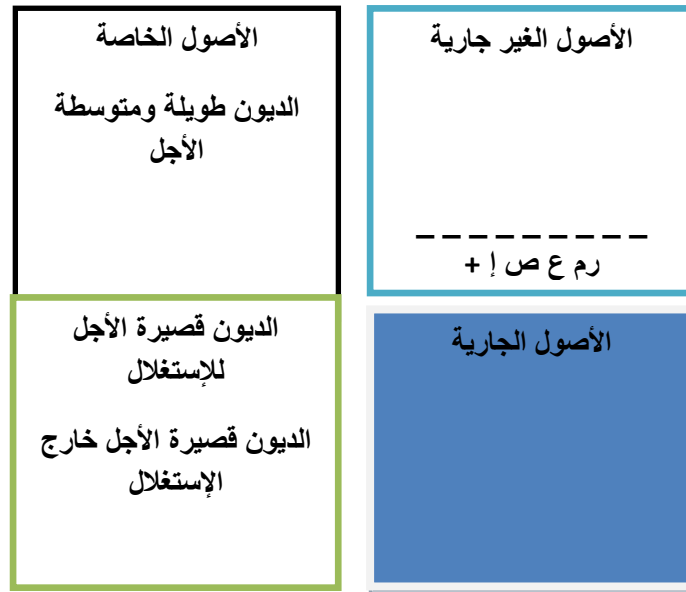
الأصول المتداولة = قيم الإستغلال + القيم المحققة + القيم الجاهزة

الديون قصيرة الأجل ديون الإستغلال + ديون خارج الإستغلال

بيانيا يمكن حساب راس المال العامل الصافي الإجمالي حسب الشكل التالي

¹ Crian walsh (1998) ,les ratios clé au management , village mondiale , paris , p: 33.

شكل 1



1-3 تطور رأس المال العامل الصافي الإجمالي :

من الناحية العملية يخضع رأس المال العامل الصافي الإجمالي لعدة تذبذبات خلال الدورة تحدث هذه التذبذبات أو التغيرات على مستوى الأموال الدائمة وكذا الأصول الثابتة

1-3-1 تغيرات في الأموال الدائمة : ¹

تكون هذه التغيرات ذات طابع داخلي وخارجي :

المصادر الداخلية :

-الطاقة التمويلية الذاتية

-التنازل على بعض من الأصول الثابتة

¹ لطرش وليد وعياد السعدي ،الإدارة المالية الحديثة مدخل لتحليل القوائم المالية ، دار النشر جيطلي الجزائر سنة 2017

المصادر الخارجية :

-الزيادة في رأس المال

-القروض الممنوحة

-المدخلات على القروض والودائع ... إلخ

1-3-2 تغيرات الأصول الثابتة :

-الزيادة في الإستثمارات

-شراء سندات المساهمة

-تخفيض رأس المال من خلال إقتطاعات المستغل

تسديد القروض طويلة الأجل .

1-4 أهمية رأس المال العامل الصافي الإجمالي :

يعتبر كهامش أمان مالي يمكن المؤسسة من التمويل وإن عدم التطابق المحدث في الآجال

تحقيق الأصول المتداولة وكذا تحقيق ديمومة التوازن المالي .

يساعد رأس المال العامل الصافي الإجمالي الموجب للمؤسسة من مواجهة الأخطار

المحتملة متعلقة بتحقيق عناصر الذميمة لأقل من سنة ومن جهة آخر تمكن من إعطاء

حكم ملائم على الحالة الإقتصادية والمالية للمؤسسة .

5- أنواع رؤوس الأموال العاملة :¹

وأیضا إضافة إلى الرأس المال العمل الصافي الإجمالي تستطيع المؤسسة حساب رؤوس الأموال

عاملة الأخرى تمكنها من معرفة بدقة مصدر التوازن أو اللاتوازن لهيكلها المالي ونجد

¹ د شيجة خميسي التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة للنشر والتوزيع -الجزائر 2013

1-5-1 رأس المال العامل الخاص :

يحسب بطرح الأصول الثابتة من الأموال الخاصة التي ساهمت جزئيا أو كليا في تمويلها .

رأس المال العامل الخاص = الأموال الخاصة - الأصول الثابتة
يسمح <حرم ع خ> بمعرفة مدى تمويل الأصول الثابتة بواسطة الأموال الخاصة دون الاعتماد على الديون ذات المدى الطويل والمتوسط .

1-5-2 رأس المال العامل الأجنبي :

يمثل مجموع ديون المؤسسة والتي تحصل عليها لتمويل نشاطها.
أو يمثل فائض الأصول المتداولة على الأموال الخاصة .

رأس المال العامل الأجنبي = الخصوم الغير جارية + الخصوم الجارية

أو مجموع الأموال الأجنبية = مج الديون

1-5-3 رأس المال العامل الإجمالي :

يبين مدى توظيف المؤسسة لأموالها بما يتوافق مع طبيعة نشاطها.
* رأس المال العامل الإجمالي = مج الأصول المتداولة
* رأس المال العال الإجمالي = رأس مال عامل الخاص + رأس مال عامل الأجنبي

(6) إحتياجات رأس المال العامل : BFR¹

من الجانب المالي لا بد أن يكون هناك توافق بين درجة السيولة أصول الدورية ودرجة استحقاق الخصوم الدورية .

¹ د خميسي شيحة مرجع سبق ذكره ص 88

حيث أنه حقيقة غالباً ما تكون هذه القاعدة المالية صعبة التحقيق نظراً لعدم تحقيق بعض الأصول الدورية في آجالها العادية إذن تصبح سيولة هذه العناصر ضعيفة مقارنة مع إستحقاق عناصر الخصوم قصيرة الأجل .

يؤدي عدم التوافق بين هذين المعيارين (السيولة و الإستحقاق) إلى ظهور "احتياجات رأس المال العامل" في الحالة المعاكسة "فائض مالي للإستغلال"

تتشكل الاحتياجات لرأس المال العامل من مكونين

BFREX الاحتياجات لرأس المال العامل للإستغلال

BFRHEX الاحتياجات لرأس المال العامل خارج الإستغلال

(7) الخزينة : TN

يعد رأس المال العامل الصافي الإجمالي و احتياجات رأس المال العامل كمؤشرين ماليين متكاملين يمثل الأول الجهد المبذول من طرف المؤسسة لمواجهة تمويل إحتياجاتها المتولدة عن نشاطها للإستغلال بواسطة الأموال الدائمة ويمثل الثاني مبلغ إحتياجات الإستغلال وخارج الإستغلال غير مغطاة بواسطة الموارد الدورية للإستغلال وخارج الاستغلال يسمح هذين المؤشرين الماليين بتحديد مستوى الخزينة أي :

الخزينة = رأس مال العامل الصافي الإجمالي - إحتياجات رأس المال العامل

ويمكن حساب الخزينة من خلال الفرق بين القيم المتاحة من جانب الأصول والديون البنكية قصيرة الأجل من جانب الخصوم .

الخزينة = قيم متاحة - ديون بنكية قصيرة الأجل

المطلب الثاني: النسب المالية¹

2- النسب المالية :

هي علاقة كسرية بين قيمتين لحسابين من الجداول النهائية للمؤسسة يجب أن تكون قابلة للقياس واث علاقة مالية يتم مقارنة النسبة مع نفس النسبة لسنوات سابقة أو مع قيمة مرجعية أو مقارنة لنفس النسبة مع مؤسسة منافسة.

2-1 أنواع النسب.

2-1-1 نسب التمويل : تقيس مدى اعتماد المؤسسة على أموال الغير في تمويل نشاطها
تظم:

(أ) نسبة التمويل الدائم :

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

يدل هذا المؤشر على نسبة التغطية المالية للأصول الثابتة بواسطة الأصول الدائمة من الأحسن أن يكون أكبر من 1.

إن تسجيل نسبة موجبة يعني :

-وجود رأس مال عامل صافي إجمالي موجب

-تغطية كاملة للأصول الثابتة بواسطة الأموال الدائمة مع تسجيل هامش أمن مالي يمكن

للمؤسسة مواجهة الإحتياجات عن دورة الإستغلال .

¹ عبد الغفار حنفي (1993)، الإدارة المالية المعاصرة، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، ص 407.

إن تسجيل نسبة سالبة يعني :

* وجود رأس مال عامل صافي إجمالي سالب .

* تمويل للأصول الثابتة بواسطة الأموال الدائمة

* الإعتماد على مصادر التمويل الدورية في تمويل الأصول الثابتة .

(ب) نسبة التمويل الخاص :¹

$$\text{نسبة التمويل الخاص} = \frac{\text{الأصول الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

الأصول الثابتة

تبين هذه النسبة إمكانية المؤسسة في تمويل أصولها الثابتة بواسطة الأموال الخاصة .

(ج) نسبة السيولة العامة :

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$$

الديون قصيرة الأجل

يبين هذا المؤشر قدرة المؤسسة من مواجهة مؤسسات من مواجهة استحقاقات الديون قصيرة الأجل من خلال تحويل الأصول المتداولة إلى سيولة كما يترجم وجود هامش أمان مالي على مستوى العناصر الدورية .

(د) نسبة تمويل الأصول المتداولة .:

$$\text{نسبة تمويل الأصول المتداولة} = \frac{\text{رأس مال عامل الصافي الإجمالي}}{\text{الأصول المتداولة}}$$

الأصول المتداولة

¹ GÉRARD MELYON (2007) , gestion financière, 4EME EDITION Bréal, p165

يبين هذا المؤشر نسبة مساهمة ر م ع ص إ في التغطية المالية للأصول المتداولة .

2-2-1 نسب الإقتراض¹:

أ)نسبة الإستقلالية المالية: تبين درجة الإستقلالية المالية للمؤسسة عن دائئها من الأحسن تكون أكبر من

$$\text{نسبة الإستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}} < 1$$

أو

$$\text{نسبة الإستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الميزانية}} < 0.5$$

ب)نسبة القابلية للتسديد : تبين هذه النسبة قدرة المؤسسة على خدمة ديونها أي مدى ضمان تسديد الديون عند تاريخ الإستحقاق يجب أن تكون أكبر من 2 .

$$\text{قابلية التسديد} = \frac{\text{مجموع الأصول}}{\text{مجموع الديون}} < 2$$

2-3 نسب المردودية:

يفسر مفهوم المردودية بتقارب النتائج إلى الوسائل المعدة للحصول على هذه النتائج .

هناك مؤشرين أساسيين يمكن إستعمالهما في تحليل مردودية المؤسسة .

1 Albert corha mpapapa mabangala (2008) , diagonstic financier desentprises , ecole de gestion de L ulg.p35

2-3-1 نسبة المردودية الاقتصادية :¹

يعتمد حساب المردودية الاقتصادية على عنصرين أساسيين :

مؤشر الربحية : النتيجة الصافية

رقم الأعمال (خارج الرسم)

نسبة دوران عناصر الأصول الإجمالية :

نسبة دوران عناصر الأصول = رقم الأعمال / (خارج الرسم)

الأصول الإجمالية

إذ يمكن كتابة :

نسبة المردودية الرودية الاقتصادية = النتيجة الصافية

الأصول الإجمالية

2-3-2 نسبة المردودية المالية :

تقاس نسبة المردودية المالية من خلال العلاقة بين النتيجة الصافية والاموال الخاصة

نسبة المردودية المالية = النتيجة الصافية

الأموال الخاصة

1 1 Albert corha mpapapa mabangala (2008) , diagonstic financier desentprises , ecole de gestion de L ulg.p64

المطلب الثالث : نسب الهيكل المالية¹

3 نسب الهيكل المالية:

تسمح بإعطاء صورة واضحة عن الهيكل المالي للمؤسسة في تاريخ معين

(أ)نسبة التمويل إستخدامات الثابتة :

تهدف إلى تحديد مدى تغطية الموارد الثابتة للإستخدامات الثابتة .

$$\text{نسبة تمويل إستخدامات الثابتة} = \frac{\text{الموارد الثابتة}}{\text{الإستخدامات الثابتة}}$$

الإستخدامات الثابتة

من الأفضل أن تكون أكبر من 1 ليتحقق التوازن المالي أي ان الموارد الثابتة مولت الإستخدامات ثابتة وبقي فائض أستخدم لتمويل الأصول المتداولة وهو يشكل FRNG.

$$\text{ب) نسبة تغطية الأموال المستثمرة} = \frac{\text{الموارد الثابتة (الدائمة)}}{1 <}$$

الأموال المستثمرة

*الأموال المستثمرة = الإستخدامات الثابتة + احتياجات رأس العامل للاستغلال .

- يشترط أن تكون هذه النسبة أكبر من 1 مما يؤمن إستراتيجية طويلة المدى وينعكس على الهيكل المالي للمؤسسة .

¹ hubert de la bruslerie (2010) , analyse financière, 4eme edition,,dunod,paris,p:190

ج) نسبة الإستدانة المالية: ¹

- يتحدد التحرر المالي من وجهة نظر المقرضين من خلال نسبة الإستدانة المالية .

$$\text{نسبة الإستدانة المالية} = \text{الإستدانة المالية} > 0.5$$

التمويل الخاص الإستدانة المالية = الديون المالية + خزينة الخصوم

-تهدف إلى تحديد أثر الإستدانة المالية على الوضع المالي فكلما كانت كبيرة فإنها تحد من حرية المؤسسة المالية في إستغلال تدفقاتها في تطوير الإستثمارات و كذلك تقلل من فرص المؤسسة في الاقتراض .

¹ Michel blanchette (2014), ratios financiers et outils connexes , bulletin a votre crédit, p10-14

الفصل

الثاني

تمهيد الفصل :

في هذا الفصل سنعمل على إسقاط الجانب النظري وتطبيقه على المؤسسة محل الدراسة إسمنت سعيدة (gica saida) وحساب مختلف النسب والمؤشرات وتحليل قوائمها المالية بهدف إعطاء صورة حول الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة محل الدراسة .

المبحث الأول: ورقة فنية حول المؤسسة

المطلب الأول: التعريف بالمؤسسة

1 . 2 تمهيد:

من أجل التجربة في أرض الواقع الأثر ، قمنا باختيار مؤسسة الإسمنت التي تقوم بتحسين المستمر للمؤسسة و خير دليل على ذلك سياسة المؤسسة، أهدافها، الخطط، وسائل التنفيذ والتقييم

2.2 تعريف المؤسسة. معطيات عامة¹

في سنوات الثمانينات وبالضبط في سنة 1982 تم إنشاء مؤسسة الإسمنت ومشتقاته للغرب والتي يصطلح عليها إختصارا با ERCO وذلك طبقا لقرار تنفيذي رقم 324

82 صادر في 30 أكتوبر من نفس السنة وضم القرار كل من: مصنع بني صاف. مصنع زهانة. مصنع سعيدة (مركب الاسمنت والجير). وحدة الجبس بوهران. وحدة الصخر الحيري بزهانة. وحدات تجارية في غرب الوطن. وفي سنة 1991 ضمن منظومة الإصلاح الاقتصادي قسم مركب الإسمنت والجير بسعيدة إلى وحدتين كبيرتين هما: وحدة الجير ووحدة الإسمنت، وبعد التفرع إستقلت كل واحدة منها بقانون خاص في 28 ديسمبر 1997، وتم تحديد رأسمال الشركة وتحويل إسمها إلى شركة مساهمة وقدر رأسمالها آنذاك ب:

1.050.000.00 دينار جزائري، وهي تابعة لمجمع GICA

1 GICA: Groupe Industriel des ciments d'Algérie

ERCO - يسيرها مدير عام وهو رئيس مجلس إدارتها. ليتم بعدها ضمها مع جميع شركات الإسمنت ومشتقاته بالجزائر تحت وصاية المجمع الصناعي الإسمنت الجزائر GICA ابتداء من 01 يناير 2010.

وفي ما يلي البطاقة التعريفية للشركة:

المجمع: **GICA SGP** نوع الشركة: **SCIS EPE / SPA**،
مسيرة 100% من طرف الدولة.
رأس المال الإجمالي: 1.050.000.000
إسم الشركة: شركة الاسمنت سعيدة العنوان: الحساسنة رقم 95 سعيدة.
بريدها الإلكتروني: **scis @ algeriecom . com**
نشاط الشركة: إنتاج الإسمنت من نوع **CPJ 42** . **5 Kg / m2** .
عدد العمال: 262 عامل (في سنة 2015/12/31).
الطاقة الإنتاجية: 500.000 طن سنويا

الموقع

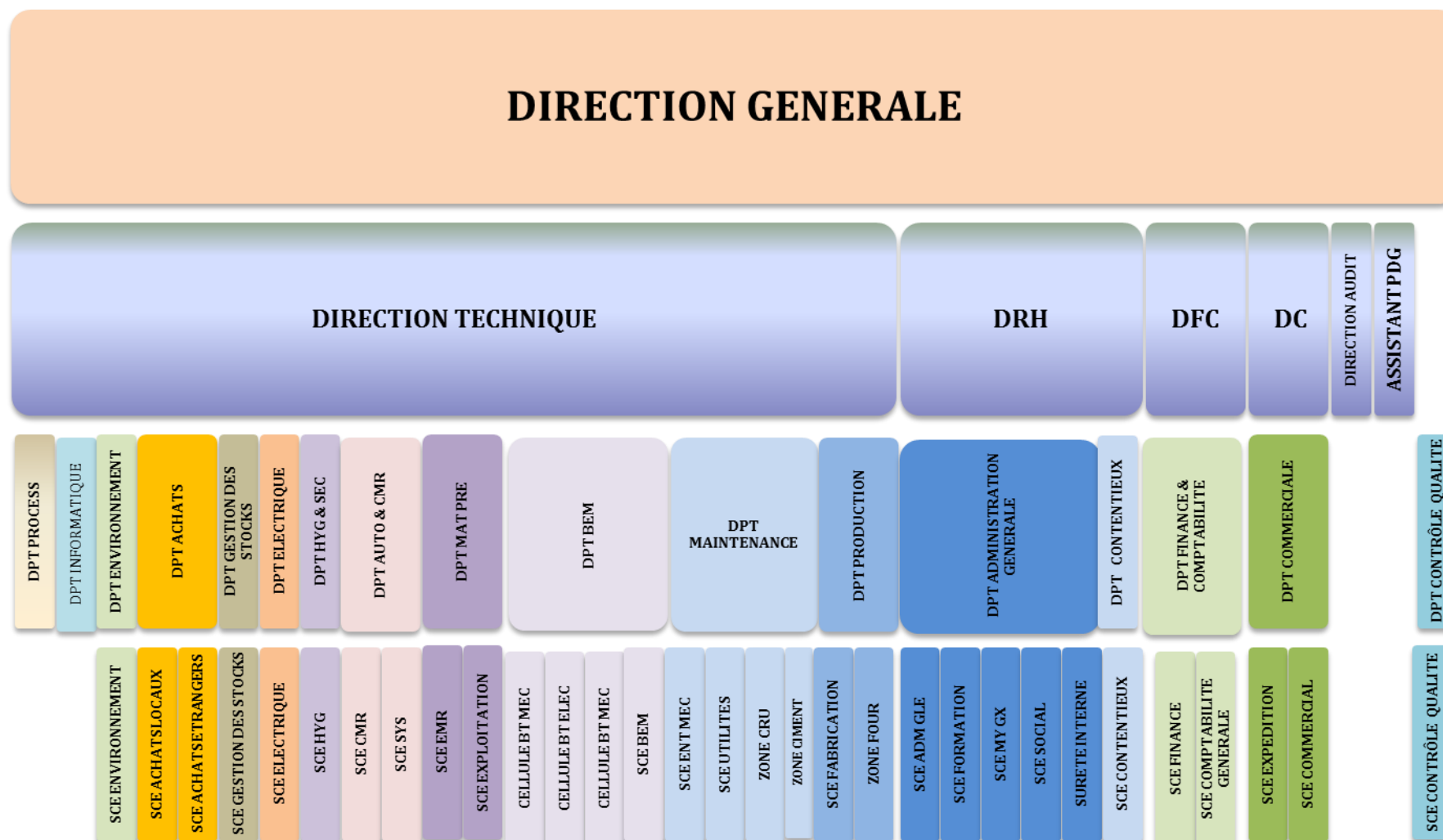
المؤسسة محل الدراسة تقع بدائرة الحساسنة بلدية الحساسنة والتي تبعد عنها بحوالي Km3 وتبعد عن مدينة سعيدة بقرابة Km 20 وهي محاذية للطريق الوطني الرابط بين ولايتي سعيدة وتيارت وتملك الشركة بدورها منطقتين للإستغلال واحدة للكلس تعق على بعد m1500 عن الشركة، أما الأخرى فهي للطين بعدة عنها بنحو Km27 جنوبا بدائرة عين الحجر.

المطلب الثاني الهيكل التنظيمي وأهم البيانات في الشركة .

1/الهيكل التنظيمي :

Schéma d'organisation de la Société des Ciments de SAIDA

Avril 2019



2/ أهم المدخلات (*entrees*):¹

الكلس: (*calcaire*):

محجرة الكلس تقع على بعد 2 كلم عن الشركة، المخزون المحتمل 140 مليون طن،
احتياجات الشركة سنويا 291
599 طن.

الطين (*Argile*):

25 كلم عن الشركة تقع في بلدية عين الحجر
، المخزون المحتمل
محجرة الطين تقع على بعد 20 مليون طن.

: الحجر الرملي (*gres*):

يوجد على شكل طبقات في نفس محجرة الطين ، المخزون المحتمل 2 . 4 مليون طن.
'خام الحديد (*minerai de fer*): يحصل عليه من منجم الروينة بعين الدفلة. :
الجبس (*gypse*): يحصل عليه من مصنع الجبس ب (*Fleurus*) و عقاز.
الماء (*eau*): الشركة مغذاة من بئر ملك لها تقع بمحجرة الكلس، استهلاكها السنوي 000
180 متر مكعب. • الكهرباء (*electricite*): الشركة مغذاة بطاقة 60 كيلو فولت عبر
خطين

الغاز الطبيعي (*gaz nature*): الشركة مغذاة بالغاز الطبيعي من 5 إلى 10 بار.

- المخرجات (*Sorties*): منتج الإسمنت من نوع (*Ciment*) 5 . 42 / CP
portland compose

1 GICA: Groupe Industriel des ciments d'Algérie

– الطاقة الإنتاجية:

500.000 طن سنوياً من الاسمنت.

3 مراحل الإنتاج:



1 إستخراج الكلس من 2 سحق الحجر الجيري 3 التكرار مراجعة 4 معالجة الجرعات 5 التخزين في الصوامع
المحجر الطين الحديد الجرعات والطحن. للتجانس



6 الطهي 7 التبريد 8 تخزين 9 سحق الإسمنت 10 الشحن
بأكياس أو بالكلنكر للتجانس بكميات كبيرة

4. الموارد البشرية: ¹

• القوى العاملة حسب الفئات الاجتماعية المهنية اعتباراً من 2015/12/31 م

– دائم: 247.

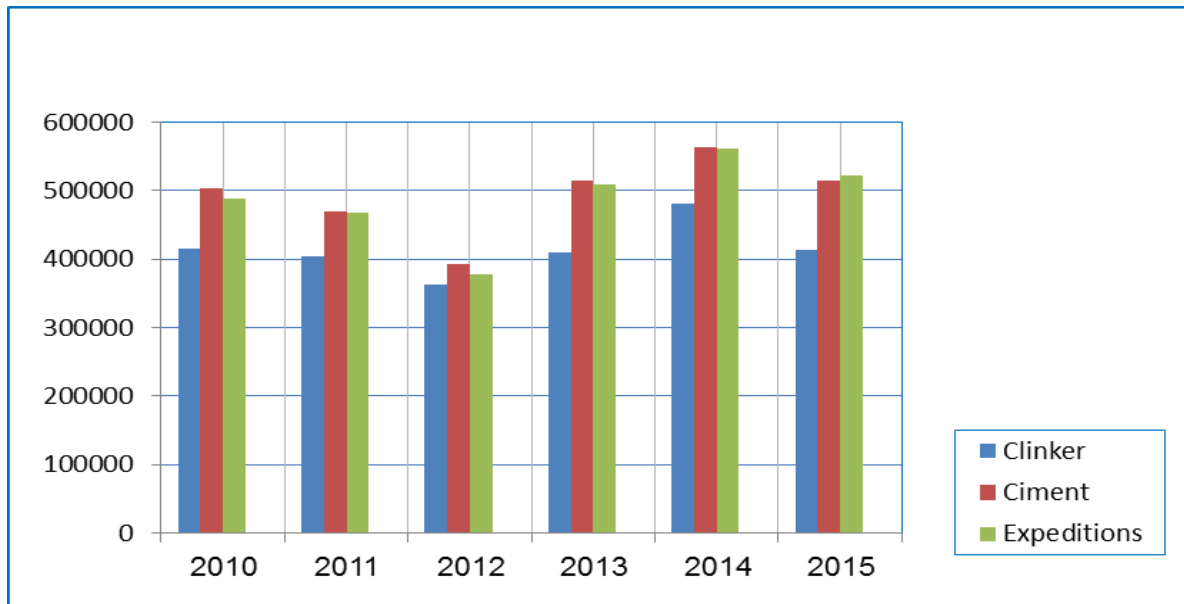
– مؤقت: 15.

المجموع = 262 شخص.

1 GICA: Groupe Industriel des ciments d'Algérie

5. الأرقام الرئيسية : تطور الإنتاج ورقم الأعمال والقيمة المضافة

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Production Clinker (T)	415 158	403 840	362 800	410 200	481 500	414 000
Production Ciment (T)	504 140	470 100	393 110	515 200	564 000	515 000
Expédition Ciment (T)	488 571	468 260	377 773	508 497	562 130	521 731
Chiffre d'affaires (KDA)	1.894.380	2.103.162	1.878.349	2.773.506	3.350.538	3 057 850
Valeur ajoutée (KDA)	1.134.380	1.226.589	1.056.314	1.752.074	2.427.366	1 954 631
Excédent brut d'Exploitation EBE	617.835	707.420	576.748	1.205.415	1.630.898	1 323 473
Résultat Net (KDA)	157.753	335.357	267.011	685.232	923.064	681 642



المبحث الثاني : عرض الميزانيات للمؤسسة محل الدراسة.

ميزانية الأصول (2016م):

البيان	المبلغ الخام	إهلاك مؤونات	المبلغ الصافي	المبلغ الصافي 2015
الأصول				
أصول غير جارية				
شهرة محل الإيجابية أو السلبية				
تثبيات مغنوية	19,489,580.32	14,179,960.80	5,309,619.52	8,844,054.81
تثبيات عينية				
الأراضي	2,713,979.50		2,713,979.50	2,713,979.50
المباني	943,466,529.94	939,492,782.82	3,973,747.12	5,478,071.39
تثبيات عينية أخرى	6,267,260,281.73	4,435,699,240.14	1,831,561,041.59	1,944,938,561.85
تثبيات ممنوح امتيازها				
تثبيات يجري إنجازها	264,009,169.66		264,009,169.66	103,958,028.21
تثبيات مالية				
سندات موضوعة موضع معادلة				
مساهمات أخرى و حسابات دائنة ملحقة بها				
سندات أخرى مثبة				
قروض و أصول مالية أخرى غير جارية	43,639,346.31		43,639,346.31	19,400,401.31
ضرائب مؤجلة على الأصل	110,477,222.39		110,477,222.39	108,206,894.99
مجموع الأصول الغير الجارية	7,651,056,109.85	5,389,371,983.76	2,261,684,126.09	2,193,539,992.06
الأصول الجارية				
مخزونات و منتجات قيد التنفيذ	1,182,042,367.18	59,949,944.99	1,122,092,422.19	1,026,291,487.39
حسابات دائنة و استخدامات مماثلة				
الزبائن	131,390,176.85	460,855.88	130,929,320.97	104,371,891.52
المدينون الآخرون	25,711,402.82		25,711,402.82	31,190,842.67
الضرائب و ما شبهها	46,696,454.03		46,696,454.03	23,881,903.17
الأموال الموظفة و الأصول المالية الجارية الأخرى				
المتاحات				
استثمارات وأصول مالية حالية أخرى	1,000,000,000.00		1,000,000,000.00	500,000,000.00
الخزينة	1,287,297,436.68		1,287,297,436.68	1,762,519,688.78
مجموع الأصول الجارية	3,673,137,837.56	60,410,800.87	3,612,727,036.69	3,448,255,813.53
المجموع العام للأصول	#####	5,449,782,784.63	5,874,411,162.78	5,641,795,805.59

من إعداد الطالبين.

ميزانية الخصوم (2016م):

البيان	2016	2015
رؤوس الأموال الخاصة		
رأسمال تم إصداره	1,050,000,000.00	1,050,000,000.00
رأسمال غير مستعان به		
علاوات واحتياطات - احتياطات مدمجة (1)	2,743,648,709.03	2,270,656,920.46
فوارق إعادة التقييم		
فارق المعادلة (1)		
نتيجة صافية (نتيجة صافية حصة المجمع (1)	617,801,999.34	681,641,788.57
رؤوس أموال خاصة أخرى ترحيل من جديد	-1,430,000.00	
حصة شركة مدمجة (1)		
حصة ذوي الأقلية (1)		
المجموع (1)	4,410,020,708.37	4,002,298,709.03
الخصوم غير الجارية		
قروض وديون مالية	132,681,432.65	189,852,411.08
ضرائب (موجلة و مرصود لها)	5,845,138.88	
ديون أخرى غير جارية		
مؤونات و منتوجات ثابتة مسبقا	456,935,074.71	452,415,114.69
مجموع الخصوم غير الجارية (2)	595,461,646.24	642,267,525.77
الخصوم الجارية		
موردون و حسابات ملحقة	182,501,213.02	145,045,680.44
ضرائب	232,172,363.91	65,385,711.35
ديون أخرى	452,956,871.72	784,964,950.29
خزينة سلبية	1,298,359.52	1,833,228.71
الخصوم الجارية (3)	868,928,808.17	997,229,570.79
مجموع الخصوم العام	5,874,411,162.78	5,641,795,805.59

من إعداد الطالبين

ميزانية الأصول (2017م):

البيان	المبلغ الخام	الإهلاكات المؤنات	المبلغ الصافي	المبلغ الصافي 2016
الأصول الغير جارية				
شهرة محل الإيجابية والسلبية				
تثبيبات معنوية	19,489,580.32	17,461,068.69	2,028,511.63	5,309,619.52
تثبيبات عينية				
الاراضي	2,713,979.50		2,713,979.50	2,713,979.50
المباني	943,466,529.94	940,990,502.42	2,476,027.52	3,973,747.12
تثبيبات عينية أخرى	6,656,466,034.02	4,669,927,359.59	1,986,538,674.43	1,831,561,041.59
تثبيبات ممنوح امتيازها				
تثبيبات يجري إنجازها	462,196,471.93		462,196,471.93	264,009,169.66
تثبيبات مالية				
سندات موضوعة موضع معادلة				
مساهمات أخرى و حسابات دائنة ملحقه بها				
سندات أخرى مثبتة				
قروض و أصول مالية أخرى غير جارية	1,040,641,641.61		1,040,641,641.61	43,639,346.31
ضرائب مؤجلة على الأصل	113,656,695.82		113,656,695.82	110,477,222.39
مجموع الأصول الغير جارية	9,238,630,933.14	5,628,378,930.70	3,610,252,002.44	2,261,684,126.09
الأصول الجارية				
مخزونات و منتجات قيد التنفيذ	1,175,957,041.80		1,175,957,041.80	1,122,092,422.19
حسابات دائنة و استخدامات مماثلة				
الزبائن	105,826,618.21	5,743,065.92	100,083,552.29	130,929,320.97
المدينون الآخرون	17,659,847.10	183,233.61	17,476,613.49	25,711,402.82
الضرائب وما شابهها	51,094,196.66		51,094,196.66	46,696,454.03
المستحقات الآخري والاستخدامات المماثلة				
Disponibilités et assimilés				
الأموال الموظفة و الأصول المالية الجارية الآخري				1,000,000,000.00
الخزينة	1,496,684,984.10		1,496,684,984.10	1,287,297,436.68
مجموع الأصول الجارية	2,847,222,687.87	5,926,299.53	2,841,296,388.34	3,612,727,036.69
المجموع العام للأصول	#####	5,634,305,230.23	6,451,548,390.78	5,874,411,162.78

من إعداد الطالبين

ميزانية الخصوم (2017م):

2016	2017	LIBELLE
		رؤوس الأموال الخاصة
1,050,000,000.00	1,050,000,000.00	رأسمال تم إصداره
		رأسمال غير مستعان به
2,743,648,709.03	3,159,875,708.37	علاوات واحتياطات - احتياطات مدمجة (1)
		فوارق إعادة التقييم
		فارق المعادلة (1)
617,801,999.34	671,834,896.19	نتيجة صافية (نتيجة صافية حصة المجمع (1)
-1,430,000.00	3,570,000.00	رؤوس أموال خاصة أخرى ترحيل من جديد
		حصة شركة مدمجة (1)
		حصة ذوي الأقلية (1)
4,410,020,708.37	4,885,280,604.56	المجموع (1)
		الخصوم غير الجارية
132,681,432.65	78,616,694.01	قروض وديون مالية
5,845,138.88	5,845,138.88	ضرائب (مؤجلة و مرصود لها)
		ديون أخرى غير جارية
456,935,074.71	491,206,296.56	مؤونات و منتوجات ثابتة مسبقا
595,461,646.24	575,668,129.45	مجموع الخصوم غير الجارية (2)
		الخصوم الجارية
182,501,213.02	374,926,207.42	موردون و حسابات ملحقة
232,172,363.91	67,618,405.72	ضرائب
452,956,871.72	547,255,036.13	ديون أخرى
1,298,359.52	800,007.50	خزينة سلبية
868,928,808.17	990,599,656.77	الخصوم الجارية (3)
5,874,411,162.78	6,451,548,390.78	مجموع الخصوم العام

من إعداد الطالبين

ميزانية الأصول 2018

البيان	المبلغ الخام	الإهلاكات المؤنات	المبلغ الصافي	المبلغ الصافي 2017
الأصول الغير جارية				
شهرة محل الإيجابية أو السلبية				
تثبيات معنوية	19,887,226.78	18,127,556.78	1,759,670.00	2,028,511.63
تثبيات عينية				
الأراضي	2,713,979.50		2,713,979.50	2,713,979.50
المباني	1,020,760,778.87	943,554,113.64	77,206,665.23	2,476,027.52
تثبيات عينية أخرى	6,959,190,279.76	4,937,816,302.65	2,021,373,977.11	1,986,538,674.43
تثبيات ممنوح امتيازها				
تثبيات يجري إنجازها	583,258,005.82		583,258,005.82	462,196,471.93
تثبيات مالية				
سندات موضوعة موضع معادلة				
مساهمات أخرى و حسابات دائنة ملحقه بها				
سندات أخرى مثة				
قروض و أصول مالية أخرى غير جارية	1,343,358,044.52		1,343,358,044.52	1,040,641,641.61
ضرائب مؤجلة على الأصل	93,424,741.35		93,424,741.35	113,656,695.82
مجموع الأصول الغير جارية	#####	5,899,497,973.07	4,123,095,083.53	3,610,252,002.44
الأصول الجارية				
مخزونات و منتجات قيد التنفيذ	1,738,417,303.41		1,738,417,303.41	1,175,957,041.80
حسابات دائنة و استخدامات مماثلة				
الزبائن	113,722,207.59	7,886,259.27	105,835,948.32	100,083,552.29
مدينون آخرون	7,319,381.50	43,233.61	7,276,147.89	17,476,613.49
ضرائب و ما شابهها	107,777,182.15		107,777,182.15	51,094,196.66
المستحقات الأخرى والاستخدامات المماثلة				
متاحات				
الأموال الموظفة و الأصول المالية الجارية الأخرى				
الخزينة	571,716,098.07		571,716,098.07	1,496,684,984.10
مجموع الاصول الجارية	2,538,952,172.72	7,929,492.88	2,531,022,679.84	2,841,296,388.34
المجموع العام للأصول	#####	5,907,427,465.95	6,654,117,763.37	6,451,548,390.78

من إعداد الطالبين

ميزانية الخصوم 2018

البيان	2018	2017
رؤوس الأموال الخاصة		
رأسمال تم إصداره	1,050,000,000.00	1,050,000,000.00
رأسمال غير مستعان به		
علاوات واحتياطات - احتياطات مدمجة (1)	3,613,855,604.56	3,159,875,708.37
فوارق إعادة التقييم		
فارق المعادلة (1)		
نتيجة صافية (نتيجة صافية حصة المجمع (1)	517,067,857.80	671,834,896.19
رؤوس أموال خاصة أخرى ترحيل من جديد		3,570,000.00
حصة شركة مدمجة (1)		
حصة ذوي الأقلية (1)		
المجموع (1)	5,180,923,462.36	4,885,280,604.56
الخصوم غير الجارية		
قروض وديون مالية	322,319,517.08	78,616,694.01
ضرائب (مؤجلة و مرصود لها)	5,845,138.88	5,845,138.88
ديون أخرى غير جارية		
مؤونات و منتوجات ثابتة مسبقا	478,671,490.45	491,206,296.56
مجموع الخصوم غير الجارية (2)	806,836,146.41	575,668,129.45
الخصوم الجارية		
موردون و حسابات ملحقه	220,026,470.20	374,926,207.42
ضرائب	77,562,101.15	67,618,405.72
ديون أخرى	368,194,114.83	547,255,036.13
خزينة سلبية	575,468.42	800,007.50
الخصوم الجارية (3)	666,358,154.60	990,599,656.77
مجموع الخصوم العام	6,654,117,763.37	6,451,548,390.78

من إعداد الطالبين

حساب النتائج 2016:

2016	تعين الحساب
3,098,385,604.20	رقم الأعمال
40,049,888.73	تغيير المنتجات المصنعة و المنتجات قيد الصنع
	الإنتاج الثابت
345,636.38	إعانات استغلال
3,138,781,129.31	إنتاج السنة المالية
-955,198,224.47	الخدمات الخارجية و الإستهلاكات الأخرى
-355,563,805.10	المشتريات المستهلكة
-1,310,762,029.57	2- استهلاك السنة المالية
1,828,019,099.74	القيمة المضافة لاستغلال (2-1)
-588,573,677.79	أعباء المستخدمين
-57,855,945.74	الضرائب و الرسوم المدفوعة المتشابهة
1,181,589,476.21	الفائض الإجمالي للاستغلال
36,735,548.07	منتجات العملياتية الأخرى
-20,999,912.00	الأعباء العملياتية الأخرى
-364,420,257.65	مخصصات الإهلاك و المؤونات
3,685,607.93	استئناف الخسائر و المؤونات
836,590,462.56	النتيجة العملياتية
38,713,058.01	المنتجات المالية
-6,832,093.75	الأعباء المالية
31,880,964.26	النتيجة المالية
868,471,426.82	النتيجة العادية خارج الضرائب (6+5)
75,000,000.00	الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية
172,094,616.00	الضرائب المؤجلة (تغييرات) النتائج العادية
-3,574,811.48	مجموع منتجات الأنشطة العادية
3,217,915,343.32	مجموع أعباء الأنشطة العادية
-596,538,532.50	النتيجة الصافية الأنشطة العادية
617,801,999.34	العناصر غير العادية- منتوجات (يطلب بيانها)
	العناصر غير العادية- الأعباء (يطلب بيانها)
	النتيجة غير العادية
617801999.3	النتيجة الصافية للسنة المالية

من إعداد الطالبين

حساب النتائج 2017

2017	تعيين الحساب
3,042,875,075.08	رقم الأعمال
45,720,623.52	تغيير المنتجات المصنعة و المنتجات قيد الصنع
	الإنتاج الثابت
408,000.00	إعانات استغلال
3,089,003,698.60	إنتاج السنة المالية
-942,086,161.18	الخدمات الخارجية و الإستهلاكات الأخرى
-330,621,422.03	المشتريات المستهلكة
-1,272,707,583.21	2- استهلاك السنة المالية
1,816,296,115.39	القيمة المضافة لاستغلال (2-1)
-540,290,123.72	أعباء المستخدمين
-57,056,000.52	الضرائب و الرسوم المدفوعة المتشابهة
1,218,949,991.15	الفائض الإجمالي للاستغلال
28,711,403.94	منتجات العملياتية الأخرى
-41,222,939.16	الأعباء العملياتية الأخرى
-334,520,860.16	مخصصات الإهلاك و المؤونات
2,958,676.00	استثناءات الخسائر و المؤونات
874,876,271.77	النتيجة العملياتية
55,384,584.19	المنتجات المالية
-5,008,454.20	الأعباء المالية
50,376,129.99	النتيجة المالية
925,252,401.76	النتيجة العادية خارج الضرائب (6+5)
75,000,000.00	الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية
	الضرائب المؤجلة (تغييرات) النتائج العادية
3,179,473.43	مجموع منتجات الأنشطة العادية
3,176,058,362.73	مجموع أعباء الأنشطة العادية
-2,504,223,466.54	النتيجة الصافية الأنشطة العادية
853,431,875.19	العناصر غير العادية- منتجات (يطلب بيانها)
	العناصر غير العادية- الأعباء (يطلب بيانها)
	النتيجة غير العادية
853431875.2	النتيجة الصافية للسنة المالية

من إعداد الطالبين

2018	تعيين الحساب
2,465,032,812.11	رقم الأعمال
206,536,536.47	تغيير المنتجات المصنعة و المنتجات قيد الصنع
	الإنتاج الثابت
324,000.00	إعانات استغلال
2,671,893,348.58	إنتاج السنة المالية
-812,715,113.60	الخدمات الخارجية و الإستهلاكات الأخرى
-394,202,464.05	المشتريات المستهلكة
-1,206,917,577.65	2- استهلاك السنة المالية
1,464,975,770.93	القيمة المضافة لاستغلال (2-1)
-471,114,128.97	أعباء المستخدمين
-52,990,996.51	الضرائب و الرسوم المدفوعة المتشابهة
940,870,645.45	الفائض الإجمالي للاستغلال
22,792,818.78	منتجات العملياتية الأخرى
-7,340,068.25	الأعباء العملياتية الأخرى
-313,111,085.97	مخصصات الإهلاك و المؤونات
1,726,891.85	استثناء الخسائر و المؤونات
644,939,201.86	النتيجة العملياتية
54,436,457.12	المنتوجات المالية
54,436,457.12	الأعباء المالية
5,202,708.71	النتيجة المالية
49,233,748.41	النتيجة العادية خارج الضرائب (6+5)
694,172,950.27	الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية
-96,873,138.00	الضرائب المؤجلة (تغييرات) النتائج العادية
-20,231,954.47	مجموع منتجات الأنشطة العادية
2,750,849,516.33	مجموع أعباء الأنشطة العادية
-2,233,781,658.53	النتيجة الصافية الأنشطة العادية
517,067,857.80	العناصر غير العادية- منتوجات (يطلب بيانها)
	العناصر غير العادية- الأعباء (يطلب بيانها)
	النتيجة غير العادية
517067857.8	النتيجة الصافية للسنة المالية

من إعداد الطالبين

المبحث الثاني: تقديم الهيكل المالي للمؤسسة
1- ميزانية المالية المختصرة

2018		2017		2016		البيان
النسبة %	المبلغ	النسبة %	المبلغ	النسبة %	المبلغ	
61.96	4,123,095,083.53	55.96	3,610,252,002.44	38.5	2,261,684,126.09	الأصول الثابتة
40.37	2686312297.66	38.07	2455953665.01	35.88	2107567557.39	التثبيات المادية
21.59	1436782785.87	17.89	1154298337.43	2.62	154116568.7	التثبيات المالية
38.04	2,531,022,679.84	44.04	2,841,296,388.34	61.5	3,612,727,036.69	الأصول المتداولة
26.13	1,738,417,303.41	18.23	1,175,957,041.80	19.10	1,122,092,422.19	قيم الإستغلال
3.32	220889278.36	2.61	168654362.44	20.48	1203337177.82	قيم قابلة للتحقيق
8.59	571,716,098.07	23.20	1,496,684,984.10	21.92	1,287,297,436.68	قيم جاهزة
100	6,654,117,763.37	100	6,451,548,390.78	100	5,874,411,162.78	مجموع الأصول

المطلب الأول: الميزانية المالية المختصرة
جانب الأصول:

2018		2017		2016		البيان
النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	
89.98	5987759608.77	84.64	5460948734.01		5.005.482.354.61	الأموال الدائمة
77.86	5,180,923,462.36	45.72	4,885,280,604.56		4,410,020,708.37	الأموال الخاصة
12.12	806,836,146.41	8.92	575,668,129.45		595,461,646.24	ديون متوسطة وطويلة الأجل
10.02	666,358,154.60	15.36	990,599,656.77		868,928,808.17	ديون قصيرة الأجل
100	6,654,117,763.37	100	6,451,548,390.78		5,874,411,162.78	مجموع الخصوم

المطلب الثاني تحليل عناصر الميزانية

التعليق على عناصر الميزانية الفترة محل الدراسة 2016-2018 بالإعتماد على الجداول
أولاً: تحليل عناصر الأصول ١ لأصول الثابتة؛ لاحظ من خلال الميزانية المالية المختصرة
جانب الأصول أن الأصول الثابتة تميزت بالارتفاع خلال السنوات الثلاثة (2016-2017-
2018) من 2,261,684,126.09

سنة 2016 و 3,610,252,002.44 دج سنة 2017، ثم ارتفعت مجددا سنة 2018
(4,123,095,083.53 دج) ، وهذا يعود أساس إلى ارتفاع الأصول الثابتة الأخرى

الأصول المتداولة: من الملاحظ خلال السنوات الثلاثة المدروسة (2016-2018) أن
الأصول المتداولة في تذبذب نوعا ما، ففي عام 2016 قدرت بـ 3,612,727,036.69
دج، تم انخفضت عام 2017 وقدرت بـ 2,841,296,388.34 دج، وانخفضت عام
2018 وقدرت بـ 2,531,022,679.84

، ويعود ذلك لانخفاض قيمة التثبيات وارتفاع قيمة الضرائب، وإلى طبيعة نشاط المؤسسة
باعتبارها مؤسسة صناعية. |

ثانيا: تحليل عناصر الخصوم.

أ- الأموال الدائمة، نلاحظ من خلال الميزانية المالية المختصرة جانب الخصوم " خلال
السنوات الخمسة المدروسة (2016-2017) أن قيم الأموال الدائمة في تزايد، حيث قدرت
سنة

دج لترتفع سنة 2016 وتقدر بـ 5.005.482.354.61 دج ثم ترتفع مجددا سنة 2017
إلى 5460948734.01 دج، وتعود للارتفاع مجددا سنة 2018 وتقدر بـ
5987759608.77

المبحث الثالث تقييم ودراسة محددات الهيكل المالي لمؤسسة GICA

المطلب الأول تقييم الهيكل المالي

1 سيتم إستعراض مكونات الهيكل المالي لمؤسسة الإسمنت سعيدة من موارد تمويلية وطاقة التمويل الذاتي وموارد الإستدانة

1/ الموارد التمويلية

البيان	2016	2017	2018
الأموال الخاصة	4,410,020,708.37	4,885,280,604.56	5,180,923,462.36
نسبة الأموال الخاصة	0.75	0.76	0.78
الديون	1,464,390,454.41	1,566,267,786.22	1,473,194,301.01
نسبة الديون	0.25	0.24	0.22
مجموع الموارد التمويلية	5,874,411,162.78	6,451,548,390.78	6,654,117,763.37

من خلال تحليل الهيكل المالي لمؤسسة GICA فإنه نلاحظ سيطرة الأموال الخاصة في تكوين الهيكل المالي لهذه المؤسسة، بينما كانت نسبة الديون ضعيفة، حيث لم تتجاوز في أقصى قيمة لها 0.25

و خلال كامل سنوات الدراسة، تبين اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة في تمويل مشاريعها الاستثمارية، كما نلاحظ أن نسبة الديون في انخفاض مستمر وهذا خلال سنوات الدراسة، من 25% إلى 22%

وتبين من الجدول وفي سنوات الدراسة أنه ، أن الأموال الخاصة في ارتفاع مستمر، من 75% إلى 78%

، وهذا يدل على الإستراتيجية المتبعة من طرف إدارة المؤسسة، والتي تعمل على تسديد أقساط من الديون والرفع من رأس مال المؤسسة عند تخصيص النتيجة، حيث تعمل هذه الأخيرة كل سنة وخلال عقد الجمعية العامة على توزيع جزء من الأرباح على الشركاء والجزء المتبقي يضاف إلى رأس المال.

ويمكن القول أن المؤسسة تعتمد بنسبة قليلة في تمويل مشاريعها على الديون، والهدف من ذلك هو الاستفادة من الإعفاءات و الامتيازات الضريبية في إطار تشجيع الدولة للاستثمار.

قدرة التمويل الذاتي

البيان	2015	2016	2017	2018
النتيجة		617,801,999.34	671,834,896.19	517,067,857.80
إهلاكات والمؤونات		5,449,782,784.63	5,634,305,230.23	5,907,427,465.95
الإحتياطات		2,743,648,709.03	3,159,875,708.37	3,613,855,604.56
قدرة التمويل الذاتي		8,193,431,493.66	8,794,180,938.60	9,521,283,070.51

نلاحظ أن طاقة التمويل الذاتي لمؤسسة gica في ارتفاع طيلة الفترة المدروسة (-2018 2016) حيث تراوحت من 8,193,431,493.66 دج سنة 2017 إلى 8,794,180,938.60 دج ثم سنة 2018 9,521,283,070.51 دج

وهذا ما يبين أن المؤسسة تعتمد على أموالها الخاصة وقدراتها التمويلية في تمويل إستثماراتها

مكونات الهيكل المالي:

2018		2017		2016		البيان
النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	
32.02	5,180,923,462.36	32.4	4,885,280,604.56	31.34	4,410,020,708.37	أموال خاصة
58.88	9,521,283,070.51	57.33	8,794,180,938.60	58.26	8,193,431,493.66	طاقة التمويل الذاتي
9.10	1473194301	10.27	1566267786.22	10.40	1464390454.4	موارد الإستدانة
100	16175400834	100	15245729329	100	14067842656	المجموع

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا أن الهيكل المالي المتبع من طرف المؤسسة تمثل فيه قدرة التمويل الذاتي حوالي أكثر من 50% من مصادر تمويل المؤسسة، في حين تمثل موارد الاستدانة نسبة قليلة منه مما يضعف استفادة المؤسسة من أثر الرفع المالي إلا أنه يخفف من المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة.

المطلب الثاني دراسة الهيكل المالي بالمؤشرات والنسب .

التقييم بمؤشرات التوازن

2018	2017	2016	البيان
5987759608.77	54609480401	5005482	الأموال الدائمة
4123095083.53	61025200.44	2261684126.09	الأصول الثابتة
1864664525.24	1850696731.57	2743798228.52	رأس المال العامل FR
1738417303.41	1175957041.80	1122092422.19	قيم الاستغلال
220889278.36	168654362.44	1203337177.82	قيم قابلة للتحقيق
571716098.07	1496684984.10	1287297436.68	ديون قصيرة الأجل
1292948427.17	354011747.47	145650079.84	احتياجات رأس المال العامل
1864664525.24	1850696731.57	2743798228.52	رأس المال العامل
1292948427.17	354011747.47	145650079.84	إحتياجات رأس المال العامل
571716098.07	1496684984.1	2598148148.68	الخزينة

التعليق على الجدول :

نلاحظ خلال الفترة المدروسة (2016-2018) أن الأموال الدائمة أكبر من الأصول الثابتة، وهذا ما نتج عنه رأس مال عامل موجب، هذا يعني أن الموارد الدائمة مولت الأصول الثابتة (هناك فائض)، أي هناك توازن مالي على المدى الطويل

وبالتالي زيادة في السيولة قصيرة الأجل على الالتزامات القصيرة الأجل، وهذه الوضعية تعبر عن قرة | المؤسسة على التسديد أي الوفاء بديونها في آجال استحقاقها، وهذا ما يحقق هامش أمان وتوازن الهيكل المالي لهذه المؤسسة.

لكن لا يمكن اعتبار رأس المال لوحدة كاف كمؤشر لقدرة المؤسسة على الوفاء، وذلك لاستحالة وجود علاقة واضحة بين مستوى رأس المال العامل وخطر الإفلاس، لذلك يجب حساب نسبة القدرة على التسديد وسنتطرق لها لاحقا

بالنسبة لاحتياجات رأس المال العامل نلاحظ أنها سالبة خلال السنتين (-)، وهذا يعني أن احتياجات الدورة اقل من موارد الدورة

أما خلال الثلاث سنوات المتبقية (2016-2017-2018) فنلاحظ أن احتياجات رأس المال العامل موجبة وهي في تزايد وهذا معناه أن احتياجات الدورة أكبر من موارد الثروة، وهذا راجع إلى الارتفاع في القيم القابلة للتحقيق وقيم الاستغلال الأخرى

بالنسبة لخزينة المؤسسة فنلاحظ أنها موجبة طيلة الفترة المدروسة (2016-2018)، وهذا معناه أن رأس المال العامل يمول كليا دورة الاستغلال ويسمح بتوليد خزينة موجبة، وبالتالي هناك فائض في السيولة فالمؤسسة في حالة جيدة مع ضرورة تسيير احسن الخزينة، أي علم تجميد السيولة وموازنتها مع الربحية، فعليها أن توظف خزينتها وبالتالي تحصل على نواتج مالية تزيد من مزد ونيتها أو تعالج بعض التزاماتها أو تعظم قيم استغلالها

نسب الهيكل المالية (الهيكل المالي)

البيان	العلاقة	2016	2017	2018
نسبة المديونية العامة	إجمالي الديون / الأموال الخاصة .100	33.20	32.06	28.43
نسبة المديونية قصيرة الأجل*	ديون قصيرة الأجل / الأموال الخاصة.100	19.70	20.27	12.86
نسبة المديونية طويلة الأجل*	د ط أ / الأموال الخاصة *100	13.50	11.78	15.57
نسبة التمويل الذاتي	الأموال الخاصة /الأصول الثابتة	1.94	1.35	1.45
نسبة الاستقلالية المالية	الأموال الخاصة /مجموع الديون	3.01	3.11	3.51
نسبة القابلية للسداد*	الديون ط أ / قدرة التمويل الذاتي 100.	7.26	6.54	8.47

التعليق

- النسبة الإستقلالية المالية فهي تبين استقلالية المؤسسة وهذه الأخيرة ترتبط بمديونيتها، ونلاحظ أن هذه النسبة خلال كل السنوات المدروسة أكبر من 2 وبالتالي فالمؤسسة قادرة على تغطية ديونها عن طريق أموالها الخاصة، مما يكسب المؤسسة المرونة في التعامل مع دائنيها.

2-النسبة التمويل الذاتي للمؤسسة حيث نلاحظ أنه في السنة الأولى من الدراسة 2016 كانت هذه النسبة أكبر من الواحد ثم انخفضت لتحقق نسب متقاربة وأكبر من الواحد خلال

السنوات المتبقية من الدراسة (2017 - 2018)، مما يعني أن المؤسسة تمول أصولها الثابتة بأموالها الخاصة

3- النسبة القابلة للسداد تقيس قدرة المؤسسة على التسديد أو على الوفاء بالتزاماتها، ويتضح من الجدول أنه طيلة الفترة المدروسة النسبة مرتفعة جدا مما يمثل مؤشر جيد بالنسبة للمؤسسة، فقد شهدت انخفاضا في السنة الثانية من الدراسة إلى أن إرتفعت في السنة الأخيرة، وهذا يعني أن الديون طويلة الأجل ونشاط المؤسسة يولد موارد كافية للتسديد السريع، الشيء الذي يزيل تخوفات المقرضين من وقوع المؤسسة في حالة التوقف عن الدفع أقساط

4- النسبة المديونية العامة فهي تعبر عن رأس مال العامل في شكل نسبة، ونلاحظ من خلال الجدول حيث تراوحت هذه النسبة 33% و 28% ما يعني أن أموال الخاصة تفوق أموال الإستدانة.

5- وتظهر نسبة المديونية طويلة الأجل العلاقة بين الديون طويلة الأجل والأموال الخاصة، حيث نلاحظ أنه في السنة الأولى من الدراسة كانت مرتفعة تم انخفضت في السنة الثانية ثم عادت للارتفاع مجددا في السنة الثالثة .

المطلب الثالث دراسة محددات الهيكل المالي الأمثل

1/ نسبة السيولة العامة

22.13	24.27	24.92	الديون طويلة الأجل + ديون قصيرة الأجل/مجموع الأصول . 100	نسبة التمويل الخارجي للأصول
70.08	49.03	64.55	رأس المال + الإحتياطيات+الأرباح المحتجزة /مج الأصول.100	نسبة التمويل الداخلي للأصول
1.45	1.51	2.21	الأموال الدائمة /الأصول الثابتة	نسبة التمويل الدائم

2/الحجم

2018	2017	2016	البيان
-0.19	0.006	0.06	القيمة المضافة N-1 القيمة المضافة N-1/

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن النسبة في تغير القيمة المضافة في تذبذب في فترة المدروسة حيث بلغت في سنة 2016 6 بالمئة ثم إنخفضة 0.6 بالمئة سنة 2017 ولا زالت في إنخفاض مجددا سنة 2018 إلى

19 بالمئة

وبالتالي يمكن الحكم أن حجم المؤسسة عموماً في تراجع حيث بلغ أقصاه في السنة الأولى من الدراسة ولقد حققت نسبة تغير قدرة ب 6 بالمئة ثم أننا نلاحظ في حالة إنخفاض حجم المؤسسة فإن حجم ديون قصيرة الأجل تزداد والعكس صحيح

3/المردودية

0.09	0.13	0.14	النتيجة الصافية / الأموال الخاصة	المردودية المالية
0.18	0.24	0.26	ا ف إ / الأموال الخاصة * 100	المردودية الاقتصادية

2018	2017	2016	البيان
5202708.71	5008454.20	6832093.75	المصاريف المالية
694172950.27	925252401.76	868471426.82	الربح قبل الفائدة و الضريبة (النتيجة العملياتية)
0.74	0.54	0.78	درجة الرفع المالي

1يبين لنا معدل المردودية الاقتصادية مدى الكفاءة في استخدام الموارد لجلب الأرباح، ويمكن بها تقدير كفاءة المشروع الاقتصادي، والتي على أساسها يقوم المستثمر باتخاذ القرارات المناسبة، حيث نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن تطور معدل المردودية الاقتصادية لمؤسسة GICA في تذبذب حيث بلغ أقصاه في السنة الأولى من الدراسة وقدرت ب 26 بالمئة لتتخف في السنة الموالية الى نسبة 24 بالمئة

تم إنخفضت مجددا في السنة الثالثة من الدراسة إلى 18
2- نلاحظ من خلال الجدول اعلاه المردودية المالية لمؤسسة gica في إنخفاض ، ويعود ذلك لنقصان النتيجة خلال سنوات الدراسة 2016-2017-2018

3 الرفع المالي نلاحظ أن الرفع المالي في تذبذب طيلة الفترة المدروسة حيث تتراوح بين 0.78 و 0.58 ثم إرتفع مجددا إلى 0.78 إلا أنه يعتبر منخفض مما يدل على إنخفاض درجة المخاطرة إذن المؤسسة لها قدرة عالية على الإستفادة من الرفع المالي

4/النمو

البيان	2016	2017	2018
CAn-Can-1/Can-1	0.041	0.078	-0.23

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن نسبة التغير في رقم الأعمال للمؤسسة gica منخفض ويتغير بشكل متذبذب وهذا ما يترجم نمو طفيف للمؤسسة محل الدراسة مع ملاحظة وجود بعض التراجع في سنة 2018 فكما هو معروف المؤسسة التي تتميز بسرعة نمو تعتمد في تمويلها على إستخدام القروض بشكل كبير وهذا على العكس على ما هو عليه حال المؤسسة محل الدراسة gica حيث قدرة التمويل الذاتي اكثر من 50 بالمئة من مكونات الهيكل المالي

الخاتمة :

سعيًا من خلال الدراسة التي قمنا بها للإجابة على الإشكالية المطروحة و المتمثلة في محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية، وقد حاولنا معالجة هذه الإشكالية عبر ثلاث فصول ، وهذا انطلاقًا من الفرضيات التي تم صياغتها في المقدمة لإثبات صحتها أو عدم صحتها .

حيث تم من خلال الفصل الأول التعرض للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية وتقدير تكلفته مع التطرق للسياسات التمويلية للمؤسسة ، وقد استخلصنا أن مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية تنقسم إلى مصادر تمويل داخلية ومصادر تمويل خارجية مباشرة ، ومصادر تمويل خارجية غير مباشرة ، وبالتالي توصلنا إلى أن الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية يتكون من مصدرين أساسيين هما أموال الملكية وأموال الاستدانة . وهكذا نكون قد أثبتنا صحة الفرضية الأولى.

...محددات إختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة .

نكون قد أثبتنا صحة الفرضية الأولى.

و إلى جانب ما سبق فقد توصلنا من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل و بالتحديد من أما المبحث الثاني فقد كان يهدف للتعرف على أهم الأطر النظرية التي عالجت الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية فتوصلنا إلى أنه يمكن تقسيم وجهات نظر الباحثين الاقتصاديين في هذا الموضوع من

ثلاث زوايا، الهيكل المالي في ظل كما الأسواق و تضم نظرية الربح الصافي و التي تقر بأن المؤسسة

الاقتصادية و عن طريق الى رفع المالي يكنها رفع قيمتها السوقية أو تخفيض التكلفة الكلية للأموال ،أما مدخل صافي ربح العمليات فيفترض ثبات تكلفة الأموال بغض النظر عن مكونات الهيكل المالي و بالتالي

عكس ما يفترضه المدخل التقليدي، فحسب هذا المدخل فإن وجود نسبة افتراض مثالية تنخفض

عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى، أما ميلر و مود كلياني فلم يوافقا على نتائج التحليل التقليدي فقد توصلا من خلال دراستهما سنة 1958، أنه في ظل عالم لا يخضع فيه دخل المؤسسة للضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن الهيكل المالي لها و بالتالي فتكلفة الأموال ثابتة لكل المؤسسات المتماثلة المخاطر.

أما الزاوية الثانية التي عولج من خلالها موضوع الهيكل المالي الأمثل فقد كانت في ظل عدم كمال الأسواق، فبعد صدور المقال التصحيحي لميلر و مود كلياني سنة 1963، حيث بينا فيه أنه في ظل خضوع دخل المؤسسة للضريبة تكون القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد على التمويل الداخلي و كذا الخارجي أكبر

من القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد على مصادر التمويل الداخلي فقط ، كما أن المؤسسة الاقتصادية تتحمل مخاطر مالية إضافية نتيجة اللجوء إلى الاقتراض

مما يدفعها لنقل هذه التكاليف للملاك تجنباً لوقوع الإفلاس و هذا ما تناولته نظرية الإفلاس. أما نظرية التسوية فقد جمعت ما ورد لدى ميلر و مود كلياني في ظل وجود الضرائب و ما ورد في نظرية التسوية ، حيث توصلت إلى أن الهيكل المالي الأمثل لا يتحقق إلا عند التوازن بين المتغيرين (الإفلاس و الوفرة الضريبية).

المبحث الثالث إلى أن لكل عنصر من عناصر الهيكل المالي للمؤسسة تكلفة خاصة به ، ونسب مؤشرات مالية معينة تعنى بدراسة الهيكل المالي عن طريق التحليل .

تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل على حدى، و بالتالي تقدير معدل و حيد لتكلفة الأموال يكون كمعيار الانتقاء المشاريع الاستثمارية.

نتائج الدراسة:

بعد إجراء الفحص والدراسة للقوائم المقدمة من طرف مسيري المؤسسة والمتمثلة في الميزانية المالية (2016-2017-2018) وذلك بمطابقة طرق وأساليب التحليل المالي عليها، توصلنا إلى الوضعية المالية لمؤسسة GICA في الفترة محل الدراسة، وهو ما يسمح لنا بتقديم تقرير مالي يعلق على الحالة المالية لمؤسسة GICA كما يلي:

: رأس مال العامل: موجب على مدى ثلاث سنوات (2016-2017-2018) وهذا ما يفسر وجود هامش أمان يسمح

بتغطية احتياجات دورة الاستغلال : احتياجات رأس المال العامل سالبة خلال السنتين وهذا يعني أن المؤسسة لا تحتاج إلى رأس

المال العامل، بل هذه القيمة السالبة) تمول بها القيم الجاهزة، أما خلال السنوات الثلاثة المتبقية (2016-2017-2018

فقد كان موجب ما يدل على عكس ما ذكر مسبقا. : خزينة موجبة معناه أن المؤسسة تستغل قيمها الحاضرة أحسن استغلال،. أي رأس المال العامل أكبر من

احتياجات رأس المال العامل : تعتمد مؤسسة GICA على مصادر التمويل الذاتي بالدرجة الأولى مما أفقدها الحصول على الميزات الجبائية

أي عدم استفادتها من الوفرات الضريبية. * من بين المحددات التي تعتمد عليها مؤسسة GICA لاختيار هيكلها المالي الضريبة، حجم المؤسسة، المردودية ونمو المؤسسة.

آفاق الدراسة :

بعد معالجة الإشكالية محددات إختيار الهيكل المالي الأمثل، اتضحت لنا مجموعة من المواضيع التي يمكن أن تكون موضوع دراسة مستقبلية للمهتمين في هذا المجال وهي:

- تأثير الهيكل المالي على القرارات الإستراتيجية للمؤسسة الاقتصادية.
- دور صيغ التمويل الإسلامية كبديل للتمويل التقليدي في تعظيم قيمة المنشأة الاقتصادية.

قائمة المراجع



أولاً: قائمة المراجع باللغة العربية

أ/ الكتب:

- 1 - محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية دار الجامعة ،الإسكندرية مصر .2004
- 2- لطرش وليد وعياد السعدي الإدارة المالية الحديثة مدخل لتحليل القوائم المالية حسب النظام المحاسبي المالي دار النشر جيطلي سنة 2017.
- 3- حسين عطا غنيم ، دراسات في التمويل ، المكتبة الأكاديمية ، مصر .2005
- 4- محمد صالح الحناوي إبراهيم إسماعيل سلطان الإدارة المالية والتمويل دار الجامعة للنشر والتوزيع سنة 1999 .
- 5 - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية :مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2000.
- 6- عبيد علي أحمد الحجازي ، مصادر التمويل ، دار النهضة العربية ، مصر ، 2000
- 7- محمد أيمن عزة الميداني ،مرجع سبق ذكره.
- عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006.
- 8- حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوارق للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 9- دريد كامل آل شبيب 2004 مبادئ الإدارة المالية دارد المناهج للنشر والتوزيع الأردن
- 10- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرباقص، أساسيات التمويل والادارة المالية، الادارة الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر
- 11- عبد الغفار حنفي 1993 ، إدارة مالية المعاصرة المكتب العربي الحديث الإسكندرية .

- 12- جليل كاظم مدلول العارضي، الادارة المالية المتقدمة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الاردن، 2013
- 13- عبد العزيز النجار، أساسيات الادارة المالية، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، بدون رقم الطبعة، مصر، 2007 .
- 14- عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، أساسيات الادارة المالية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، الاردن.
- 15- حمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية، دار حامد للنشر
- 16- والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008 ،
- 17- حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، 2001
- 18- مليكة زغيب وبوشنكير ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر،
- 19- محمد صالح الحناوي و آخرون، أساسيات الادارة المالية، التحليل المالي للمشروعات الجديدة، دار الجامعية، بدون رقم الطبعة،

ب/ المذكرات، الرسائل والأطروحات:

1. تبر زعود ، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية ، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة 2009

2. راضية قريوع ، محددات إختيار الهيكل المالي للمؤسسة الراضية قريوع ، محددات إختيار الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية ،مذكرة ماستر كلية العلوم الإقتصادية ، جامعة العربي بن مهيدي ،أم البواقي 2017

3. الحاج قويدر فاطمة ، التمويل كأداة لإستمرارية المشاريع الإستثمارية ، مذكرة كماجستير كلية العلوم الإقتصادية، جامعة قاصدي مرباح ،ورقلة 2012

4. بورية غنية محددات إختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة ، مذكرة ماجستير جامعة الجزائر 3 ، 2012

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

أ/ الكتب

- 1 GÉRARD MELYON (2007) , gestion financière, 4^{EME} EDITION Bréal,
- 2 Crian walsh (1998) ,les ratios clé au management , village mondiale , paris ,
- 3 florent deisting, jean–pierre lahille (2013) , analyse financière , dunod , paris.
- 4 Carmichael and authors : financial accounting and general topics , john wiley sons , canada
- 5 Alain Chauvel, Gilles Fournier, Claude Raimbault (2001), Manuel d'évaluation des procédés, TECHNIP, Paris.