

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد الصديق بن يحي-جيجل



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

أثر قرار التمويل على ربحية المؤسسة الاقتصادية
- دراسة حالة مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط -
خلال الفترة (2009-2018)

مذكرة مقدمة استكمالاً لنيل متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

تحت إشراف الأستاذة:

- فيروز بوشويط

من إعداد الطالبتين:

- بسمة بوطمينة

- ريم دواس

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الجامعة	الصفة
آمال ينون	جامعة جيجل	رئيساً
فيروز بوشويط	جامعة جيجل	مشرفاً ومقرراً
جمال قدام	جامعة جيجل	مناقشاً

السنة الجامعية: 2018-2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

The image displays the Basmala in a highly stylized, bold black calligraphic font. The text is arranged in a slightly curved, horizontal orientation. Five long, straight arrows point upwards from the top of the letters, indicating the direction of the pen strokes. Small numbers (1, 2, 3) are placed at the beginning of various strokes to denote their sequence. The calligraphy is contained within a simple black rectangular border.

شكر وعرّفان

الحمد والشكر لله والصلاة والسلام على أفضل خلق الله الذي بسنته اهتدينا،
وبالقرآن الكريم المنزل عليه تعلمنا، وبسورة العلق أنارت درينا وفتحت طريق العلم
أمام أعين الأنام.

وعليه لا يسعنا إلا أن نتقدم بجزيل الشكر والعرّفان للأستاذة المشرفة: **بوشويط
فيروز** التي أنارت درينا بنصائحها وتوجيهاتها القيمة، وحرصها على إتمام هذه
الدراسة على أكمل وجه مع مراعاة إتباع القواعد المنهجية.
كما نتقدم بشكرنا وعرّفاننا إلى الأستاذة **قيرة عمر وقدام جمال** على مساعدتهم لنا
في إنجاز هذه المذكرة
وإلى كل من قدم لنا يد المساعدة في إنجاز هذا العمل المتواضع، كما نتقدم
بأسمى معاني الشكر والعرّفان إلى كل الأعضاء لجنة المناقشة
وفي الأخير تحية وشكر وعرّفان للجميع

إهداء إهداء

إلى من أضاعت لي الطريق ويسرت لي كل عسير

إلى من علمتني معنى الحياة ورسمت مستقبلي على كفها وربتني أحسن تربية

إلى من شقت وسهرت طويلا لتشهد يوم نجاحي وتراني في أعلى المراتب

إلى أغلى ما عندي في هذا الوجود إلى يوم الخلود **"أمي الحبيبة والغالية"**.

إلى الذي كبرت بين أحضانه وتعب من أجل راحتي وسعادتي

إلى من منحني الحب والحنان وألبسني خصال العفة والطهارة

إلى من دفعني بقوة للوصول إلى هذه المكانة

إلى من علمني الطموح وعدم الاستسلام، قرّة عيني وسر وجودي **"أبي الغالي"**.

وإلى كل أفراد عائلتي وصديقاتي في مشواري الدراسي وكل طلبة قسم علوم التسيير

وأخص بالذكر طلبة تخصص إدارة مالية دفعة 2019.

إلى كل من وسعتهم ذاكرتي ولم تسعهم مذكرتي وأفتكرهم قلبي ونسيهم قلبي.

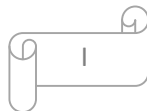
بسمة + ريم
بسمة + ريم



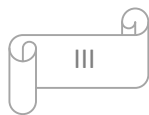
قائمة المحتويات

قائمة المحتويات

الصفحة	المحتويات
	الشكر والعرفان
	قائمة المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة الملاحق
أ	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري لقرار التمويل	
8	تمهيد
9	المبحث الأول: عموميات حول قرار التمويل
9	المطلب الأول: مفهوم قرار التمويل
11	المطلب الثاني: خطوات قرار التمويل والعوامل المتحكمة فيه
14	المطلب الثالث: السياسة التمويلية في المؤسسة
17	المبحث الثاني: المصادر التمويلية في المؤسسة الاقتصادية ومحدداتها
17	المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلي
22	المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجي
37	المطلب الثالث: العوامل المحددة لأنواع التمويل
40	المبحث الثالث: تكلفة التمويل
40	المطلب الأول: ماهية تكلفة التمويل
42	المطلب الثاني: تقدير تكلفة التمويل
51	المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة للأموال
54	خلاصة
الفصل الثاني: علاقة قرار التمويل بالربحية في المؤسسة الاقتصادية	
55	تمهيد
56	المبحث الأول: أساسيات حول الربحية في المؤسسة الاقتصادية
56	المطلب الأول: مفهوم الربحية
59	المطلب الثاني: مؤشرات قياس الربحية في المؤسسة الاقتصادية
65	المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على ربحية المؤسسة الاقتصادية



65	المطلب الأول: العوامل الخارجية المؤثرة على الربحية
66	المطلب الثاني: العوامل الداخلية المؤثرة على الربحية
67	المبحث الثالث: الرفع المالي وعلاقته بالربحية
67	المطلب الأول: مفهوم الرفع المالي
75	المطلب الثاني: علاقة الرفع المالي بالنشاط التشغيلي
77	المطلب الثالث: أثر الرفع المالي علي الربحية في المؤسسة
79	خلاصة
	الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط
81	تمهيد
82	المبحث الأول: تقديم مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط
82	المطلب الأول: لمحة عن مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط
83	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط
86	المطلب الثالث: أهمية دور مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط في الاقتصاد الوطني
88	المبحث الثاني: واقع قرار التمويل في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط
88	المطلب الأول: دراسة تطور الأموال الخاصة في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط
93	المطلب الثاني: دراسة تطور أموال الاستدانة في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط
98	المطلب الثالث: نسب الرافعة المالية في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط
101	المبحث الثالث: دراسة تحليلية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط
101	المطلب الأول: تحليل أثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط
109	المطلب الثاني: تحليل أثر قرار التمويل على ربحية المؤسسة (سيناريو الرفع من المصادر الخارجية)
113	خلاصة
115	خاتمة
119	قائمة المراجع
	الملاحق
	الملخص





قائمة الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	الجدول	الرقم
88	تطور نسبة الأموال الخاصة في تمويل أصول مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)	(1-1)
90	مكونات الأموال الخاصة لمؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)	(2-1)
91	تطور قدرة التمويل الذاتي لمؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)	(3-1)
93	تطور نسبة الديون إلى مجموع الموارد الدائمة لمؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)	(4-1)
95	تطور نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون داخل مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)	(5-1)
96	تطور نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الديون داخل مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)	(6-1)
98	تطور نسب الرافعة المالية في مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)	(7-1)
99	تطور نسبة الديون إلى حقوق الملكية في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة (2009-2018)	(8-1)
101	تطور المردودية الاقتصادية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة (2009-2018)	(9-1)
103	تطور المردودية المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة (2009-2018)	(10-1)
104	أثر الرفع المالي في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة (2009-2018)	(11-1)
105	تطور معدل العائد على الموجودات لمؤسسة "عياشي سعيد" خلال فترة (2009-2018)	(12-1)
107	تطور المصاريف المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة (2009-2018)	(13-1)
108	تطور ربحية السهم و مقسوم أرباح السهم لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة (2009-2018)	(14-1)
109	تطور نسبة الديون خلال الفترة (2009-2018)	(15-1)



قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
14	سياسة التمويل المثالية (المعتدلة)	(1-1)
15	سياسة التمويل المحافظة	(2-1)
16	سياسة التمويل الجريئة (المغامرة)	(3-1)
65	مؤشرات قياس الربحية في المؤسسة الاقتصادية	(1-2)
83	البطاقة التعريفية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط	(1-3)
84	الهيكل التنظيمي لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط	(2-3)
89	تطور نسبة الأموال الخاصة إلى الأموال الدائمة في مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)	(3-3)
91	تركيبة الأموال الخاصة في مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)	(4-3)
94	تطور نسبة الديون إلى مجموع الموارد الدائمة لمؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)	(5-3)
96	نسبة تطور الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون داخل مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)	(6-3)
97	نسبة تطور الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الديون داخل مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)	(7-3)
99	نسب الرافعة المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)	(8-3)
100	نسبة الديون إلى حقوق الملكية في مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)	(9-3)
102	تطور المردودية الاقتصادية في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة (2009-2018)	(10-3)
104	تطور المردودية المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة (2009-2018)	(11-3)
105	معدل العائد على الموجودات للمؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)	(12-3)

108	ربحية السهم ومقسوم أرباح السهم لمؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2018-2009)	(3-13)
-----	--	--------

قائمة الرموز و المختصرات

قائمة الرموز والمختصرات

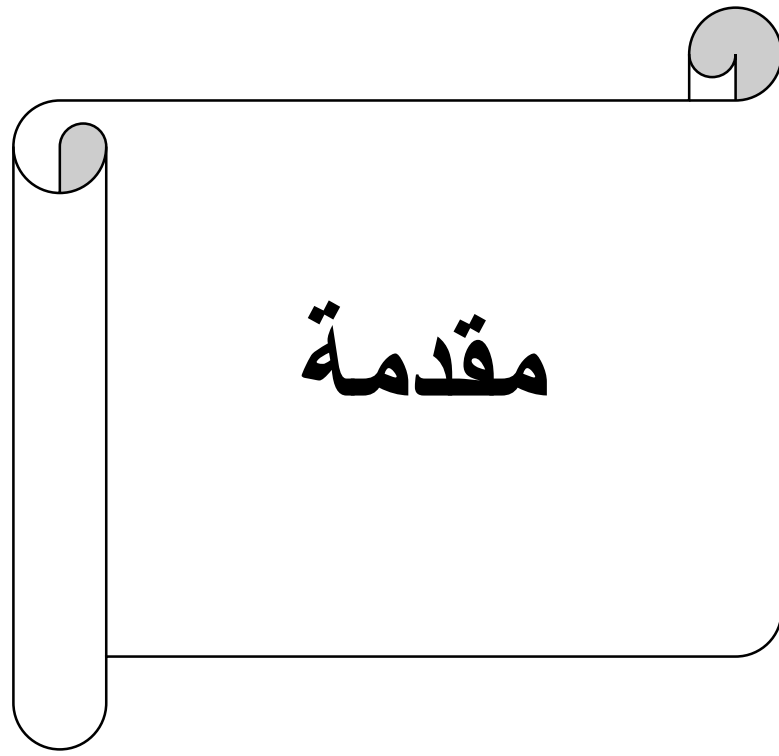
الرمز	الدلالة
β	معامل β لتقدير مخاطر السهم.
A	
AF	Auto Financement
B	
	Beta
C	
CAF	Capital d'auto Financement
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CP	Capitaux Propres
D	
D	Dettes
DFL	Degree of Financial Leverage
DOL	Degree of Operating Leverage
DPS	Dividend Per Share
E	
EAIT	Earnings After Interest and Taxes
EBIT	Earnings Befor Interest and Taxes
EPS	Eaerning Per Share
I	
I	Interest
L	
LV	Leverage
LIQ	Liquidity
P	
PROF	Profibility
R	
Re	Rentabilité Financière
Rf	Rentabilité Economique
ROA	Return On Assets
ROE	Return On Equity
ROI	Return On Investment
T	
	Tax
W	
WACC	Weighted Average Cost of Capital



قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

الرقم	قائمة الملاحق
01	القوائم المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط لسنة 2009
02	القوائم المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط لسنة 2010
03	القوائم المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط لسنة 2011
04	القوائم المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط لسنة 2012
05	القوائم المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط لسنة 2013
06	القوائم المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط لسنة 2014
07	القوائم المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط لسنة 2015
08	القوائم المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط لسنة 2016
09	القوائم المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط لسنة 2017
10	القوائم المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط لسنة 2018



تعد المؤسسات الاقتصادية الركيزة الأساسية التي يقوم عليها الاقتصاد الوطني لأي دولة، وهو مرتبط بقدرتها على تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة، غير أن مزاوله المؤسسة لأي نشاط اقتصادي يتولد عنه احتياجات تمويلية تلجأ إلى تغطيتها بالبحث عن مصادر التمويل الملائمة سواء من مصادر داخلية أو خارجية، فعملية التمويل وتصميم الهيكل المالي من المواضيع الأساسية ضمن مالية المؤسسة، حيث ازدادت أهميته وتطورت بشكل ملحوظ في العقدين الأخيرين لمواجهة التحديات المتزايدة التي تواجه المؤسسات الاقتصادية خاصة في ظل العولمة الاقتصادية والتطور التكنولوجي واشتداد البيئة التنافسية في السوق المالي وندرة رأس المال، وهذا كله زاد من صعوبة اتخاذ قرار التمويل في المؤسسة .

يعتبر قرار التمويل من أصعب القرارات المالية التي تواجه الإدارة المالية ويعد أحد القرارات الإستراتيجية في المؤسسة بعد قرار الاستثمار يليه قرار توزيع الأرباح، حيث نجد أن أول ما يفكر به المسير المالي هو كيفية إمداد المؤسسة بالأموال اللازمة سواء لإنشائها أو لتوسيعها، إضافة إلى اختيار أحسن مصدر تمويلي من أجل تحسين وضعيتها المالية خاصة في ظل وجود مصادر تمويلية متعددة تتباين في خصائصها وتختلف في تكاليف وشروط الحصول عليها، لذلك أصبح من الضروري على الإدارة المالية لهذه المؤسسات أن تحدد بدقة المصادر التمويلية المتاحة أمامها و المفاضلة بينها بدلالة مجموعة من المعايير و المحددات التي تستجيب في مجملها لأهداف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة.

وذلك من خلال اختيار المزيج التمويلي الأمثل الذي يحقق للمؤسسة أعلى ربحية ممكنة، مع الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العناصر أهمها تأثير المديونية على ربحية المؤسسة، مستوى الدين ومدى تناسبه مع وضع المؤسسة، من خلال إيجاد التوليفة المثلى المشكلة من الأموال الخاصة والديون، حيث يمثل التمويل بالدين أكثر الطرق شيوعاً في تمويل أصول المؤسسة لمشاريعها، وذلك بسبب انخفاض تكلفته مقارنة بالأموال الخاصة بسبب الاستفادة من الوفورات الضريبية، في المقابل نجد أن الزيادة في استخدام الديون يؤثر سلباً على ربحية المؤسسة في حالة عدم تحقق العائد المطلوب .

أولاً: إشكالية البحث

بناءً على ما سبق، يمكن معالجة الموضوع وفق الإشكالية التالية:

كيف يؤثر قرار التمويل على الربحية في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط؟

وللوصول إلى إجابة عن هذا التساؤل الرئيسي، نحاول الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي أهم المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية؟
- كيف يتم اتخاذ قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية؟
- كيف يؤثر قرار التمويل بالاستدانة على تحقيق الربحية في المؤسسة الاقتصادية؟
- كيف يؤثر الرفع المالي على ربحية المؤسسة الاقتصادية؟

ثانياً: فرضيات الدراسة

للإجابة على الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- يساهم قرار التمويل بالاعتماد على الأموال الخاصة في الرفع من ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط؛
- يساهم قرار التمويل بالاعتماد على مصادر التمويل الخارجية (الديون قصيرة وطويلة الأجل) في الرفع من ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط.
- من مصلحة مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط عدم تطبيق سيناريو الرفع من الديون خلال الفترة (2009-2018) لما يحققه من نتائج سلبية.

ثالثا: أهداف الدراسة

- نرمي من خلال هذه الدراسة لتحقيق جملة من الأهداف يمكن إجمالها فيما يلي:
- تحديد مختلف المفاهيم المتعلقة بقرار التمويل وبيان أهميته ومكانته في المؤسسة؛
 - التعرف على أهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة وكيفية الاختيار بينها؛
 - معرفة أثر تكلفة التمويل في بناء الهيكل المالي للمؤسسة؛
 - معرفة أثر الرافعة المالية على قرار التمويل داخل المؤسسة؛
 - تسليط الضوء على مدى مساهمة قرار الاستدانة في الرفع من الربحية، كون هذه الأخيرة ترتبط بنمو المؤسسة وبقائها وتعظيم ثروة الملاك مما يساهم في تطور الأداء المالي، ومن ثمة الوقوف على العوامل التي تتحكم في هذه الربحية والعلاقة التي تربطها بالهيكل التمويلي.

رابعا: المنهج المتبع والأدوات المستخدمة

بغية الإلمام بمختلف جوانب الموضوع وللإجابة على الإشكالية المطروحة والإجابة على تساؤلات الدراسة وكذا اختبار صحة الفرضيات، اعتمدت الدراسة على: المنهج الوصفي التحليلي حيث استخدم هذا المنهج في تقديم المفاهيم النظرية، وذلك من خلال عرض المفاهيم والمعلومات الخاصة بقرار التمويل وتوضيح مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة والعوامل المؤثرة فيها وتكلفة كل مصدر تمويلي، بالإضافة إلى التعرف على ربحية المؤسسة ومؤشرات قياسها.

كما تم الاعتماد على المنهج التحليلي لتحليل أثر قرار التمويل على ربحية المؤسسة وكذا تحليل العلاقة بين هيكل التمويل والربحية، بالإضافة إلى تفسير النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة. وتم الاعتماد أيضا في الجانب التطبيقي على المنهج الوصفي التحليلي من خلال الدراسة التطبيقية ، حيث تم فيها إسقاط الجانب النظري على الواقع التطبيقي بالاعتماد على القوائم المالية والمعلومات المقدمة من طرف المؤسسة محل الدراسة، من خلال تحليل النتائج المتوصل إليها.

أما فيما يخص الأدوات المستخدمة في الدراسة تم الاعتماد على الكتب ذات الصلة بالموضوع محل الدراسة إضافة إلى المذكرات الجامعية، وكذلك الملتقيات والمجلات. كما اعتمدت الدراسة التطبيقية على الوثائق الداخلية والقوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة والمقابلات الشخصية.

خامسا: أهمية الدراسة

تتجلى أهمية الدراسة في العديد من النقاط أهمها:

- تسليط الضوء على أحد أهم المواضيع في الإدارة المالية التي تشغل بال الكثير من الباحثين، حيث تعد مسألة اتخاذ قرار التمويل داخل المؤسسة من أهم المواضيع وأكثرها حساسية وهذا لارتباطها الوثيق بالأهداف الإستراتيجية للمؤسسة الاقتصادية، إذ يتعلق اتخاذ قرار التمويل بالإستراتيجية المالية للمؤسسة التي تهدف من خلاله إلى البحث عن المزيج الأمثل لمختلف عناصر التمويل لتشكيل هيكلها المالي، والذي تحقق عنده أعلى مردودية مالية ممكنة من أجل دعم نمو واستمرارية المؤسسة؛
- يعتبر هدف تعظيم ربحية المؤسسة من بين الأهداف الواجب على الإدارة المالية تحقيقها من خلال إيجاد التوليفة المثلى من الأموال الخاصة والأموال المقترضة الذي تحقق العائد المطلوب وبأقل خطر ممكن؛
- كما يكتسي البحث أهمية من خلال توجه العديد من الاهتمامات البحثية العلمية الحالية إلى تناول مواضيع حول ربحية المؤسسات الاقتصادية والمقارنة بينها سواء بالاعتماد على مؤشرات لقياسها على مستوى المؤسسة الواحدة أو بالاعتماد على نماذج لمؤشرات البورصات وتقييمها على مستوى السوق المالي.

سادسا: أسباب اختيار الموضوع

- تم اختيار هذا الموضوع استنادا لجملة من الاعتبارات الذاتية و الموضوعية يمكن إيجازها في النقاط التالية:
- الرغبة الشخصية في دراسة هذا الموضوع الذي يندرج ضمن التخصص؛
 - قلة البحوث الأكاديمية المتعلقة بدراسة أثر قرار التمويل على ربحية المؤسسة الاقتصادية؛
 - يعتبر موضوع أثر قرار التمويل على ربحية المؤسسة الاقتصادية من المواضيع الجديرة بالدراسة نظرا لحدثة البحث فيها؛
 - تعد مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية، ودراسة تركيبية هيكلها المالي من بين المواضيع ذات الأهمية البالغة في مجال مالية المؤسسة؛
 - إزالة الالتباس و توضيح الغموض حول كيفية تحديد مصادر التمويل المناسبة لتمويل المؤسسة؛
 - الدور الفعال الذي تلعبه الرافعة المالية في اتخاذ القرار التمويلي؛
 - السعي إلى فهم الربحية والتحكم في آلية وطرق قياسها، وبالتالي فهم جانب أساسي في عمل المؤسسات.

سابعا: حدود الدراسة

- بهدف الوصول إلى نتائج أكثر دقة وموضوعية، وتقترب من تشخيص أفضل للواقع، تم وضع حدود للدراسة والتي تتمثل في:
- **الحدود الموضوعية:** تحاول هذه الدراسة توضيح أثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة " عياشي سعيد " لإنتاج البلاط، مع الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العوامل التي لم نتناولها والتي يمكن أن تؤثر على الربحية.
 - **الحدود المكانية:** تم تطبيق الدراسة على مؤسسة خاصة جزائرية و المتمثلة في شركة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط.
 - **الحدود الزمنية:** غطت الدراسة الفترة الزمنية الممتدة من سنة 2009 إلى غاية 2018.

ثامنا: الدراسات السابقة

من بين الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث نذكر:

- دراسة بسام محمد الآغا (2015) بعنوان: أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار: دراسة تطبيقية على مؤسسة المساهمة العامة العاملة بفلسطين، وقد سعت هذه الدراسة لتقييم علاقة الرافعة المالية و تكلفة التمويل و معرفة مقدار تأثيرها على معدل العائد على الاستثمار، حيث تم أخذ عينة مكونة من (15) مؤسسة مساهمة خلال الفترة (1999-2003). واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في تحليل القوائم المالية لمؤسسات العينة، وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة: وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض و معدل العائد على الاستثمار. وكذلك وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل (الممتلكة والمقترضة) و تكلفة هذه المصادر، كما أثبتت الدراسة كذلك عدم وجود علاقة إحصائية بين الرافعة المالية و معدل العائد على الاستثمار، كما أوصت الدراسة بزيادة الاعتماد على التمويل بحقوق الملكية وتخفيض التمويل بالقروض قدر الإمكان مع مراعاة درجة المخاطرة.
- دراسة علي كعنان، علي ساعود (2018) بعنوان: أثر الرافعة المالية على الربحية: دراسة تطبيقية على المؤسسات غير المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، تهدف الدراسة إلى الكشف عن أثر الرافعة المالية على ربحية المؤسسات غير المالية في سوق دمشق للأوراق المالية ومدى إمكانية استخدام الديون في زيادة الربحية، حيث تم أخذ عينة مكونة من (04) مؤسسات خلال الفترة (2008-2016)، وتم استخدام البرنامج الإحصائي (SPSS) لاختبار العينة وذلك باستخدام الانحدار الخطي، وخلصت الدراسة بعد إجراء عملية التحليل لبيانات الدراسة إلى أن للرافعة المالية أثر ذو دلالة معنوية على الربحية في المؤسسات غير المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وأوصت الدراسة بزيادة القروض والتسهيلات الممنوحة للشركات لما لذلك من أثر إيجابي على ربحيتها.
- دراسة رضوان العمار، دانيا إبراهيم غيا (2018) بعنوان: أثر القرار التمويلي في الربحية: دراسة تطبيقية على مؤسسات صناعة النسيج في الساحل السوري، حيث تم أخذ عينة مكونة من (03) مؤسسات غير مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2000-2016). حيث تم قياس القرار التمويلي بكل من نسبة الديون الإجمالية إلى إجمالي الأصول، والربحية بكل من معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) ومعدل العائد على رأس المال (ROC)، وقد تم الاعتماد على سلسلة من البيانات المالية السنوية للمؤسسات الثلاث خلال الفترة المدروسة (Panal Data). ويهدف تقدير نماذج الدراسة تم استخدام جذر الوحدة لاختبار استقرارية المتغيرات المدروسة. وبعد التأكد من استقراريتها تم تقدير نماذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، وقد توصلت الدراسة إلى نتائج عديدة أهمها أن للديون أثر سلبي في الربحية على اختلاف النسب المستخدمة في قياس كل من الديون والربحية.

- دراسة عبد الخالق ياسين البدران، عادلة حاتم ناصح (2014) بعنوان: علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة: دراسة تطبيقية على عينة من مؤسسات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، حيث تم أخذ عينة مكونة من (14) مؤسسة خلال الفترة (2004-2011). واستخدم الإحصاء الوصفي والانحدار البسيط فضلا عن استخدام بعض أساليب الوصف الإحصائي مثل: الوسط الحسابي والانحراف المعياري، وبعد إجراء عملية تحليل بيانات الدراسة واختبار فرضياتها توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: أنه لا توجد علاقة بين المتغير المستقل ممثلا بنسبة المديونية والمتغير التابع الربحية ممثلا بمعدل العائد على الموجودات.
- دراسة بن عيشة كريمة، بن عياش مريم (2018) بعنوان: أثر الهيكل التمويلي على ربحية المؤسسات الاقتصادية: دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال سنة (2016)، حيث تمت الدراسة على عينة من المؤسسات المدرجة في CAC40 خلال سنة 2016، باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد وبرنامج Eviews10 بأخذ هامش صافي الربح كمتغير تابع وإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة كمتغير مستقل، إضافة إلى متغيرات ضابطة كالسيولة، الحجم، النمو ودوران الأصول. أهمية هذه الدراسة تنبع من أهمية القرارات المالية المتعلقة باختيار تركيبة الهيكل التمويلي في المؤسسات. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة وهامش صافي الربح لعدم استفادتها من المزايا الضريبية التي توفرها الديون، كما توصلت لوجود علاقة سلبية معنوية بين السيولة، الحجم، النمو وهامش الربح، بينما كان أثر دوران الأصول غير معنوي.

تاسعا: صعوبات الدراسة

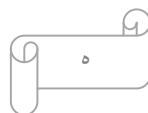
أثناء إعداد هذه الدراسة تم مواجهة العديد من الصعوبات أهمها:

- ضيق المدة الممنوحة للدراسة؛
- نقص المراجع التي تخص الجانب النظري المتعلق بربحية المؤسسة الاقتصادية؛
- صعوبة الحصول على القوائم المالية من المؤسسة محل الدراسة.

عاشرا: هيكل الدراسة

من أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة والتساؤلات الفرعية، ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة تم تقسيمها إلى جانبين: الجانب الأول نظري يحتوي على فصلين، والجانب التطبيقي يضم فصلا واحدا، حيث تنطلق الدراسة بمقدمة تشتمل على إشكالية الدراسة ومحاورها وأبعادها، وتنتهي بخاتمة تحتوي على اختبار فرضيات الدراسة ومختلف النتائج النظرية والتطبيقية المتوصل إليها، إضافة إلى مجموعة من التوصيات المقترحة وآفاق الدراسة، وتم تقسيم هيكل الدراسة كما يلي:

تضمن الفصل الأول الإطار النظري لقرار التمويل، حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث يضم المبحث الأول عموميات حول قرار التمويل في المؤسسة، أما المبحث الثاني فعالج المصادر التمويلية بالمؤسسة، في حين خصص المبحث الثالث لتقدير تكلفة التمويل.



أما الفصل الثاني فقد تطرق إلى علاقة قرار التمويل بالربحية في المؤسسة الاقتصادية، حيث يضم هذا الفصل ثلاث مباحث، المبحث الأول تضمن أساسيات حول الربحية في المؤسسة الاقتصادية، أما المبحث الثاني فتضمن العوامل المؤثرة على ربحية المؤسسة الاقتصادية، في حين عالج المبحث الثالث الرفع المالي وعلاقته بالربحية في المؤسسة الاقتصادية.

وفي الأخير جاء الجانب التطبيقي في فصل واحد تم فيه إسقاط ما تطرقت إليه الدراسة في جانبها النظري على المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة، حيث تم التطرق فيه لدراسة أثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة " عياشي سعيد " لإنتاج البلاط، حيث تضمن المبحث الأول تقديم مؤسسة " عياشي سعيد " لإنتاج البلاط، أما المبحث الثاني فقد تم التطرق فيه إلى واقع قرار التمويل في المؤسسة محل الدراسة، وتم تخصيص المبحث الثالث إلى الدراسة التحليلية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة " عياشي سعيد " لإنتاج البلاط.

الفصل الأول: الإطار النظري لقرار التمويل

تمهيد

المبحث الأول: عموميات حول قرار التمويل

المبحث الثاني: المصادر التمويلية في المؤسسة الاقتصادية ومحدداتها

المبحث الثالث: تكلفة التمويل

خلاصة

تمهيد

يعتبر التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسة الاقتصادية في توفير مستلزماتها الإنتاجية وتسيير جميع مستحققاتها ونفقاتها. لذلك فإن وظيفة التمويل تعد من أهم الوظائف داخل المؤسسة والعصب المحرك لجميع الوظائف الأخرى مهما كان حجم هذه الأخيرة أو نشاطها، من خلال إمدادها بالأموال اللازمة في الأوقات المناسبة، خاصة في ظل ندرة هذه الأموال وتفاوت درجة تكلفتها وكذلك تفاوت درجة المخاطرة المصحوبة بكل مصدر من مصادر التمويل.

إن قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية يعد من أخطر القرارات التي قد تدخل المؤسسة في خطر الإفلاس أو جعلها في الريادة، لذلك يجب عليها تحديد وصياغة هيكل التمويل الأمثل الذي يضمن استمراريتها ويعظم ثروة ملاكها، من خلال رفع ربحيتها بأقل تكلفة تمويلية ممكنة. لكن قبل اتخاذ قرار التمويل يجب عليها البحث عن المصادر التمويلية المناسبة سواء كانت أموال ذاتية من مصادر داخلية أو مقترضة من مصادر خارجية (طويلة أو متوسطة أو قصيرة الأجل)، ومحاولة إيجاد التوازن بين العائد والمخاطرة.

وبالتالي فالحديث عن قرار التمويل في المؤسسة، استلزم منا تناول هذا الفصل في ثلاث مباحث، المبحث الأول جاء بعنوان عموميات حول قرار التمويل في المؤسسة، والمبحث الثاني تضمن مصادر التمويل بالمؤسسة ومحدداتها، أما المبحث الثالث فقد خصص للحديث عن تكلفة التمويل.

المبحث الأول: عموميات حول قرار التمويل في المؤسسة

يعد قرار التمويل بمثابة المزيج المناسب من مصادر التمويل المختلفة والتي تهدف إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم، حيث تلجأ الإدارة المالية إلى اتخاذ القرار التمويلي وفقا لإستراتيجيات محددة توضح طبيعة وأنواع مصادر التمويل، حيث كلما كان قرار التمويل صائبا كلما زاد من القدرة التنافسية للمؤسسة ومكناها من استغلال الفرص المتاحة أمامها لتوسيع نشاطها.

المطلب الأول: مفهوم قرار التمويل

يعتبر قرار التمويل من القرارات الهامة التي تعتمد عليها أي المؤسسة في تحصيل أموالها من مصادر داخلية أو خارجية للتقليل من خطر الإفلاس، حيث يتأثر هذا القرار بطبيعة النظام المالي الذي يعطي تغييره المستمر تنوعا في المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة.

أولا: تعريف التمويل: سوف نتطرق إلى مختلف التعريفات المقدمة لمفهوم التمويل وهي كالتالي:

يعرف التمويل بأنه: "مجموعة من الأسس والحقائق التي تعمل على تدبير الأموال وكيفية استخدامها سواء كانت هذه الأموال تخص الأفراد أو منشآت الأعمال"¹.

ويعرف أيضا بأنه: " الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة، وهو يمثل جانبا من اهتمامات ووظيفة الإدارة المالية في منظمات الأعمال "².

كما يعرف أيضا على أنه: " عملية تجميع لمبالغ مالية ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة، و هذا ما يعرف برأس المال الاجتماعي، فهو إذن تدبير الموارد للمؤسسة في أي وقت تكون هناك حاجة إليه، ويمكن أن يكون التمويل قصير أو متوسط أو طويل الأجل"³.

من خلال ما سبق يمكن القول بأن التمويل هو: تلك الطريقة الإدارية التي تقوم بالبحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال، وتقييم تلك الطرق للحصول على المزيج التمويلي الأمثل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المؤسسة المالية ويساعد على تحقيق أهدافها.

ثانيا: أهمية التمويل: إن المؤسسات والدولة والمنظمات التابعة لها، لديها استخدام دائم لجميع مواردها المالية فهي تلجأ عند الحاجة إلى مصادر خارجية لسد حاجاتها سواء من عجز في الصندوق أو لتسديد الالتزامات، من هذا المنطلق يمكن القول أن للتمويل أهمية بالغة تتمثل في ما يلي⁴:

➤ تحرير الأموال والموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها؛

¹ محب خلة توفيق، الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل و الاستثمار، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2011، صص 42-43.

² يوسف حسين يوسف، التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2012، صص 171-172.

³ معراج هوري، حاج سعيد عمر، التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013، صص 15.

⁴ رابع خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، الطبعة الأولى، دار ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2008، صص 96-97.

- يساعد على إنجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني؛
- يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء أو استبدال المعدات؛
- يعتبر التمويل وسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي؛
- يساهم في ربط الهيئات والمؤسسات المالية والتمويل الدولي؛
- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية (ويقصد بالسيولة توفير الأموال السائلة الكافية لمواجهة الالتزامات المترتبة عليها عند استحقاقها، أو هي القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسائر كبيرة).

ثالثا: مفهوم قرار التمويل: لقد تعددت التعريفات التي أسندت لقرار التمويل وهي كالاتي:

يقصد بقرار التمويل أنه: " أحد أنواع القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة حيث تستعين بأدوات التحليل المالي لاتخاذ تلك القرارات ، ويتم الحصول على مصادر التمويل من مصادر قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل " ¹ .

ويعرف أيضا بأنه: " هو القرار الذي يدور حول كيفية الحصول على الأموال لتمويل الاستثمارات (هيكل التمويل)، أي تحديد تشكيلة التمويل من مصادر التمويل المتاحة المقترضة والممتلكة وأيضا تحديد نسبة التمويل من مصادر التمويل قصيرة الأجل ومصادر التمويل طويلة الأجل، وبالتالي تحديد المزيج الأمثل المناسب للتمويل، وكل ذلك يكون في إطار هدفها العام الذي يتمثل حصرا في تعظيم القيمة الاقتصادية للمؤسسة " ² .

كما يعرف أيضا بأنه: " القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سوف يتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة لتمويل الاستثمار في موجوداتها " ³ .

ويعرف كذلك بأنه: " تلك المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة " ⁴ .

من خلال ما سبق يمكن القول بأن التمويل: هو القرار الذي يبحث في الكيفية التي تتحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية لتمويل استثماراتها وتوسيع نشاطها. وذلك من خلال إصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة، وصياغة المزيج التمويلي الأمثل لذلك من المصادر التمويلية المناسبة والمتاحة أمام المؤسسة لتحقيق أهدافها.

¹ Jean-Pierre Jobard et Patrick Navette, **Finance**, 2^{ème} édition, Dalloz, 2003, P : 123.

² فطيمة الزهراء قرامز، المنهج المعاصر للتفكير المالي في المؤسسة الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد السادس، ديسمبر 2016، الجزائر، ص 312.

³ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 59.

⁴ حمزة الشخي، ابراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 20.

رابعاً: أنواع القرارات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية: يوجد نوعين من القرارات التمويلية التي تتخذها الإدارة المالية بعناية داخل المؤسسة وهما¹:

1- قرارات تهتم بتحديد المزيج الملائم للتمويل قصير الأجل: وهو من أهم القرارات التي تؤثر على الربحية والسيولة.

2- قرارات تعنى بتحديد أيها أكثر نفعية للمؤسسة القروض قصيرة الأجل أو طويلة الأجل في وقت محدد: من خلال الدراسة المعمقة للبدائل المتاحة وتكلفة كل بديل والآثار المترتبة عليه في الأجل الطويل.

خامساً: أهمية قرار التمويل: تتمثل أهمية قرار التمويل في النقاط التالية²:

- دراسة الحاجة المالية المرتبطة بنشاط المؤسسة طبقاً لخططها الإستراتيجية، وذلك لتحديد الوسائل المالية الضرورية لتغطية هذا النشاط، والوقت المناسب للحصول عليه؛
- دراسة الإمكانيات المتوفرة لدى المؤسسة على الأموال المطلوبة، بحيث تعمل على مقارنة الاختيارات الممكنة واقتراح أحسن مردودية، أي أقل تكلفة بمراعاة مختلف طرق التمويل، حيث تكون في شكل مزيج بين مختلف المصادر؛
- نجد أن عملية التمويل تضع المؤسسة دراسة مستقبلية، وذلك لدراسة الوسائل اللازمة لتنفيذ برامج وخطط المؤسسة وهذا شيء جيد ومهم داخل المؤسسة؛
- كلما كان قرار التمويل صائباً كلما زاد من القدرة التنافسية للمؤسسة، حيث يمكنها من استغلال الفرص المتاحة أمامها لتوسيع نشاطها؛
- كما يمكن قرار التمويل من المفاضلة بين سياسة شراء الموجودات وكذا بين استثمارها.

المطلب الثاني: خطوات قرار التمويل والعوامل المتحكمة فيه

إن تنفيذ وظيفة التمويل يختلف من مؤسسة لأخرى وفقاً لاعتبارات كثيرة منها الحجم وطبيعة النشاط والبيئة وغيرها، هذا يعني أنه من الصعوبة وضع خطوات موحدة و نموذجية لكل المؤسسات. كما تعتمد هذه الأخيرة على مصادر تمويل مختلفة لتلبية احتياجاتها وهذا راجع إلى عدة عوامل.

أولاً: خطوات قرار التمويل: إن الخطوات الأساسية التي يمكن أن تضعها مختلف المؤسسات لتنفيذ قرار التمويل تتمثل في الآتي³:

أ- التعرف على الاحتياجات المالية للمؤسسة: لعل من أكثر أسباب فشل المشروعات الاقتصادية شيوعاً هو تخطيط المشروع على أساس رأس المال الحالي المتواجد لدى أصحاب المشروع، وهذا لا يعتبر سبباً في فشل المشروعات الاقتصادية فحسب، بل يعتبر أيضاً أحد أشكال التمويل الخاطئ للمشروعات التي يقوم بها المؤسسون، ولهذا فإن على المؤسسة أن تتعرف بشكل مستمر على الاحتياجات المالية في

¹ مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، مداخلة بعنوان: دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، ملتقى دولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة 20 أوت 1955-سكيكدة-الجزائر، 15 أبريل 2009، ص 20.

² مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 370.

³ كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 1997، ص 51-52.

الفترة الحالية والمستقبلية القريبة منها والبعيدة، بعد ذلك يجب ترتيب هذه الاحتياجات وفق أولويتها وأهميتها. لكي يتم النظر فيما هو متوفر فيها، وهذا الأمر يتطلب من المخطط المالي أن يضع خطة مالية تتسم بالمرونة وإمكانية التغيير. وعند تأسيس أي مشروع فإنه لابد من تحديد متطلبات المشروع من أصول رأسمالية ضمن قائمة تحتوي على الأصول الثابتة.

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

ب- تحديد حجم الأموال المطلوبة: بعد أن يتم التعرف على الاحتياجات المالية تبدأ عملية تحديد كمية الأموال المطلوبة لتغطية هذه الاحتياجات وهذه الخطوة ليست سهلة، لأنه من الصعوبة تقدير كمية الأموال بشكل دقيق فقد يتم تقديره دون المستوى أو أقل من المستوى المطلوب. ولهذا لابد من تحديد حدين لتمويل أي صفقة أو عملية هما الحد الأعلى والحد الأدنى، ومحاولة الالتزام بهذين الحدين بالاستناد إلى حساب التكلفة والأصول الرأسمالية وتحديد رأس المال العامل* والنفقات الأخرى الضرورية.

ج- تحديد شكل التمويل المرغوب: فقد تلجأ المؤسسة إلى الاعتماد على القروض أو إلى إصدار بعض الأسهم والسندات وعادة ما يتم تمويل الأنشطة الموسمية بقروض موسمية ذات دفعات موسمية، وتجدر الإشارة إلى ضرورة عدم الإسراف في إصدار السندات أو الأسهم لأن ذلك يترتب عليه التزامات معينة على المؤسسة وهذا حال القروض أيضا، ولذا تأتي ضرورة التناوب بين مدة التمويل وأسلوب التمويل.

د- وضع برنامج زمني للاحتياجات المالية: بعد أن يتم تحديد الاحتياجات ومقدارها وشكل التمويل فإنه من الأفضل أن يتم وضع خطة أو جدول زمني لتدفق هذه الأموال لكي لا تتكبد المؤسسات تكاليف الأموال التي ستكون ضرورية في مرحلة زمنية قادمة، وأثناء وضع الجدول الزمني لابد من الأخذ بعين الاعتبار المدة التي يحتاجها الممول لكي يلبي طلبات التمويل المقدمة من طرف المؤسسة.

هـ- وضع وتطوير الخطة التمويلية: تتضمن الخطة التمويلية النشاطات التي ستفق بها الأموال والعائدات المتوقعة منها، بالإضافة إلى الضمانات التي تساعد في الحصول على الأموال اللازمة وتجنب المشاكل المتعلقة بالسداد، وإن هذه الخطة تبين أيضا مقدار التدفقات الداخلة والخارجة الشيء الذي يطمئن المقرضين على منح أموالهم، عندما يعلمون مواعيد استردادها.

و- تنفيذ الخطة التمويلية والرقابة عليها وتقييمها: إن تنفيذ الخطة يتطلب أن تكون موضوعة بشكل جيد قابل للتطبيق كما يتطلب المتابعة المستمرة وتصحيح الانحرافات الناجمة عن التنفيذ الخاطئ أو أسباب أخرى. ولاشك أن الخطة التمويلية يمكن أن تتقدم، لهذا لابد من العمل على تحديثها وتعديلها وفق المتطلبات الحديثة¹.

*رأس المال العامل: هو مقدار ما تحتفظ به المؤسسة من أموال للظروف الطارئة التي تواجهها، والمتمثلة في جمود بعض عناصر الأصول المتداولة ويساوي الفرق بين الأموال الدائمة والأصول الثابتة.

¹ نفس المرجع السابق، ص ص 52-53.

ثانياً: العوامل المتحركة في قرار التمويل: تحصل المؤسسة عادة على الأموال اللازمة لتسيير أنشطتها من مصدرين رئيسيين هما¹:

- ❖ المصادر الخارجية (External Sources): أي عن طريق الديون المباشرة وغير مباشرة.
- ❖ المصادر الداخلية (Internal Sources): عن طريق الملاك.

وعند المفاضلة بين هذين المصدرين سعياً وراء تخفيض التكلفة المرجحة لرأس مالها المستثمر إلى الحد الأدنى المناسب، لابد من أخذ العوامل التالية بعين الاعتبار:

- تكلفة المصادر المختلفة للتمويل، أي تكلفة الدينار الواحد من كل مصدر؛
- عنصر الملاءمة (Relevance) : بمعنى أن يكون مصدر التمويل ملائماً للمجال الذي تستخدم فيه الأموال، فإذا كان تمويل رأس المال العامل مثلاً هو الهدف من قرار التمويل ليس من الحكمة حينئذ أن يكون تمويله بقرض طويل الأجل، بل بقرض قصير الأجل سعياً وراء تخفيض التكلفة المرجحة للأموال إلى الحد الأدنى. أما إذا كان الهدف من قرار التمويل هو التوسع أو شراء أصل مالي، من الحكمة حينئذ أن يتم تمويله إما عن طريق الملاك أو بقرض طويل الأجل؛
- وضع السيولة النقدية في المؤسسة لدى اتخاذ قرار التمويل وسياستها المتبعة في إدارة هذه السيولة، فإذا كان هذا الوضع حرجاً قد تضطر المؤسسة لتجاوز عامل التكلفة، والبحث عن مصدر تمويل طويل الأجل لتجنب عوامل الضغط على السيولة في المستقبل. وهكذا يصبح تاريخ الاستحقاق (Maturity) عاملاً متحكماً في مثل هذه الظروف؛
- القيود التي يفرضها المقرض على المؤسسة المقترضة والتي تتعلق عادة بالضمانات المقدمة، أو سياسات توزيع الأرباح أو بالقيود على مصادر التمويل الأخرى؛
- المزايا الضريبية لمصادر التمويل الخارجي بشكل عام تحقق وفورات ضريبية (Tax Savings) تخفض من المتوسط المرجح لتكلفة الأموال، وهو ما لا تحققه مصادر التمويل الداخلي. ذلك على أساس أن الفوائد المدفوعة عن القروض تعتبر عبئاً يحمل لريح المؤسسة، على عكس التوزيعات (Dividends) التي تدفع للملاك والتي تعتبر توزيعاً للربح لاعتبارها عليه، وبالتالي لا تدخل في احتساب الوعاء الضريبي²؛
- مقدار الأموال التي تحتاج إليها المؤسسة والفترة الزمنية التي ستحتاج من خلالها إلى الأموال؛
- تكلفة التمويل مقارنة مع الكلفة السائدة في الأسواق ومع عائد الاستثمار المتوقع؛
- مواعيد التسديد وتزامنها مع التدفقات النقدية المتوقعة تحقيقها من الموجودات الممولة³.

¹ محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص ص 287-288.

² نفس المرجع السابق، ص ص 287-288.

³ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 151.

المطلب الثالث: السياسات التمويلية

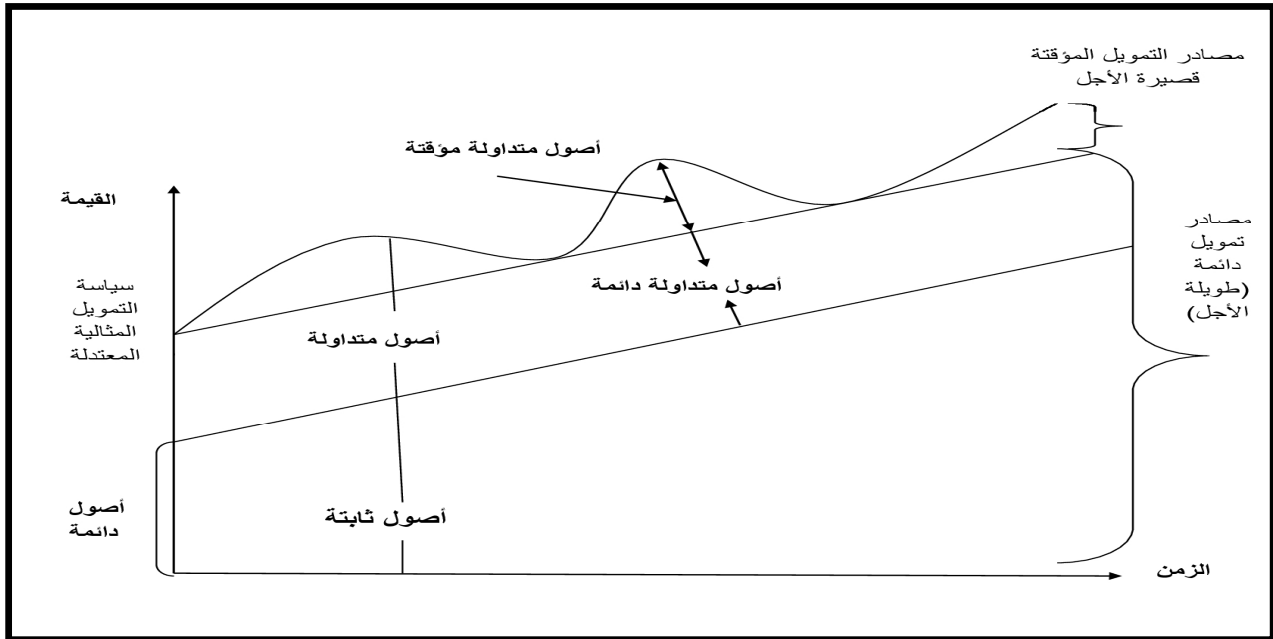
تختلف سياسة التمويل التي يتبعها المدير المالي من مؤسسة لأخرى، فهناك مؤسسة تتسم إدارتها بالجرأة، وهناك من تكون متحفظة وهناك من تتبع السياسة المعتدلة، ويتم إتباع أحد هذه السياسات من أجل اختيار مصدر التمويل الملائم للمفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة.

أولاً: سياسة التمويل المثالية (المعتدلة): يقصد بالسياسة المثالية في هذا الصدد تلك السياسة التي تقوم على الالتزام الحرفي لمبدأ التغطية (Hedging Principle)، ويقتضي هذا الأخير بضرورة موازنة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل، مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه. وطبقاً لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة (الأصول المتداولة الدائمة بالإضافة إلى الأصول الثابتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة من مصادر التمويل طويلة الأجل كالقروض طويلة الأجل وحقوق الملكية، فليس من الحكمة أن يتم تمويل الأصل الدائم من مصادر تمويل قصيرة الأجل كالقروض قصيرة الأجل، إذ يعني هذا أن تتعهد المؤسسة بسداد القرض المستخدم في تمويل الأصل، بمعدل أسرع من المعدل الذي يتحول به الأصل إلى نقدية.

أما فيما يتعلق بالأصول المؤقتة (الأصول المتداولة المؤقتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة، فإنه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل، فكما سبقت الإشارة فإن تمويل تلك الأصول من مصادر تمويل طويلة الأجل كالقروض يترك آثاراً عكسية على الربحية¹.

والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة المثالية (المعتدلة) كما يلي:

الشكل رقم (1-1): سياسة التمويل المثالية (المعتدلة)



المصدر: منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 201.

¹ منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص ص 209-215.

الفصل الأول..... الإطار النظري لقرار التمويل

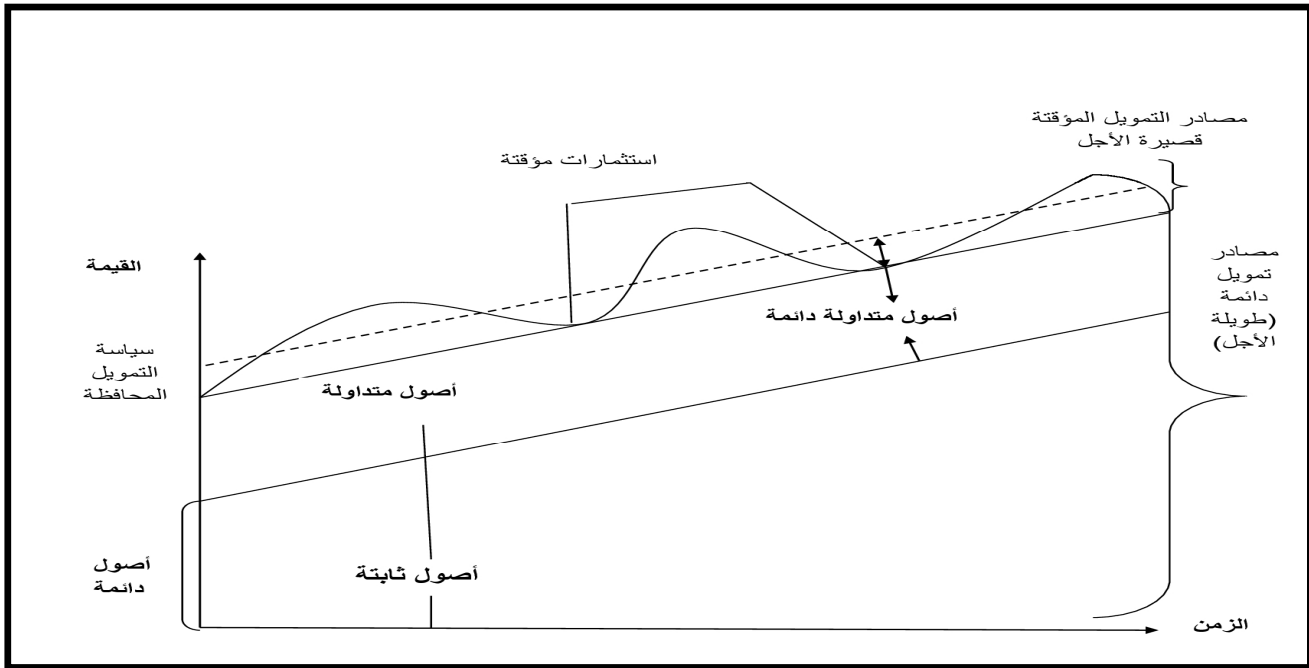
وبالتالي فإن مبدأ التغطية يبرز نقطة هامة، وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل القصيرة الأجل و بين مصادر التمويل الطويلة الأجل لا تتوقف فقط على مدى استعداد إدارة المؤسسة لتحمل المخاطر، بل يتوقف كذلك على هيكل الأصول المتداولة فتطبيقا لمبدأ التغطية كلما زادت الأصول المتداولة المؤقتة زاد الاعتماد على الخصوم المتداولة (مصادر قصيرة الأجل) في التمويل¹.

ثانيا: سياسة التمويل المحافظة: حسب هذه السياسة فإن المؤسسة تفضل الاعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المتداولة، وهذا قصد تخفيض العسر المالي رغم الأثر العكسي على العائد.

والملاحظ على هذه السياسة أنها تؤدي إلى تخفيض درجة المخاطر بسبب ارتفاع درجة السيولة وأيضا تخفيض العائد على الاستثمار في الأصول المتداولة نظرا لارتفاع تكلفة التمويل طويل الأجل مقارنة بالتمويل قصير الأجل².

والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة المحافظة كما يلي:

الشكل رقم (1-2): سياسة التمويل المحافظة



المصدر: منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 201.

توضح المساحة بين الخط المتقطع المائل وبين الخط الغير متقطع المائل الذي يليه، حجم الأصول المؤقتة التي يتم تمويلها من مصادر طويلة الأجل³.

¹ نفس المرجع السابق، ص 209.

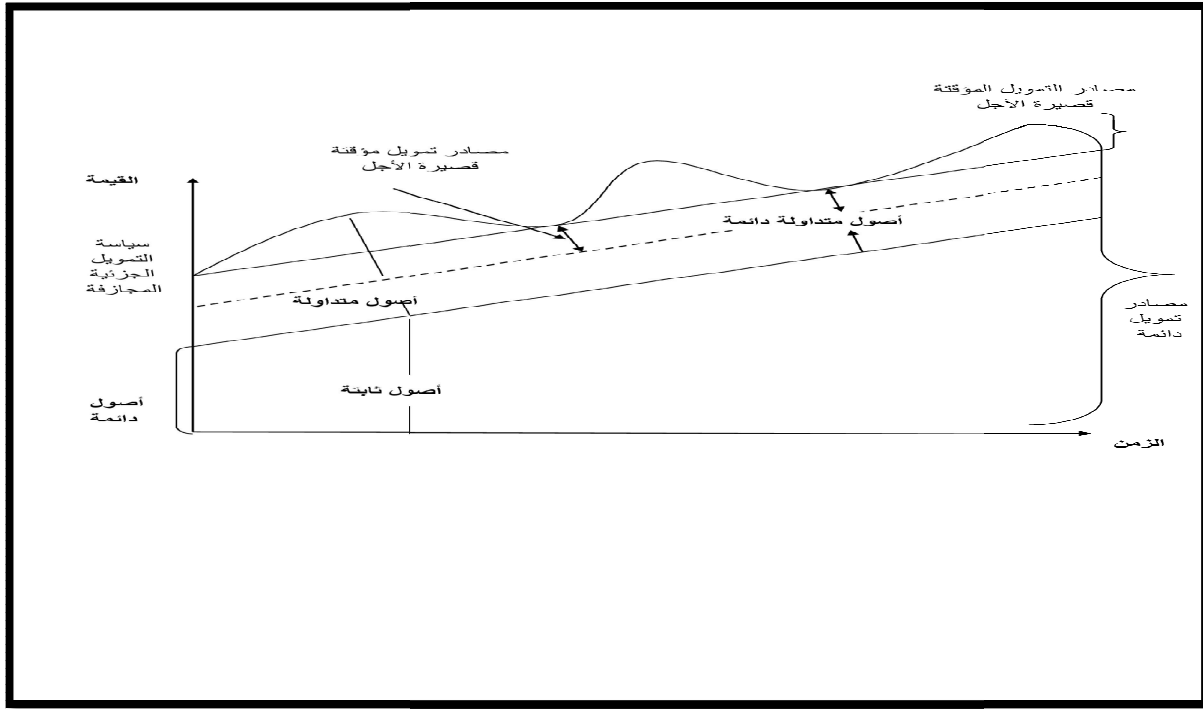
² فنيزة آسيا، حمودة خان، أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة، مذكرة ماستر غير منشورة، تخصص إدارة ومحاسبة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2016، ص 13.

³ منير إبراهيم هندی، مرجع سابق، ص 211.

ثالثاً: سياسة التمويل الجريئة (المغامرة): يقصد بالسياسة الجريئة تلك السياسة التي تعتمد فيها الإدارة إلى استخدام مصادر التمويل قصيرة الأجل ليس فقط لتمويل الأصول المؤقتة، بل وأيضاً لتمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملاً في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر¹.

والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة الجريئة (المغامرة) كما يلي:

الشكل رقم (1-3): سياسة التمويل الجريئة (المغامرة)



المصدر: منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 213.

توضح المساحة بين الخط المنقطع المائل والخط الغير منقطع المائل -الذي يظهر أعلى الخط المنقطع- حجم الأصول الدائمة التي يتم تمويلها من مصادر التمويل قصيرة الأجل.

¹ نفس المرجع السابق، ص 217.

المبحث الثاني: مصادر التمويل بالمؤسسة ومحدداتها

مصادر التمويل بالمؤسسة الاقتصادية هي تشكيلة المصادر التي تحصل منها هذه الأخيرة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها وعمليات الاستغلال بها، لذلك فإن أكبر انشغالات المؤسسة الاقتصادية هي السعي جاهدة من أجل امتلاك وسائل التمويل المناسبة لتغطية احتياجاتها، ومعرفة العوامل المحددة لهذه المصادر. ويمكن تقسيم مصادر التمويل تبعا لمعيار العلاقة التي تربطها بالمؤسسة إلى مصادر داخلية أي ذاتية ومصادر خارجية.

المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلي

يعتبر التمويل الداخلي (الذاتي) وسيلة تمويلية جد هامة تستعين بها المؤسسة في تمويل نشاطها بنفسها دون اللجوء إلى مصادر خارجية، فهو يعتبر من المؤشرات المالية الهامة التي يستند إليها في تقييم الكفاءة المالية للمؤسسة.

أولاً: قدرة التمويل الذاتي

1- تعريف قدرة التمويل الذاتي (CAF): تعرف قدرة التمويل الذاتي بأنها: " حركة الموارد النقدية التي تحققها المؤسسة أي ما تتحصل عليه وما تدفعه المؤسسة فعليا، والفرق بين ما تدفعه من نقود وما تحصله من نقود خلال فترة استغلالها يمثل قدرة التمويل الذاتي "¹. وتعرف أيضا بأنها: " التدفق النقدي الإجمالي الذي تحققه المؤسسة خلال دورة استغلالها، حيث تقيس قدرة المؤسسة على ضمان السيولة النقدية لتمويل استغلالها ، وتمويل نموها الاستراتيجي وتسديد ديونها اتجاه الدائنين ، وتوزيع عوائد الأسهم على المساهمين " ².

من خلال ما سبق يمكن القول أن: قدرة التمويل الذاتي تمثل الفرق بين مجموع الإيرادات المحتمل تحصيلها ومجموع التكاليف المحتمل تسديدها خلال دورة استغلالها.

2- قدرة التمويل الذاتي: يتم حساب قدرة التمويل الذاتي انطلاقا من العلاقة التالية³:

$$\text{النتيجة} = \text{الإيرادات} - \text{التكاليف}$$

إن العلاقة السابقة توافق العوائد الغير مدفوعة لعاملين أساسيين من عوامل الإنتاج:

- الرأس المال الثابت: من خلال الإهلاكات.
- الرأس المال الخاص: من خلال النتيجة.

وبالتالي فإن:

$$\text{قدرة التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الصافية} + \text{الإهلاكات} + \text{المؤنات} (*) \dots\dots\dots$$

¹ خالص صافي صالح، تقنيات تسيير ميزانيات المؤسسة الاقتصادية المستقلة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1990، ص 125.

² Grille Mandou, Beysul Aytac, **Comptabilité Générale De L'entreprise : Instruments Et Procédures**, De Boeck , Bruxelles, 2008, P :168.

³ Khemissi Chiha, **Gestion et Stratégie Financière**, 1^{ère} édition, houma, Alger, 2005, p :51.

من خلال العلاقة (*) فإن قدرة التمويل الذاتي تدرج العناصر الغير نقدية في حسابها، فالإهتلاكات والمؤونات هي من التكاليف التي تدرج ضمن هيكل التكاليف لكنها وهمية وليست حقيقية. فالمؤسسة لا تدفع نقودا نظير تسجيل الإهتلاكات السنوية والمؤونات، وبالمقابل يمكن خصمها من النتيجة وهو ما يؤثر على النتيجة الصافية بالتخفيض، والفرق المخفض من النتيجة يوجه لإعادة التمويل وحيازة وتطوير استثمارات المؤسسة.

ثانيا: التمويل الذاتي (الداخلي)

1- تعريف التمويل الذاتي (AF): يعرف التمويل الذاتي بأنه: " تمثيل الثروة التي بحوزة المؤسسة المالية، وهو تحقيق الاستثمارات بفضل الموارد الداخلية للمؤسسة، والتي عادة ما تكون الأرباح محققة " ¹. كما يعرف أيضا بأنه: " مصدر من مصادر أموال الملكية تستخدمه المؤسسة الاقتصادية في تمويل احتياجاتها، ويعتبر مؤشرا على صحتها المالية، وذلك بقياس مدى قدرتها على تمويل نفسها بنفسها دون اللجوء إلى مصادر خارجية " ².

من خلال ما سبق نعرف التمويل الذاتي بأنه: هو تمثيل للأموال المتولدة عن العمليات الجارية للمؤسسة أو المتولدة عن المصادر الثانوية دون اللجوء إلى المصادر الخارجية. حيث يمكن التمويل الذاتي المؤسسة من تغطية احتياجاتها المالية لتسديد الديون وتنفيذ الاستثمارات الرأسمالية.

يمكن التمييز بين نوعين من التمويل الداخلي في المؤسسة من خلال الهدف من التمويل وهما ³:

النوع الأول: وهو التمويل الداخلي بهدف المحافظة على الطاقة الإنتاجية للمؤسسة.

النوع الثاني: وهو التمويل الداخلي بهدف التوسع في نشاط المؤسسة الاستثماري.

2- المقارنة بين قدرة التمويل الذاتي (CAF) والتمويل الذاتي (AF): يختلف مفهوم قدرة التمويل الذاتي عن مفهوم التمويل الذاتي الذي يمثل الفائض النقدي الصافي الذي تحققه المؤسسة بعد طرح توزيع أرباح الشركاء، واقتطاع جميع المصاريف المالية والجبائية . حيث يمكن أن نكتب العلاقة التالية ⁴:

قدرة التمويل الذاتي = نتيجة الدورة الصافية + حصص الإهتلاكات + حصص المخصصات والمؤونات ذات الطابع الإحتياطي.

أما التمويل الذاتي فهو المبلغ المتبقي لدى المؤسسة من قدرة التمويل الذاتي بعد توزيع الأرباح على أصحاب هذه المؤسسة. ويمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة.

¹ يوسف حسين يوسف، التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص 225.

² Darrolles Yues et autre, Précis d'Analyse Financière, Collection Finance d'entreprise, Paris, 1990, P :34.

³ منير شاكر محمد، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي: مدخل اتخاذ القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 289.

⁴ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008، ص 28.

التمويل الذاتي = الإهلاكات + المؤونات + الأرباح الصافية الغير موزعة.

3- مكونات التمويل الذاتي (الداخلي): يتكون التمويل الذاتي في أي مؤسسة من العناصر التالية:

أ- الإهلاك

❖ **تعريف الإهلاك:** الإهلاك هو: "الإثبات المحاسبي للتدني الذي يحدث في قيمة الاستثمارات بفعل الاستعمال أو التقادم سواء تعلق الأمر بالتجهيزات الإنتاجية أو الاجتماعية، وهذا التدني الذي يحدث في قيمة الاستثمارات يعود لنقص طاقتها. حيث أنها بعد فترة تصبح غير صالحة وتضطر المؤسسة لتغييرها"¹.

❖ **أنواع الإهلاك:** هناك قسمين للإهلاك وهما²:

- **الإهلاك المادي:** وهو الإهلاك الناتج عن تلف الممتلكات والتآكل والصدأ أو العفن، وينتج عن ذلك عجز الممتلكات عن المبادرة عن تأدية أعمالها.

- **الإهلاك الوظيفي:** ينتج هذا النوع من الإهلاك بسبب عجز الأصول أو الممتلكات عن المثابرة في أداء أعمالها من جراء التغيير في الطلب عليها، أي أن هذه الأصول لا تواكب التطور التكنولوجي.

❖ **أهمية الإهلاك:** للإهلاك أهمية بالغة نوجزها في النقاط التالية³:

✓ **المحافظة على رأس المال:** ويكون ذلك عن طريق استرداد كل ما ينفقه المشروع من أموال لشراء الأصول تدريجيا من الإيرادات المحققة، ولاسيما أن العمر الإنتاجي للأصل الثابت يكون طويلا؛

✓ **تحديد تكاليف الإنتاج:** إن الإهلاكات من أهم عناصر التكلفة وتجاهلها يؤدي إلى عدم صحة ودقة التكاليف و ذلك باحتمال احتسابها بأقل مما تكون عليه حقيقة؛

✓ **قياس الربح:** يتمثل الربح في الإيرادات مطروحا منها التكاليف، وبما أن الإهلاك هو عنصر من عناصر التكاليف فإن إهماله يؤدي إلى اختلالات في المركز المالي للمؤسسة، كما أنه لا يعتبر خسارة بمفهومها الدقيق، لأنه يؤدي إلى تعويض إهلاك الأصل. وبالتالي فهو تكلفة مالية يهدف إلى استبدال الأصول الثابتة.

ب- المؤونات والاحتياطات

❖ المؤونات

➤ **تعريف المؤونات:** تمثل المؤونات : " الأعباء التي تشمل بعض الاحتمالات في قيمتها، حيث تقوم على الشك وتسجل على أساس مبدأ الحيطة والحذر لوقوعها، فتسجل في نهاية الدورة حتى تكون نتيجة المؤسسة صحيحة. وقد نص القانون التجاري في المادة: 718 على ضرورة تكوين المؤونة عند حدوث

¹ سعدان شبايكي، تقنيات المحاسبة العامة حسب المخطط المحاسبي الوطني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002، ص 204.

² عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007، ص 452.

³ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص ص 29-30.

نقص في قيم بعض الأصول، حتى في حالة وجود خسارة وذلك لتكون الميزانية صحيحة ومعبرة عن عمليات المؤسسة خلال الدورة¹.

➤ أنواع المؤونات: نميز أربعة أنواع من المؤونات والمتمثلة في ما يلي²:

- **المؤونة القانونية:** هي ذات طابع ضريبي لهذا لا يتوقع من ورائها خسائر حيث ألزم المشرع تكوينها وهي لا تؤدي إلى فرض ضريبة مستقبلية، أي أنه لا تتحمل عنها المؤسسة ضرائب خلال مدة تكوينها.
- **مؤونة الأخطار والتكاليف:** هذه المؤونة مكونة لتغطية أخطار أو أعباء محتملة عند نهاية الدورة الاستغلالية، دون أن تكون هناك إمكانية تخصيصها كغطاء خاص بالأموال.
- **مؤونة الديون المشكوك فيها:** والتي تسترجع في حالة زوال خطر عدم تحصيلها.
- بالإضافة إلى مؤونة الضمانات المقدمة للزبائن، مؤونة المنازعات ومؤونة التكاليف الموزعة.

❖ الاحتياطات

➤ **تعريف الاحتياطات:** الاحتياطات عبارة عن الأموال التي جمعت من طرف المؤسسة وهي جزء من الأرباح المحققة والغير موزعة، أي أن الاحتياطات يتم تكوينها من الأرباح المحتجزة حيث عرفت على أنها: " الاحتياطات مهما كان نوعها إنما هي عبارة عن أرباح صافية قابلة للتوزيع، ولكنها حجزت في حساب احتياطي خاص لذلك فهي تعتبر حقا من حقوق أصحاب المشروع"³.

➤ **أشكال الاحتياطات:** تأخذ الاحتياطات عدة أشكال أهمها⁴:

- احتياطات قانونية : وهي إلزامية يحددها القانون.
- احتياطات تنظيمية: تحدها الجمعية العامة للملاك.
- احتياطات تعاقدية: ينص عليها القانون التأسيسي للمؤسسة.
- احتياطات اختيارية: تخضع لإدارة المؤسسة وتقديراتها وتخضع لتغير ظروف السوق.

❖ **الأرباح المحتجزة:** تعتمد المؤسسات في تمويل جزء لا يستهان به من احتياجاتها المالية على الأرباح المحتجزة، والتي تمثل جزءا هاما من مصادر التمويل الذاتية التي أنشأتها المؤسسة بنفسها.

➤ **تعريف الأرباح المحتجزة:** تعرف الأرباح المحتجزة بأنها: " تلك الأرباح التي حققتها المؤسسة ولم توزع على حملة الأسهم العاديين، وبالتالي تعتبر من المصادر الداخلية للتمويل"⁵. وتعرف أيضا بأنها: " أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها الطويلة الأجل، وتمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية التي لم يتم توزيعه على ملاك الشركة ولم يتم تجنيبه كاحتياطات للمؤسسة. وتستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في

¹ ناصر دادي عدون، عبيرات مقدم، دراسة الحالات في المحاسبة ومالية المؤسسة، الطبعة الأولى، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008، ص 25.

² أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 30.

³ محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار و التمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص ص 35-36.

⁴ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 31.

⁵ عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 87.

أنشطتها، كما تستخدم أيضا لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح أو يتم فيها تحقيق خسائر¹. وتعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة، حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الاقتراضية للمؤسسة .

من خلال ما سبق يمكن القول بأن الأرباح المحتجزة هي: عبارة عن ذلك الجزء من الأرباح التي حققتها المؤسسة من ممارسة نشاطها، غير أنها لم تقم بتوزيعها على حملة الأسهم وذلك بهدف استخدامها في تمويل المشاريع المستقبلية. وذلك لتقوية مركزها المالي ومساعدتها على النمو والتطور، فهي تعتبر صمام أمان بالنسبة للمؤسسة تستطيع الرجوع إليها في حالة تعرضها لأي طارئ.

➤ **مزايا التمويل بالأرباح المحتجزة:** تتمثل مزايا التمويل بالأرباح المحتجزة فيما يلي²:

- ✓ يعتبر التمويل بالأرباح المحتجزة مصدرا متاحا لكل المؤسسات التي تحقق أرباحا؛
- ✓ سهولة الحصول عليه فهو لا يحتاج إلى ضمانات كما في حالة التمويل بالسندات؛
- ✓ انخفاض تكلفته بالمقارنة مع السندات والأسهم الممتازة؛
- ✓ إن التمويل بالأرباح المحتجزة لا يضعف المركز التنافسي لكبار المساهمين نظرا لعدم دخول مساهمين جدد.

➤ **عيوب التمويل بالأرباح المحتجزة:** تتمثل عيوب التمويل بالأرباح المحتجزة فيما يلي³:

- ✓ عدم توفر هذا المصدر في بداية إنشاء المشروع؛
- ✓ محدودية هذا المصدر وبالذات في السنوات الأولى من عمر المشروع؛
- ✓ إن استخدام الأرباح المحتجزة في تمويل المشروع يؤدي إلى انخفاض القيمة الدفترية للسهم وانخفاض قيمته السوقية.

4- تقييم التمويل الذاتي (الداخلي)

أ- **مزايا التمويل الداخلي:** إن المؤسسة بلجوئها إلى التمويل من المصادر الداخلية تكون قد تحصلت على عدة مزايا نذكر منها⁴:

- ✓ أهم مورد في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يصعب عليها الحصول على الأموال من مصادر أخرى؛
- ✓ استخدام الأرباح المحققة في تمويل المؤسسات يمنحها الاستقلالية النسبية وحرية الحركة، فاستخدام جزء من الأرباح المحتجزة في شكل احتياطي غير معلن يعفي المؤسسة من اللجوء إلى أعباء القروض

¹ عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص ص 378-379.

² عبد الحليم كراجة، علي رابعة، ياسر السكران، موسى مطر، توفيق عبد الرحيم يوسف، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 94.

³ نفس المرجع السابق، ص 95.

⁴ مبارك لسلس، التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012، ص ص 178-179.

الخارجية وما يتبعها من شروط التسديد والفوائد، ويصبح لدى المؤسسة رصيد نقدي مناسب لمواجهة الاحتياطات المتعددة والمتغيرة من الأموال؛

✓ يتحسن إيراد المؤسسة بانخفاض الفوائد المدفوعة (فهي تحصل عليها مجانا)، مع الأخذ بعين الاعتبار حسن استخدام الاستثمار حيث لا يقل الإيراد فيه عن تكلفة الفرصة البديلة؛

✓ مخصصات الإهلاك تمثل حصة كبيرة من التمويل الداخلي، فهي أموال معفية من الضريبة؛

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

✓ الاستقلالية اتجاه البنوك والمؤسسات المالية؛

✓ السرعة في اتخاذ قرار الاستثمار، فهي لا تحتاج إلى مفاوضات ولا عقود ولا شروط أخرى؛

✓ لا يصاحبه زيادة في أسهم المؤسسة، وبالتالي تنفادي زيادة الأصوات في مجلس الإدارة؛

✓ تحقق الاستثمارات بأقل تكلفة ممكنة، وتنفادي المخاطر المالية عند الضائقة المالية؛

✓ يعطي المؤسسة حرية أكبر في اختيار الاستثمارات دون قيود أو شروط أو ضمانات (رهون).

ب- عيوب التمويل الداخلي: ينجر عن التمويل الداخلي عيوب نذكر منها¹:

✓ إذا كانت الأرباح الموزعة محدودة، فهو وضع يؤدي إلى عدم رضا أصحاب الأسهم؛

✓ عند الاعتماد الكلي على هذا المورد المحدود، هذا يعني عدم الاستفادة من الموارد المالية المتاحة في السوق المالية؛

✓ قد يصاحب إعادة استثمار الأموال في التمويل الداخلي فكرة أنها بدون تكلفة مما يجعلها تستعمل بشكل غير عقلاني مقارنة بباقي الموارد.

المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجي

مصادر التمويل الخارجي هي تلك الأموال التي يحصل عليها المشروع من مصادر خارجية، وتحصل المؤسسة على تلك الأموال بشروط وإجراءات يحددها سوق المال وعائد الفرصة البديلة .

يعد التمويل الخارجي مكملًا للتمويل الداخلي في أغلب الأحيان من أجل تغطية الاحتياجات المالية، من خلال مصادر التمويل الخارجي قصيرة الأجل، متوسطة الأجل وطويلة الأجل.

أولاً: مصادر التمويل الخارجي قصير الأجل

1- تعريف التمويل قصير الأجل: يقصد بالتمويل قصير الأجل (Short-Term Financing) تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير، وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عادة عن عام². وهناك مسألتين تشغلان بال الإدارة بشأن التمويل قصير الأجل: المسألة الأولى تتعلق بالمدى الذي يمكن أن تذهب إليه المؤسسة في الاعتماد على هذا النوع من التمويل، أما المسألة الثانية فتتعلق بكيفية المفاضلة بين المصادر المتاحة منه.

¹ نفس المرجع السابق، ص 179.

² منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 527.

بالنسبة للمسألة الأولى فإن الأمر يتوقف على هيكل أصول المؤسسة، كما يتوقف على مدى ميل الإدارة لتحمل المخاطر. أما بالنسبة للمسألة الثانية فيمكن القول بأن هناك اعتبارين رئيسيين في هذا الصدد هما: التكلفة أي الأعباء التي تتحملها المؤسسة ودرجة إتاحة المصدر أي مدى إمكانية الاعتماد على هذا المصدر في تزويد المؤسسة بالاحتياجات المطلوبة في الوقت الذي تظهر فيه هذه الاحتياجات¹.

تلعب مصادر التمويل قصيرة الأجل دورا كبيرا في الوقت الراهن، حيث أصبحت معظم الشركات تعتمد عليها بصفة أساسية في تمويل عملياتها الجارية. ولعل إقبال المؤسسات المتزايد على التمويل قصير الأجل يرجع إلى ما تتميز به تلك الأموال من سهولة الحصول عليها، خاصة مع التزايد الكبير في عدد البنوك التجارية والتي تتنافس في إعطاء التسهيلات لعملائها، على عكس القروض الطويلة الأجل والتي يلقى المستثمرون صعوبة كبيرة في الحصول عليها².

2- أنواع التمويل قصير الأجل: للتمويل قصير الأجل أنواع عديدة نذكر منها ما يلي:

أ- الائتمان التجاري

❖ **تعريف الائتمان التجاري:** إن الائتمان التجاري هو عبارة عن: " تمويل قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة، ولذلك فإن الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط الذي يمنحه التاجر إلى المستهلك لا يعتبر ضمن الائتمان التجاري، لأن الشروط الخاصة بمنح الائتمان التجاري تنص على بيع البضاعة والمتاجرة بها، ويحتاج المشتري إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل"³.

والهدف من الائتمان التجاري هو تلبية الاحتياجات من مصادر خارجية في حالة عدم إمكانية الحصول على القروض المصرفية مع توفر الرغبة عند المورد لبيع البضاعة بالأجل أو لانخفاض تكلفة هذا الائتمان، وهناك بعض الظروف التي تساعد على منح الائتمان التجاري وهي الظروف الموسمية وظروف الطوارئ.

❖ **العوامل المؤثرة على منح الائتمان التجاري:** تتمثل هذه العوامل في⁴:

✓ قوة وملاءمة المركز المالي للمورد الذي يحدد مقدار الائتمان التجاري الممنوح للمشتري وفترة هذا الائتمان؛

✓ رغبة البائع في تخفيض حجم المخزون والتخلص منه واعتبار منح الائتمان إحدى الوسائل الاقتصادية لتخفيض كلفة الخزن وتنشيط المبيعات والحصول على رضا المستهلك وكسب عملاء جدد؛

¹ نفس المرجع السابق، ص 528.

² جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللطح، الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 307.

³ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص 221-

222.

⁴ نفس المرجع السابق، ص 223.

- ✓ درجة خطر الائتمان التجاري أي درجة احتمال تحول الديون إلى ديون معدومة وهذا الأمر مرتبط بنوعية البضاعة وطبيعة العملاء، ودرجة نشاطهم والفترة الزمنية اللازمة لتسويق البضاعة والتي تؤثر على تحديد حجم الائتمان وتكرار الحصول عليه؛
- ✓ طبيعة السلعة المباعة أي مدى كونها بضاعة جديدة أو موسمية، فأحيانا تتكدس البضاعة في المخازن إذا كانت الكمية المعروضة أكثر من المطلوبة وخاصة في مواسم معينة؛
- ✓ اشتداد المنافسة في السوق بين الموردين وموقع العملاء فيه لتحقيق عنصر الرضا لدى العملاء، إضافة إلى معالجة حالة الكساد السائد في السوق.

❖ شروط الائتمان التجاري: تتمثل شروط الائتمان التجاري في العناصر التالية¹:

- حجم الخصم النقدي ومدته (فترته)؛
- مدة السداد (مدة الائتمان)؛
- ظروف البائع- إذ قد يوجد عنده مخزون سلعي كبير يحاول التخفيف منه؛
- ظروف المشتري- قد يكون بحاجة ماسة إلى هذه السلعة فيضطر إلى دفع القيمة نقدا بدون الائتمان؛
- طبيعة السلعة هل تخضع للمنافسة.....إلخ؛
- الحد الأقصى لكمية المشتريات.

❖ أشكال الائتمان التجاري: للائتمان التجاري أشكال عديدة ، فقد يأخذ شكل حساب مفتوح (دائنون- ذمم)

وقد يأخذ شكل ورقة تجارية كالكبيالة والسند الأذني وتسمى من وجهة نظر المشتري أوراق دفع ومن وجهة نظر البائع أوراق قبض ويمكن إيجاز أشكال الائتمان التجاري في الآتي:

الشكل الأول: الحساب المفتوح (الحساب الجاري): وهو 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، تظهر في ميزانية المورد والعميل في حسابات الذمم المدينة والدائنة².

الشكل الثاني: أدونات الدفع (أوراق الدفع): يمكن تحديد أهم أنواع أوراق الدفع فيما يلي³:

➤ **الكبيالات:** وهي بمثابة تعهد ورقي يلتزم به المدين (صاحب الكبيالة) بدفع قيمة مبلغ الكبيالة إلى الدائن (حامل الكبيالة) في تاريخ محدد أو قابل للتعيين أو حال الإطلاع عليها، وغالبا ما تكون الكبيالة صادرة لقاء صفقة تجارية بين أطراف هذه الصفقة.

¹ رشاد العصار، عاطف الأخرس، عليان الشريف، إيمان الهنيدي، أحمد الجعبري، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 82.

² أحمد محمد غنيم، 222.

³ ناظم نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص ص 134-135.

➤ **السند الأذني:** وهو تعهد من قبل المدين (محرر السند) لأمر المستفيد (حامل السند) بدفع المبلغ المثبت في السند بتاريخ معين أو بمجرد الاطلاع عليه، ويلاحظ التشابه الكبير بين الأداتين المذكورتين (الكمبيالة) و (السند الأذني)، إلا أن الفرق الأساسي بينهما يتمثل في أن الكمبيالة تعد ورقة تجارية ناشئة عن نشاط تجاري داخلي أو خارجي ويمكن خصمها أو الحصول على قيمتها من المؤسسات المالية و المصرفية ومنها البنك المركزي، إلا أن السند الأذني ليس له مثل هذه المزايا.

➤ **الشيك:** وهو تعهد من المحرر(المدين) إلى المستفيد (الدائن) بالالتزام بالدفع حال تسلمه من جهة المسحوب عليه (المصرف) وبالمبلغ المثبت فيه، والشيك عبارة عن سحب من الرصيد أو الحساب الجاري للطرف المدين.

➤ **حوالات الخزانة (أذونات الخزانة):** وهي عبارة عن سندات تصدرها الحكومة أمدها الزمني ثلاثة أشهر في الغالب، وتمنح عليها الحكومة فائدة نقدية منخفضة نسبياً بالقياس لسعر الفائدة السائدة على القروض المصرفية بسبب شدة سيولة هذه الحوالات النابعة من إمكانية خصمها قبل استحقاقها لدى المصارف التجارية وكونها مضمونة من الحكومة.

❖ **مزايا الائتمان التجاري:** تتمثل مزايا الائتمان التجاري في النقاط التالية¹:

- ✓ لا يترتب عليه أية أعباء إضافية حيث لا توجد فوائد عليه، وغالباً ما يكون سعر الشراء لحالات البيع النقدي والأجل متساوي؛
- ✓ سهولة الحصول عليه فلا يحتاج إلى إجراءات سوى المعرفة بين البائع والمشتري، حيث لا يستطيع البائع أن يقوم بدراسة تفصيلية لكل مشتري؛
- ✓ المرونة إذ يستطيع المشتري أن يتحكم في قيمة هذا الائتمان ضمن حدود معينة.

ب- الائتمان المصرفي

❖ **تعريف الائتمان المصرفي:** يقصد بالائتمان المصرفي كل أنواع القروض التي تحصل عليها المؤسسات المالية والمصارف خاصة، وتلجأ منظمات الأعمال إلى استخدام الائتمان المصرفي في الحالات التالية²:

- عندما تكون احتياجات البرنامج التشغيلي للمؤسسة تتعدى ما توفره مصادر التمويل التلقائية؛
- عندما تكون سمعة المؤسسة في السوق في صورة يصعب معها على الإطلاق الحصول على احتياجاتها، أو على الأقل بشروط معقولة؛
- عندما تكون المنظمة حديثة العهد وهي بذلك ليس لها من السمعة ما يمكنها من كسب ثقة الجهات المتاحة للائتمان التجاري فتلجأ إلى الائتمان المصرفي.

إن الائتمان المصرفي يعتبر أحد مصادر التمويل قصيرة الأجل الأكثر استخداماً، وهو يرتبط بسمعة المؤسسة في السوق ومركزها المالي. ويختلف الائتمان المصرفي عن الائتمان التجاري في أنه لا يتأثر تلقائياً بمستوى العمليات التجارية للمؤسسة.

¹ رشاد العصار وآخرون، مرجع سابق، ص 82.

² خالد الراوي، عبد الله بركات، نضال الرمحي، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص 50.

❖ **شروط منح الائتمان المصرفي:** من بين الشروط التي يمكن للمؤسسات المالية وضعها لمنح الائتمان المصرفي نذكر الآتي¹:

- شرط الرصيد المعروض وبمقتضاه تلتزم المؤسسة الطالبة للأموال على ترك نسبة مئوية من قيمة القرض في حسابها البنكي؛
- شرط تسديد القرض في حسابها البنكي؛
- شرط تسديد القرض دفعة واحدة؛
- وجود طرف ثالث يضمن الائتمان المصرفي الممنوح.

❖ **أنواع الائتمان المصرفي:** تتمثل أنواع الائتمان المصرفي فيما يلي²:

➤ **القروض المصرفية القصيرة الأجل (Short-Term Loans):** تعتبر القروض المصرفية قصيرة الأجل أحد أنواع القروض التي تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية والمصارف، حيث تلجأ المؤسسة إلى المصارف لتغطية احتياجاتها التحويلية في المدى القصير، وبموجب اتفاق منح القرض قصير الأجل من طرف المصرف يحق للمؤسسة سحب المبلغ المقرض وفقا للشروط التي ينص عليها العقد المبرم بين الطرفين.

➤ **خط الائتمان (Line of Credit):** تعتبر الاعتمادات أحد أنواع التسهيلات الممنوحة للمؤسسات، وهي عبارة عن اتفاق غير رسمي بين المصرف والمؤسسة، ولا يعتبر المصرف ملزما بتمويل المؤسسة التي تم الاتفاق معها. ويتم إبرام الاتفاق من طرف المصرف بناء على تقديرات توفر السيولة لديه، وأهلية المؤسسة الائتمانية والتدفقات النقدية المتوقعة لديها.

➤ **القروض المتجددة (Revolving Credit):** تعتبر القروض المتجددة ائتمانا مصرفيا شبيها بنمط الائتمان إلا أن الاختلاف الجوهري الذي يميز التسهيلات الائتمانية المتجددة عن التسهيلات الائتمانية المحدودة هو وجوب التزام المؤسسة قانونا بتقديم القروض المتفق عليها أو جزء منها فقط في أي وقت وذلك خلال الفترة المنصوص عليها في الاتفاق المبرم بين الطرفين.

▪ **المقارنة بين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي:** يختلف الائتمان التجاري عن الائتمان المصرفي في نقاط عدة أهمها³:

- يعتبر الائتمان المصرفي أقل تكلفة مقارنة مع الائتمان التجاري؛
- يعد الحصول على الائتمان المصرفي بمثابة تقييم للمؤسسة، لأن المصرف لا يمنح الائتمان إلا إذا كان متأكد من قدرة المؤسسة على تسديد خدمة القرض، وأن معايير منح الائتمان المصرفي تقوم في ضوء الدراسات المالية والاقتصادية والتجارية للمؤسسة التي تحصل على الائتمان؛

¹ نور الدين خبايا، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1997، ص 474.

² خالد الراوي وآخرون، مرجع سابق، ص 53.

³ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص ص 235-

- يتمتع الائتمان التجاري بالمرونة مقارنة بالائتمان المصرفي سواء من حيث طريقة التسديد أو من حيث الاستخدام أو التوسع في الائتمان؛
- لا يطلب مانح الائتمان التجاري أي ضمانات أو إجراءات روتينية مقارنة بالائتمان المصرفي؛
- من الممكن الاستفادة من الائتمان التجاري بصورة غير مباشرة عن طريق تأخير معدل التسديد واستخدام الأموال المتاحة في الاستثمارات.

ج- الأوراق المالية قصيرة الأجل: بالإضافة إلى الائتمان التجاري والائتمان المصرفي فقد سادت في السنوات الأخيرة مصادر أخرى لتمويل المؤسسات تتمتع بقابلية عالية للتسويق أو التحويل إلى نقد (Marketble)، وهي تلك القروض التي يتم تداولها (بيعا وشراء) في السوق المفتوح، لذلك سنركز على إثنين من أدوات التمويل قصير الأجل والتي يتم تداولها في سوق النقد وهي:

❖ الأوراق التجارية

➤ تعريفها: تعد الأوراق التجارية من الاستثمارات قصيرة الأجل ويتم إصدارها من قبل مؤسسات مالية تتمتع بمركز ائتماني متين أو من المؤسسات العريقة الراسخة التي تتميز بمركز مالي متين، بهدف تمويل احتياجاتها قصيرة الأجل وهي ذات دخل ثابت تصدر لحاملها، وتتعهد الجهة المصدرة بدفع مبلغ محدد في تاريخ معين إلى المستثمر. وتصدر الأوراق التجارية لحاملها لمدة شهر أو تسعة أشهر ويتم تداولها في السوق المالي بدخل ثابت على أساس سعر الخصم. ولكنها تتميز بانخفاض سيولتها وارتفاع درجة المخاطر مقارنة مع الأوراق المالية الأخرى، كونها غير مضمونة ويعتمد المستثمر على القدرة الإيرادية للجهة المصدرة والثقة الائتمانية بها. لذلك تصدر بمعدل عائد مرتفع نسبيا مقارنة بعائد أدوات الخزنة أو شهادات الإيداع المصرفية¹.

➤ مزايا الأوراق التجارية: تتمتع الأوراق التجارية بالعديد من المزايا أهمها²:

- ✓ انخفاض تكلفتها مقارنة مع قروض البنك، حيث تزيد هذه الأخيرة عن الأولى بحدود 1% وربما أكثر؛
- ✓ الفوائد على الأوراق التجارية أكثر مرونة من الفوائد على القروض المصرفية؛
- ✓ قصر المدة الممكن الحصول فيها على الأموال بواسطة الأوراق التجارية، حيث لا تتجاوز هذه المدة يومين مقابل قروض البنوك التي يحتاج الاتفاق عليها مدة أطول؛
- ✓ إمكانية الحصول على مبالغ أكبر مما يمكن سهولة الحصول عليها من البنوك بسبب اتساع قاعدة تسويقها وتعدد المقرضين، وبسبب القيود على حدود الاقتراض لدى البنوك للعمل الواحد، الأمر الذي قد يضطرها إلى اللجوء إلى أسلوب القروض المجتمعة مع ما يتطلبه ذلك من جهد ووقت؛
- ✓ القدرة على إصدار الأوراق المالية يحسن من الموقف التفاوضي للمؤسسات في مواجهة البنوك؛
- ✓ تعزيز مكانة المقترض الذي تتجج أوراقه المالية في السوق؛
- ✓ سهولة وبساطة إجراءات الإصدار والتوثيق.

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص 238-239.

² مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مرجع سابق، ص 102.

- **عيوب الأوراق التجارية:** هناك بعض الجوانب السلبية المتعلقة بالأوراق التجارية يمكن إجمالها كالاتي¹:
- قد يؤدي التوسع في إصدارها إلى إهمال العلاقة مع البنوك، وهذا ليس في صالح المؤسسات لأن الحاجة إلى البنوك تبقى دائمة؛
 - سوق الأوراق المالية حساس و عرضة للتأثر السريع بالظروف الاقتصادية؛
 - عدم إمكانية الدفع المسبق، كما هو الحال في قروض البنوك؛
 - اقتصر استعمالها على المؤسسات الكبيرة ذات المراكز المالية القوية، وبالتالي فهي في متناول صغار المقترضين؛

- ضرورة دفع الأوراق التجارية بتاريخ استحقاقها، حيث لا يتفهم حاملو هذه الأوراق عادة أوضاع المقترض الذي لا يستطيع الوفاء، كما قد تتفهما البنوك المعتادة على مثل هذه الأمور من المقترضين.

❖ **القبولات المصرفية (Banker's Acceptances):** وهي تمثل التزام من قبل المصرف لضمان طرف آخر بدفع مبلغ معين وبتاريخ معين إلى طرف ثالث، وبموجب هذا القبول فإن المصرف يتعهد بالدفع في تاريخ الاستحقاق المثبت في حالة عدم قدرة المصدر بالدفع. ويشاع استخدام هذه القبولات في التجارة الخارجية كما يمكن استخدامها أيضا في التجارة المحلية، وبشكل عام فإن آجال هذه القبولات يقل عن 270 يوم. القبول المصرفي يشبه الورقة التجارية حيث أن كلاهما يتم المتاجرة بهما فيما بين المستثمرين، وإن كلاهما ذات آجال تقل عن 270 يوم كما أن كلاهما ذات فوائد مخصومة².

إلا أنهما يختلفان في جانبين هما: الأسلوب المستخدم في إصدارهما، ومخاطرة كل منهما حيث أن الورقة التجارية تسدد من قبل المصدر الذي بدوره يسند بخط ائتماني، أما بالنسبة للقبول المصرفي فإنه يعزز من قبل المصدر، حيث أن المصرف يكون جاهزا لدفع القيمة الاسمية في حالة عدم قدرة المصدر على السداد. وعليه فإن مخاطرة القبول المصرفي هي أقل من مخاطرة الورقة التجارية³.

ثانيا: مصادر التمويل متوسط الأجل

1- مصادر التمويل متوسطة الأجل (Intemerdiat –Term- Financing): هي تلك الأنواع من القروض التي تستحق الدفع خلال فترة من (1- 5) سنوات. وهي تستحق بعد مرور فترة زمنية تزيد عن الفترة الزمنية المتعلقة باستحقاق القروض قصيرة الأجل وأقل من فترة استحقاق القروض طويلة الأجل (أكثر من 5 سنوات)، وهي غالبا ما تقسم من الناحية التمويلية وليس من الناحية المحاسبية التي تقسم القروض إلى قروض قصيرة الأجل وقروض طويلة الأجل، حيث تشمل الأولى جميع القروض التي تستحق السداد

¹ نفس المرجع السابق، ص 103.

² عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص 153.

³ نفس المرجع السابق، ص 153.

خلال مدة أكثر من عام. وبذلك فإن المحاسبين يشملون القروض المتوسطة الأجل تحت القروض طويلة الأجل¹.

ويمكن تقسيم مصادر التمويل متوسطة الأجل إلى قسمين هما: قروض مباشرة متوسطة الأجل والتمويل بالاستئجار.

أ- **القروض المباشرة متوسطة الأجل (Term Loans):** عادة ما يتم سداد هذه القروض بصورة منتظمة على مدار عدد من السنوات، بالإضافة إلى ذلك عادة ما يكون القرض مضمون بأصل معين، أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى، ولاشك أن هناك بعض الاستثناءات من هذه القواعد في بعض الأحيان. وتمثل البنوك وشركات التأمين المصدر الرئيسي لهذه القروض، وإن كانت قروض البنوك عادة تتراوح ما بين سنة وخمس سنوات فقط. في حين أن قروض شركات التأمين تتراوح ما بين 5 إلى 15 سنة، وهذا معناه أن جزءا من قروض شركات التأمين يمكن اعتباره قروض طويلة الأجل².

ب- **التمويل بالاستئجار (Lease Financing):** يعد التمويل بالاستئجار أحد أساليب التمويل الحديثة لتمويل المؤسسات الاستثمارية والمشروعات الاقتصادية، لتفادي اللجوء المكثف للقروض البنكية والسندات وما يتبعه من آثار سلبية على الوضعية المالية المستقبلية للمؤسسة.

❖ **تعريف التمويل بالاستئجار:** يعرف التمويل بالاستئجار على أنه: " عقد إيجار بين مؤجر (Lessor) و مستأجر (Lessee) لأصل معين لمدة محددة من الوقت، يقوم خلالها المستفيد من استخدام الأصل مقابل دفع إيجار محدد لمالك هذا الأصل، ومن الممكن أن يكون الأصل منقولاً مثل المعدات والمركبات، أو يكون غير منقول مثل المباني"³. ويعرفه القانون التجاري بأنه: " عملية تجارية ومالية يتم تحقيقها من قبل البنوك والمؤسسات المالية أو شركة تأجير مؤهلة قانوناً، مع المتعاملين الاقتصاديين الجزائريين أو الأجانب، أشخاصاً طبيعيين كانوا أم معنويين تكون قائمة على عقد إيجار يمكن أن يتضمن أو لا يتضمن حق الخيار بالشراء لصالح المستأجر، وتتعلق فقط بأصول منقولة أو غير منقولة"⁴.

من خلال ما سبق يمكن القول بأن التمويل بالاستئجار هو: إلزام تعاقدي بتأجير أجهزة و أدوات إنتاجية من مؤسسة مالكة إلى مؤسسة إنتاجية مستخدمة لفترات معينة مقابل أقساط كراء.

❖ **أنواع التمويل بالاستئجار:** ينقسم التمويل بالاستئجار إلى عدة أنواع نذكر أهمها⁵:

➤ **الاستئجار التشغيلي (An Operating Lease):** ويتضمن كل من خدمات التمويل والصيانة، ويلاحظ على هذا النوع من الاستئجار أنه يعطي الحق للمؤجر أو المستأجر بإلغاءه وفسخه قبل انتهاء مدة العقد الأساسية، ولا تكون عقود هذا الاستئجار دائمة (Indefinite Duration) بل لفترة تقل كثيراً عن

¹ جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللطح، مرجع سابق، ص 318.

² نفس المرجع السابق، ص 319.

³ عيبر الصفي الطوال، التأجير التمويلي مستقبل صناعة التمويل، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 14.

⁴ معراج هواري، مرجع سابق، ص 63.

⁵ سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات: الاستثمار-التمويل- التحليل المالي (مدخل في التحليل واتخاذ القرارات)، مركز الإسكندرية

للكتاب، الإسكندرية، 2006، ص 144-145.

الفصل الأول..... الإطار النظري لقرار التمويل

الحياة الإنتاجية للأصل. وهذه تعتبر ميزة هامة للمستأجر تتمثل في استطاعته إحلال أصول أحدث تكنولوجيا وقت ظهورها محل الأصل المؤجر له. لذلك كانت الحاسبات الآلية من أهم الأصول الممثلة لهذا النوع من التمويل بالاستئجار.

➤ **الاستئجار المالي (Financial Lease):** يتميز الاستئجار المالي بعدم قابليته للفسخ أو الإلغاء إلى بموافقة طرفي العقد المؤجر والمستأجر، وعقود الاستئجار المالي تكون لفترة زمنية محددة تتفاوت حسب نوع الأصل.

- ففي حالة المعدات غالباً ما تكون مدة العقد نصف مدة الحياة الإنتاجية على الأقل.
- أما المباني فتكون مدة التعاقد 20 سنة أو أكثر، ولا يتضمن عقد الاستئجار خدمات الصيانة، بل يقع عبء تكاليفها على عاتق المستأجر.

➤ **البيع ثم الاستئجار (Sales and Lease Back):** وفي هذا النوع من الاستئجار تقوم المؤسسة المالكة لأصل معين (مباني أو أراضي أو معدات) ببيعها إلى مؤسسة مالية، وفي نفس الوقت توقع عقداً مع نفس المؤسسة المالية باستئجار نفس الأصل لمدة محددة وشروط خاصة يتفق عليها. ويتلقى البائع للأصل (المستأجر) فوراً قيمة الأصل من المشتري (المؤجر) ويستمر في نفس الوقت في استخدام الأصل مقابل الالتزام بسداد دفعات متساوية خلال مدة العقد تكفي لتغطية قيمة الأصل والعائد المناسب للاستثمار المؤجر.

والملاحظ أن البيع ثم الاستئجار يتشابه مع الاستئجار المالي في كل شيء عدا أن الأصل في الحالة الثانية جديد وإن اختلف مصدر الشراء.

ج- **أوجه الاختلاف بين التمويل بالاستئجار والتمويل بالاقتراض:** يكمن الاختلاف بين التمويل بالاستئجار والتمويل بالاقتراض فيما يلي¹:

✓ كلاهما يؤثر في الرفع المالي Financial Leverage ؛
✓ يوجد اختلاف بين التمويل بالاستئجار والتمويل بالاقتراض من حيث أن الاستئجار مرتبط بأصل محدد؛
✓ يتميز الاستئجار عن القروض من حيث أن المؤجر Lessor يتمتع بوضع أفضل بالمقارنة بالمقرض Creditor إذا واجهت المؤسسة مصاعب مالية حيث: إن المؤجر The Lessor يظل مالكا للأصل المؤجر وهو ما يختلف عن المقرض للأموال كما أنه من السهل على المؤسسات التي تتصف بمخاطر عالية أن تحصل على التمويل بالاستئجار بينما يصعب عليها الحصول على قروض.

د- مميزات التمويل بالاستئجار

بشكل عام فإن المؤسسات تلجأ إلى استخدام الاستئجار لأسباب عديدة نذكر منها²:
➤ الاستئجار لا يترتب عنه أية قيود كما هو الحال بالنسبة للقروض؛
➤ الاستئجار يمكن المؤسسة المستأجرة الاستفادة من تمويل كامل (100%). على عكس التمويل بالقروض؛

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2002، ص 482.

² نور الدين خيابة، مرجع سابق، ص 493.

➤ الاستئجار يعطي صورة معززة للمركز المالي للمؤسسة؛

➤ الاستئجار لا يفرض قيودا على المؤسسة كما الحال بالنسبة للاقتراض؛

➤ الاستئجار يعرض المؤسسة إلى التزامات أقل في حالة الإفلاس.

ثالثا: مصادر التمويل طويل الأجل: تتمثل مصادر التمويل طويل الأجل في تلك المصادر المستخدمة في تمويل أصول المؤسسة، والتي يجب سدادها ضمن مدة زمنية طويلة نسبيا، وقد تستمر ما دامت المؤسسة على قيد الوجود. ويتكون هذا النوع من التمويل من الأسهم العادية والممتازة، والتي تمثل أموال الملكية بالنسبة للمؤسسة إلى جانب التمويل المقترض طويل الأجل المتمثل في: القروض طويلة الأجل والسندات.

1- أموال الملكية: قبل التطرق إلى مفهوم الأسهم العادية والممتازة سوف نتعرف على تعريف السهم بصفة عامة، يعرف السهم بأنه: "عبارة عن حصة في ملكية المؤسسة أو في حصة في رأس مالها، يحق لصاحب السهم المشاركة في أرباح الشركة بعد تسديد المؤسسة لالتزاماتها تجاه الآخرين"¹.

أ- الأسهم العادية

❖ **تعريف الأسهم العادية:** تعرف الأسهم العادية بأنها: "صكوك ملكية تمثل حصة في رأس مال مؤسسة معينة، حامل هذا الصك يسمى بالمساهم الذي يمتلك حق التصويت في الجمعية العمومية ومراقبة إدارة المؤسسة، كما يملك أيضا الحق في الأرباح الموزعة وكذا الحق في الاكتتاب، بالإضافة إلى الحق في جزء من أصول المؤسسة في حالة الإفلاس"².

❖ **حقوق المساهم العادي:** هنا لا يكون للمساهم العادي امتياز أو أحقية في الحصول على توزيعات الأرباح، ويمكن تلخيص حقوق المساهم العادي فيما يلي³:

- حق حضور الجمعية العمومية للمساهمين وحق التصويت بنسبة ما يملكه من أسهم؛
- الحق في حصة أصول المؤسسة بنسبة ما يملكه من أسهم؛
- حق الاطلاع على دفاتر المؤسسة؛
- الحق في توزيعات الأرباح التي تقررها الإدارة؛
- حق الاشتراك في اقتسام موجودات المؤسسة بالتساوي مع المساهمين الآخرين في حالات التصفية؛
- حق بيع أم شراء أسهمه؛
- حق الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها المؤسسة بنسبة ما يملكه من أسهم.

¹ عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سابق، ص 81.

² Harvé Juvin , **Les Marché Financière**, Edition d'organisation , Paris, 2004, p : 145.

³ جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللطح، مرجع سابق، ص 332.

❖ مزايا وعيوب التمويل باستخدام الأسهم العادية

- مزايا التمويل باستخدام الأسهم العادية: يتصف التمويل بالأسهم العادية بالعديد من المزايا أهمها¹:
- ✓ ليس هناك إلزام قانوني على المؤسسة بإجراء توزيعات للمساهمين، إذ يخضع ذلك لتقدير إدارة المؤسسة و سياستها الخاصة بتوزيع الأرباح؛
 - ✓ تمثل الأسهم العادية مصدر التمويل الدائم وطويل الأجل لا يجوز لحائزها استرداد قيمتها من المؤسسة المصدرة لها، إلا أنه يمكنه من نقل ملكيته للغير عن طريق البيع المباشر أو من خلال سوق الأوراق المالية؛
 - ✓ تعتبر الأسهم العادية أنسب المصادر لتمويل الحصول على الأصول الثابتة؛
 - ✓ يترتب على إصدار المزيد من الأسهم العادية انخفاض نسبة الرفع المالي للمؤسسة، الأمر الذي يؤدي إلى رفع القدرة الاقتراضية المستقبلية للمؤسسة؛
 - ✓ تعتبر الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة مصدر تمويل أقل خطرا من الناحية المالية بالمقارنة بالقروض والسندات والأسهم الممتازة، حيث ليس هناك إلزام على المؤسسة بسداد توزيعات ثابتة للمساهمين مثلما هو الحال مع حملة الأسهم الممتازة، كما أن عدم سداد توزيعات الأسهم لا يترتب عليه تعرض المؤسسة للإفلاس مثلما يحدث في حالة القروض والسندات عند التوقف عن سداد وخدمة ديونها. وعلى العكس من ذلك تشكل الأسهم العادية بالنسبة لحاملها خطرا أعلى مقارنة بمصادر التمويل الأخرى، حيث يعد حملة الأسهم آخر الفئات التي تحصل على أنصبتها من الأرباح في حالة استمرار المؤسسة، ومن فائض التصفية في حالة تصفية المؤسسة.
- عيوب التمويل باستخدام الأسهم العادية: تهتم الإدارة المالية بالتمويل بواسطة إصدار الأسهم العادية من خلال تقدير مدى التأثير على حقوق المالكين كنتيجة لدخول مستثمرين جدد إلى المؤسسة ومشاركتهم في الأرباح بعد الإعلان عن التوزيع، ولذلك فإن المآخذ على التمويل بإصدار الأسهم العادية هي كما يلي²:
- يؤدي التمويل بإصدار الأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية وينعكس ذلك على إدارة الشركة، وأحيانا يفسح المجال للسيطرة على قرارات مجلس الإدارة واتجاهاته واحتمال تغيير طريقة إدارة المؤسسة بما يتلاءم مع توجهات الأعضاء الجدد في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال؛
 - إن توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم الواحد للمستثمرين الحاليين، إضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المحققة سابقا (الأرباح المحتجزة)؛
 - عدم تخفيض العبء الضريبي على المؤسسة عند استخدام التمويل بإصدار الأسهم، ذلك لأن قيمة الأرباح الموزعة لا تضاف إلى مصاريف المؤسسة لأغراض الاحتساب الضريبي عند تقدير الدخل الخاضع للضريبة؛

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص376.

² دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 106.

- إن إصدار الأسهم و الاكتتاب بها بواسطة المؤسسات المالية يكون لقاء عمولات ومصاريف تتحملها المؤسسة المصدرة؛
 - إن ارتفاع نسبة مساهمة حق الملكية في هيكل رأس المال قد يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال المستثمر، وبالتالي انخفاض العائد على رأس المال المدفوع من المساهمين.
- ب- الأسهم الممتازة:** تعتبر الأسهم الممتازة من الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات.
- ❖ **تعريف الأسهم الممتازة:** تعرف الأسهم الممتازة على أنها حصة في رأس مال المؤسسة لها نسبة أرباح ثابتة¹، حيث يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر المؤسسة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة².
- ❖ **خصائص الأسهم الممتازة:** من بين الخصائص التي تتميز بها الأسهم الممتازة عن غيرها من مصادر التمويل طويلة الأجل الأخرى ما يلي³:
- **الأولوية في الأصول والأرباح:** حيث أنها تمتلك حق الأولوية على الأسهم العادية كون أن حقوقها واجبة السداد قبل الأسهم العادية في حالة إفلاس المؤسسة وتصفية أصولها؛
 - **إمكانية تجميع الأرباح وتراكمها:** تتمتع معظم الأسهم الممتازة بخاصية تراكم مقسوم الأرباح لصالحها في حالة حجبها لسنة أو أكثر، وذلك عن طريق تدوير تلك الأرباح إلى السنوات اللاحقة؛
 - **حق التحول إلى الأسهم العادية:** وجود هذه الخاصية في الأسهم الممتازة يعني إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية، ويعبر ذلك عن قدرة السهم الممتاز الواحد في التحول إلى عدد من الأسهم العادية؛
 - **ذو قيمة اسمية ثابتة:** وهذه القيمة ضرورية لأغراض محاسبية، وهي القيمة التي يجب دفعها إلى حامل السهم الممتاز في حالة تصفية المؤسسة، وهي بذلك على خلاف الأسهم العادية التي لا تكون قيمتها محددة.
- من خلال ما سبق يتضح بأن الأسهم الممتازة تجمع بين خصائص الأسهم العادية من حيث أنها تعبر عن ملكية المستثمر وعدم وجود تاريخ استحقاق لها وحصولها على توزيعات الأرباح، وخصائص السندات من حيث ثبات العائد وزيادة درجة المخاطرة المالية للمؤسسة المصدرة للأسهم، لهذا فإن العائد على الأسهم الممتازة في الغالب سوف يكون أقل من العائد على الأسهم العادية، لكنه أكبر من العائد على السندات.
- لذلك فقد أطلق بعض المفكرين اسم " الأوراق الهجينة " على الأسهم الممتازة لأنها تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات.

¹ عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص 90.

² منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 20.

³ عدنان تايه النعيمي، مرجع سابق، ص 159.

- ❖ أنواع الأسهم الممتازة: تنقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية¹:
- ✓ مجموعة للأرباح: وتضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد حققت فيها أرباح لكنها لم تعلن عن توزيعها، وذلك قبل إجراء التوزيعات لحملة الأسهم العادية؛
- ✓ مشاركة في الأرباح: وتوفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح تتمثل بإعطاء الحق أيضا في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم؛
- ✓ القابلية للتحويل: تعطي حاملها حق التحول إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية؛
- ✓ القابلية للاستدعاء: تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها أي إمكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها، وخصوصا عند ارتفاع أسعارها السوقية.
- ❖ مزايا وعيوب الأسهم الممتازة: إلى جانب تمتع الأسهم الممتازة بالعديد من المزايا، فإنها لا تخلو أيضا من العيوب وتتمثل هذه المزايا والعيوب فيما يلي:
- مزايا الأسهم الممتازة: يتصف التمويل بواسطة الأسهم الممتازة بالعديد من المزايا نذكر منها²:
- من وجهة نظر المؤسسة المصدرة للأسهم
- ✓ إن عدم دفع عوائد الأسهم الممتازة لا يؤدي إلى إفلاس المؤسسة؛
- ✓ عوائد الأسهم الممتازة محددة بنسبة معينة، لذلك ففي حالة تنامي (زيادة) أرباح المؤسسة لا تشارك في هذه الأرباح المتنامية وتقتصر أرباحها على النسبة المحددة والتي تكون نسبة من قيمتها الاسمية؛
- ✓ إن إصدار الأسهم الممتازة لا يضعف المركز التنافسي لحملة الأسهم العادية (كبار المساهمين) لأنه ليس لحملة الأسهم الممتازة حق التصويت؛
- ✓ في حالة انخفاض تكلفة التمويل على السندات والقروض طويل الأجل يمكن استدعاء هذه الأسهم واستبدالها بأدوات تمويلية أخرى مثل الاقتراض طويل الأجل وإصدار السندات؛
- ✓ تحسين الصورة الائتمانية للمؤسسة المصدرة في حالة رغبتها في الحصول على القروض؛
- ✓ تقلل احتمالات تأثر المؤسسة بالأوضاع الاقتصادية، ففي أوضاع الكساد لا ترتب الأسهم الممتازة التزامات ثابتة على المؤسسة. كما في حالة السندات حيث أن المؤسسة غير ملزمة بتوزيع عوائد في حالة تحقيق الخسائر.
- من وجهة نظر المستثمر
- ✓ تحقق عائد ثابت.
- ✓ لها الأولوية بالحصول على قيمتها عند التصفية³.

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الأولى، دار الوراق، عمان، 1993، ص 208.

² عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص 93.

³ نفس المرجع السابق، ص ص 93-94.

➤ **عيوب الأسهم الممتازة:** تتمثل عيوب الأسهم الممتازة في العناصر التالية¹:

- ارتفاع تكلفتها على المؤسسة المصدرة لها لعدم إمكانية خصم توزيعاتها من الوعاء الضريبي؛
- تصنيفها عند التصفية في المرتبة الثانية بعد السندات؛
- الاحتفاظ بحقها في الحصول على التوزيعات للسنة الحالية من أرباح السنوات اللاحقة؛
- الحق أحيانا في التصويت على بعض القرارات الصادرة عن الهيئة العامة؛
- حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، ومن ثم فهم يطالبون بمعدل أعلى للعائد؛ وهذا راجع إلى حرية قرار المؤسسة بإجراء التوزيعات، وبالتالي ليس هناك ما يضمن حصول حملة الأسهم الممتازة على عائد دوري، وذلك بعكس المقرضين الذين يحصلون على فوائدهم الثابتة².

1- الأموال المقترضة (الاقتراض)

أ- السندات

❖ **تعريف السندات:** يعرف السند بأنه: " عبارة عن ورقة مالية تثبت دائنية حاملها للمؤسسة التي أصدرتها.

وعلى هذا الأساس فالسند هو عبارة عن إثبات لعملية قرض. ويستفيد حامل السند من كل الحقوق التي يستفيد منها دائنو المؤسسة الآخرين، وخاصة الاستفادة من الفائدة³.

وعليه فإن حامل السند يقرض الأموال للمؤسسة وله الحق في استرجاع قرضه. وخلال مدة القرض له الحق في الحصول على الفائدة التي حددت قيمتها في شروط عقد القرض. هذه الشروط تكون ملائمة لشروط السوق خلال فترة إصدار القرض، كما له حق الدائنية على المؤسسة الذي يمكنه في حالة إفلاس المدين من المتابعة القضائية للحصول على حقوقه المتمثلة في الفوائد وقيمة القرض⁴. وتشتمل السندات على⁵:

- **الكوبون:** وهو عبارة عن الدخل الذي يحصل عليه حامل السند ويتحدد بمعدله بأسعار الفائدة السائدة في السوق للسندات التي لها درجة المخاطرة نفسها.
- **تاريخ الاستحقاق:** يشير إلى الفترة التي يحصل فيها السند على القيمة الاسمية للسند، وهناك نوعان من تاريخ الاستحقاق فعلي و أصلي.
- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة المدونة على السند والتي يتعهد مصدر السند بردها إلى حامل السند في تاريخ الاستحقاق.

¹ فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية : الأسس النظرية والعملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 84.

² أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 55.

³ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة السابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 87.

⁴ Depallens George, Jobard Jean-Pierre, **Gestion Financière de L'Entreprise**, 10^{ème} édition, Sirey, Paris, 1990, P: 720.

⁵ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010، ص 140.

• شروط نقل الملكية: لا يتم نقل ملكية السند القابل للتداول إلا من خلال إجراءات معينة لنقل القيد من سجلات المؤسسة.

❖ قيم السندات: تقوم السندات بشكل عام على القيم التالية¹:

➤ القيمة الاسمية: وهي حصة من رأس المال المقترض الممثل لهذا السند، هذه القيمة يجب أن تكون ذات قيمة مساوية ل100 ومضاعفاتها، هذه القيمة هي المعتمدة لحساب قيمة الكوبون.

➤ قيمة الإصدار: يمكن أن يصدر السند بقيمة مساوية لقيمه الاسمية، و لكن غالبا ما يصدر بأقل من هذه الأخيرة لجعل الإقبال عليه أكثر. وبهذا فعلاوة الإصدار تتمثل في الفرق بين قيمة الإصدار والقيمة الاسمية.

➤ قيمة التسديد وعلاوة التسديد: يمكن إصدار سندات بقيمة إصدار معينة ويتم تسديد هذه السندات بقيمة أكبر من قيمة الإصدار، الفرق بين قيمة التسديد وقيمة الإصدار يسمى: "علاوة التسديد".

➤ القيمة السوقية : وتدعى أيضا القيمة الشرائية وهي تمثل سعر السند بعد الإصدار وخلال عمليات التداول، وتعبر عن القيمة الحقيقية للسندات. حيث تعكس هذه القيمة تغيرات الفائدة في السوق مقارنة بفائدة السند المقررة، وتصبح القيمة السوقية الأساس في عمليات تسويق السندات وتقويمها².

❖ مزايا التمويل بالسندات: تحقق المؤسسة من وراء الاعتماد على السندات كمصدر للتمويل العديد من المزايا أهمها³:

✓ تتميز تكلفة التمويل بالسندات بالانخفاض النسبي مقارنة بالأسهم العادية والأسهم الممتازة، حيث يترتب عليها ميزة ضريبية نتيجة لجواز خصم فوائدها من وعاء ضريبة الدخل، بينما لا يسمح بذلك بالنسبة لتوزيعات الأسهم ويترتب على هذه الميزة زيادة ربحية المؤسسة؛

✓ يتيح التمويل بالسندات للمساهمين القدامى بالشركة ميزة الاحتفاظ بسيطرتهم على قرارات المؤسسة، الأمر الذي قد لا يتحقق فيما لو تم التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة قد تأتي بمساهمين جدد تختلف توجهاتهم عن توجهات المساهمين القدامى حول سياسة المؤسسة؛

✓ ليس لحملة السندات الحق في التدخل في شؤون المؤسسة أو الرقابة عليها عن طريق التصويت⁴؛

✓ ثبات تكلفة السندات على المؤسسة بسبب ثبات الفوائد المدفوعة على السندات، وعدم مشاركة السندات في أرباح المؤسسة؛

✓ تمنح السندات للمؤسسة مرونة أكبر في تشكيل هيكلها المالي من خلال إصدار سندات قابلة للاستدعاء، حيث يمكن للمؤسسة في هذه الحال استدعاء السندات وبالتالي التخلص من المديونية واستبدال السندات بإصدار أقل تكلفة في حال انخفاض سعر الفائدة.

¹ Hutin Hervé, **Toute La Finance d' Entreprise**, 3^{ème} édition, Edition d'organisation, Paris, 2005, P P : 721-723.

² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص104.

³ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص ص 381-382.

⁴ فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص ص 122-123.

❖ **عيوب التمويل بالسندات:** رغم تمتع السندات بالعديد من المزايا إلا أنها لا تخلو من العيوب، حيث يتأثر الاستثمار بالسندات بالعديد من المخاطر نذكر منها¹:

➤ **مخاطر السيولة:** تفتقد السندات الطويلة الأجل إلى خاصية السيولة، مما يعرض حامل السند إلى مخاطر انخفاض القدرة الشرائية للنقود بسبب التضخم الاقتصادي فترتفع درجة الخطر كلما طالت فترة الاستحقاق.

➤ **تقلب أسعار الفائدة:** تتحرك أسعار السندات هبوطاً أو صعوداً عكس حركة معدل الفائدة السائد في السوق، فعند ارتفاع سعر الفائدة في السوق يؤدي إلى انخفاض سعر السند.

➤ **مخاطر استدعاء السند:** إذا كان من ضمن شروط الإصدار شرط الاستدعاء ستتستغل المؤسسة المصدرة الفرصة المناسبة لاستدعاء السندات، ولحماية المستثمر يتم منحه علاوة الاستدعاء ورفع الفائدة على السند لتغطية خسارته.

➤ **مخاطر الرفع المالي:** إن دراسة مخاطر الرفع المالي للمؤسسة المصدرة يعد من الأمور المهمة، وهناك معايير لنسبة الرفع المالي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار، لأن المقرضين الآخرين هم منافسين إضافيين لهم الحق في موجودات المؤسسة في حال تعرضها للتصفية.

ب- القروض الطويلة الأجل (Long-Term Debt): إلى جانب مصادر التمويل طويلة الأجل السابقة الذكر، تبقى أمام المؤسسات فرص التمويل عن طريق المؤسسات المالية والبنوك، ويعد الاقتراض طويل الأجل أحد النشاطات الرئيسية للمؤسسات الاستثمارية بشتى أشكالها، تعتبر المؤسسات المالية الطرف الوسيط بين مدخري الأموال ومستخدميها، ومن أمثلة المؤسسات المالية: البنوك التجارية، بنوك الاستثمار وشركات التأمين، إن القروض الطويلة الأجل هي عبارة عن عقد يتم بين المؤسسات المالية والمؤسسة الطالبة للقرض، ويتم تحديد بنود وشروط العقد على أساس التفاوض بين الطرفين²؛ وتشمل بنود العقد ما يلي:

- قيمة القرض؛
- مدة القرض وميعاد استحقاقه؛
- معدل الفائدة وكيفية تسديد الفوائد؛
- ضمانات العقد إن وجدت في حالة القروض المكفولة بضمانات.

المطلب الثالث: العوامل المحددة لأنواع مصادر التمويل

تعتمد بعض المؤسسات على الأموال المقترضة في تلبية احتياجاتها المالية، في حين تعتمد مؤسسات أخرى على الأموال الذاتية وقد يختار البعض الآخر أمراً وسطاً بين هذا وذاك. وهذه الاختلافات هي نتيجة عدة عوامل تتراوح بين ظروف المؤسسة نفسها، والحالة الاقتصادية وتوافر الأنواع المختلفة من الأموال،

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 271.

² خالد الراوي، مرجع سابق، ص 348.

وطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة وتركيبية موجوداتها، أما بخصوص العوامل التي تحدد على ضوءها أنواع الأموال المناسبة للمؤسسة فيمكن أن نعدد منها ما يلي:

1- **الملاءمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام:** القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات من مصادر طويلة الأجل، كأموال الملكية أو القروض طويلة الأجل. أما المصادر القصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الاستخدامات القصيرة الأجل. وتعتبر عملية الملاءمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام عملية ضرورية لإيجاد الارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول¹.

2- **الدخل:** القاعدة الأساسية هي كلما كان الدخل المتوقع كبير فيتم التمويل عن طريق الاقتراض، والعكس إذا كان الدخل المتوقع منخفض فيتم التمويل عن طريق أموال الملكية².

3- **الخطر:** إن المقصود بالخطر هنا هو الخطر الذي يلحق بأصحاب المشروع نتيجة لزيادة الالتزامات على المشروع، وكثرة من يتقدمون عليهم في الأولوية على الدخل والموجودات عند التصفية³.
ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة للتمويل من منظورين:

- خطر التشغيل.

- خطر التمويل.

يرتبط خطر التشغيل بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها، حيث يتوجب على المؤسسة الاعتماد على رأس مالها في حالة ارتفاع مخاطر التشغيل وعدم الاعتماد على القروض. لأن عدم انتظام حجم النشاط في المؤسسة سيؤثر في قدرتها على خدمة دينها وقد تتعرض للإفلاس إذا كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها. أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة، ويؤدي هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين، مما قد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها⁴.

4- **الإدارة والسيطرة:** بقاء سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل التي تلعب دورا بارزا في تخطيط مصادر التمويل، لهذا السبب كثيرا ما نجد المالكين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض، وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار الأسهم العادية، لأن الدائنين العاديين والممتازين كلهم لا يهددون مثل هذه السيطرة بصورة مباشرة لأنهم لا يملكون حق التدخل في الإدارة⁵.

¹ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مرجع سابق، ص 155.

² أيمن الشنطي، عامر شقر، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية، عمان، 2007، ص 93.

³ عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص 112.

⁴ خالد الراوي وآخرون، مرجع سابق، ص 23.

⁵ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مرجع سابق، ص 157.

5- **المرونة:** وهي قدرة المؤسسة على تعديل مصادر الأموال بالزيادة أو النقصان تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى هذه الأموال. وعليه نجد أن القروض قصيرة الأجل تسمح بالتعديلات في مصادر الأموال حتى تتماشى والتقلبات الموسمية في الأصول المتداولة¹.

وتوفر المرونة للمؤسسة يحقق الأمور التالية:

- إمكانية الحصول على أكبر عدد ممكن من البدائل عندما تحتاج المؤسسة إلى التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال التي تستخدمها؛
- القدرة على استخدام الأموال المتاحة أكثر من غيرها في وقت معين؛
- زيادة قدرة المؤسسة في المساومة عند التعامل مع مورد محتمل.

6- **التوقيت:** إن هذا العامل مرتبط ارتباطاً وثيقاً بالمرونة، ويعني التوقيت اختيار المؤسسة للوقت المناسب للحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة عن طريق الاقتراض أو عن طريق أموال الملكية. وتحقق المؤسسة وفورات كبيرة عن طريق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض والتمويل خلال الدورات التجارية.

ورغم أهمية هذا العامل إلا أن العوامل الأخرى قد تكون أكثر أهمية، ففي بعض الحالات تدعو الحاجة إلى الأموال بشكل يجعل من الضروري الحصول عليها حتى ولو كانت تكلفتها مرتفعة نسبياً. وأحياناً قد تتوفر الأموال المقترضة بتكلفة رخيصة. ولكن لعدم الحاجة إليها لا يتم اللجوء إليها، ولهذا تلعب ظروف السوق وحجم المؤسسة في تلك الفترة دوراً مهماً في التوقيت للحصول على الأموال من مصادرها².

7- **حجم المؤسسة:** حجم المؤسسة يقاس بحجم رأس المال أو حجم الموجودات أو حجم المبيعات أو عدد العاملين... إلخ، وفي كل الأحوال فهو يعبر عن مدى قدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض دون تردد، الأمر الذي يعزز من ثقة المقرضين على اعتبار أن المؤسسة التي تتميز برأس مال مرتفع ومصادر مالية متعددة وحجم إنتاجي واسع ومتنوع تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية مقارنة مع غيرها من المؤسسات³.

8- **الظروف الاقتصادية المحيطة:** إن الظروف الاقتصادية المحيطة التي يسودها الانتعاش هي غير الظروف الاقتصادية التي يسودها الانكماش أو الركود، فالأولى تشجع على الاقتراض بدلاً من اللجوء إلى زيادة رأس المال، والثانية تشجع على زيادة رأس المال أو التحفظ بدلاً من اللجوء إلى الاقتراض والأسهم الممتازة لتمويل احتياجاتها الاستثمارية والتشغيلية، وذلك لأن ظروف الازدهار من شأنها أن تعزز من الثقة على خدمة الدين والعكس بالعكس⁴.

¹ عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص 113.

² نفس المرجع السابق، ص 114.

³ فيصل محمود الشواربة، مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2013، ص ص 84-85.

⁴ نفس المرجع السابق، ص 84.

9- نمط التدفق النقدي: المقصود بنمط التدفق النقدي هو الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته، فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق النقد لها آثار سلبية على السيولة، لكن يمكن تفادي هذا الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها ومواعيد دخول النقد إلى المؤسسة¹.

10- التصنيف الائتماني للمؤسسة: التصنيف الائتماني هو عبارة عن رأي فني في ملاءة المؤسسة المصنفة، فكلما كان هذا الرأي ايجابيا زادت قدرة المؤسسة على زيادة مصادرها التمويلية سواء عن طريق الاقتراض أو زيادة رأس المال².

11- طاقة الاقتراض: قد يكون استعمال الدين لتمويل عمليات المؤسسة مواتيا للمؤسسة من ناحية ضريبية، لأن الفائدة تشكل نفقة وتقطع من الدخل الخاضع للضريبة، لكن قدرة المؤسسة على الاقتراض وتقديم الضمانات يحد من إمكانية الاستفادة من الاقتراض دون حدود³.

12- معايير المديونية للصناعة: هناك مستويات متعارف عليها لنسبة إجمالي الديون إلى صافي حقوق المساهمين لمختلف أنواع الصناعات ويجب أن لا تتشذ المؤسسة في حجم مديونيتها عن هذا النمط، لأن ذلك يوقظ الدائنين ويجعلهم يشكون في سلامة الموقف المالي للمقترض⁴.

المبحث الثالث: تكلفة التمويل

يعتبر موضوع تكلفة الأموال من الموضوعات الهامة في المؤسسة في مجال الإدارة المالية، ذلك لأن قرارات الإنفاق الاستثماري لها تأثير واضح على المؤسسة وأهدافها.

و بما أن المصادر التمويلية التي تعتمد عليها المؤسسة عديدة تتنوع بين أموال الملكية وأموال الاستدانة، هذا الاختلاف بين هذه المصادر يصاحبه اختلاف في تكلفة كل مصدر عن الآخر، لذلك من الضروري معرفة تكلفة كل مصدر منها على حدا لنتمكن بعدها من تحديد التكلفة الكلية لمزيج هذه الأموال من أجل اختيار مصدر التمويل المناسب الذي يحقق أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة.

المطلب الأول: ماهية تكلفة التمويل

تعد تكلفة الأموال من أهم العوامل المؤثرة على اختيار المصدر التمويلي المناسب واختيار سياسة تمويلية معينة للمؤسسة. على اعتبار أن تكلفة التمويل تعد بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة تمويله يجب رفضه ، لأن قبوله سوف يؤثر سلبا على ثروة الملاك ويؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم.

أولاً: مفهوم تكلفة الأموال: لقد اختلفت آراء المختصين في مجال الإدارة المالية حول تحديد مفهوم واضح ودقيق لمفهوم تكلفة الأموال وفيما يلي نستعرض بعض التعريفات المعطاة لتكلفة التمويل.

¹ خالد الراوي وآخرون، مرجع سابق، ص 25.

² مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 404.

³ نفس المرجع السابق، ص 405.

⁴ عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص 114.

تعرف تكلفة الأموال على أنها: " معدل المردودية الأدنى التي يجب أن تحققها الاستثمارات في المؤسسة حتى تستطيع في الوقت نفسه إرضاء كل المساهمين من حيث المردودية المطلوبة (وهي تكلفة الأموال الخاصة)، والمقرضين (وهي تكلفة الاقتراض) " ¹.

كما يمكننا تعريف تكلفة الأموال بأنها: " الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة " ².

تكلفة الأموال بصفة عامة هي: " الحد الأدنى للمعدل الواجب تحقيقه على المشروعات الاستثمارية للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة بدون تغيير. لهذا فإن تحقيق عائد يقل عن المعدل (تكلفة الأموال) يؤدي إلى أن يصبح الوضع المالي لأصحاب المشروع أسوأ مما كان عليه من قبل مع انخفاض إجمالي القيمة، بينما يؤدي تحقيق عائد يزيد عن هذا المعدل (تكلفة الأموال) إلى تحسين الوضع المالي لأصحاب المشروع مع ارتفاع إجمالي القيمة السوقية لأسهم المؤسسة " ³.

ومن خلال ما سبق يمكن القول أن تكلفة الأموال هي: الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه في استثمار جميع الأموال المتاحة، وهذا يشمل أموال الملكية والأموال المقترضة للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة وتحسين الوضع المالي بها.

ثانياً: خطوات تقدير تكلفة الأموال: لتقدير تكلفة الأموال فإن الإدارة المالية تتبع الخطوات التالية ⁴:

1. يتم تحديد أنواع الأموال من مصادر التمويل التي تستخدم لتحقيق هيكل مالي متوازن للمشروع، يأخذ بعين الاعتبار رأس المال وحق الملكية وجهات التمويل الخارجي الأخرى؛
2. حساب وتحديد تكلفة كل مصدر من هذه المصادر ويتم إظهارها في شكل معدل، وذلك لأنه سيتم مقارنته بمعدلات العائد أو لحساب القيم الحالية التي تقوم على أساس صافي الإيراد النقدي بعد الضرائب، أي احتساب معدل التكلفة بعد الضريبة؛
3. استخدام أسلوب الترجيح بالأوزان لتكلفة كل مصدر من مصادر الأموال المستخدمة، بحيث تكون المحصلة النهائية تكلفة مرجحة للأموال التي ستستثمر.

ثالثاً: أهمية حساب تكلفة التمويل: لحساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل وصولاً إلى حساب التكلفة المتوسطة المرجحة أهمية بالغة تتمثل فيما يلي ⁵:

✓ إن حساب تكلفة الأموال لكل عنصر من عناصر التمويل سوف يمكن الإدارة المالية من اختيار أنسب تلك المصادر من ناحية التكلفة، حيث يقتضي المنطق المالي عند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر والمصاحبة له أن يختار المصدر الذي يحمل المؤسسة أقل تكلفة ممكنة؛

¹Quiry .P, Lefur. Y, **Finance d'Entreprise : Pierre Vernimmen**, 5^{ème} Edition ,Daloz, Paris, 2002, P :732.

² عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 158.

³ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1997، ص 292.

⁴ عدنان هاشم السمرائي، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص 245.

⁵ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص ص 706-707.

- ✓ يفيد حساب تكلفة الأموال في المفاضلة بين المقترحات الاستثمارية ذاتها و تحديد مدلولاتها، إضافة إلى دوره في قرارات الاستثمار والربط بين قيمة المؤسسة في الأسواق المالية وبين هياكلها المالية؛
- ✓ إن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات للمؤسسة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا، ولذلك ولغرض تخفيض تكلفة الأموال فإن المنطق يتطلب حسابها؛
- ✓ تعتبر تكلفة الأموال معيار يمكن الاعتماد عليه في تقرير مدى تأثير القرارات الاستثمارية على ربحية المؤسسة وعلى قيمتها ككل وفي ضوء ذلك يتم اختيار البدائل الاستثمارية التي تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة ورفض تلك التي تؤدي إلى إنقاصها¹.

المطلب الثاني: تقدير تكلفة التمويل

يعتبر موضوع تقدير تكلفة مصادر التمويل من الموضوعات الهامة في مجال الإدارة المالية، ذلك لأن قرارات الإنفاق الاستثماري لها تأثير واضح على المؤسسة وأهدافها.

أولاً: تقدير تكلفة مصادر التمويل الداخلي (الذاتي): التمويل الداخلي له تكلفة كغيره من مصادر التمويل، ولكن المشكلة الأساسية في ذلك صعوبة قياس تكلفة التمويل الداخلي، لذلك سوف نقوم بحساب تكلفته عن طريق تقدير تكلفة مكوناته.

1- تقدير تكلفة الاحتياطات : نحن بصدد أرباح غير موزعة موجهة للتمويل الذاتي هذا النوع من الموارد يضم تكلفة ضمنية (تكلفة الفرصة البديلة) لأنها لا تترتب عنها مصاريف مالية مباشرة.

بعبارة أخرى لا تأخذ المؤسسة على عاتقها أي تعهد صريح اتجاه المساهمين ولا مكافأة أو أي تسديد².

2- تقدير تكلفة الإهلاك: زيادة عن الاحتياطات غير الموزعة، تشكل الإهلاكات مصدر تمويلي ذاتي مجدول على حياة الاستثمارات محل الإهلاك. لا تؤدي الإهلاكات لأي مكافأة أو تسديد للسيولة التي هي تحت تصرف المؤسسة، لديها تكلفة تعويضية أو تبادلية.

3- تقدير تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة: يعتقد البعض بأن الأرباح المحتجزة لا تكلفة لها، ولكن هذا الاعتقاد غير صحيح على الإطلاق، لأن هذه الأرباح هي أصلاً من حق أصحاب الأسهم العادية ولا يتم احتجازها إلا بعد موافقتهم، كما أن هذه الموافقة لا تتم إلا بعد توقعهم الحصول على عائد في السنوات القادمة لا يقل عما يحصلون عليه حالياً - على الأقل - وبالتالي يمثل ذلك التزام على المشروع بتحقيق هذا العائد على الأقل على هذه الأموال لأصحاب الأسهم العادية في السنوات المقبلة³.

تعد تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة تكلفة ضمنية تساوي تكلفة التمويل بالأسهم العادية، لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين وهي حق من حقوق المالكين، وتتنخفض تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة عن تكلفة التمويل بالأسهم العادية لعدم خضوع الأرباح المحتجزة للضريبة على

¹ جمال الدين المرسي، أحمد عبد اللطح، مرجع سابق، ص 262.

² خميسي شيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2010، ص 153.

³ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سابق، ص 306.

الدخل. وأن الاعتماد على الأرباح المحتجزة كمصدر للأموال المباشرة وتحويلها إلى أسهم عادية يجنب المؤسسة دفع عمولات ترويج الإصدار الجديد أي عدم الخضوع لعمولة الوسطاء، وهذا يعني أن التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة أقل تكلفة من التمويل بالأسهم العادية بسبب استبعاد تكلفة الضريبة والعمولة¹.

تكلفة الأرباح المحتجزة هي تكلفة الفرصة البديلة والمتمثلة بعدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين. حيث تقوم المؤسسة باحتجازها لحين الحاجة إليها وتعادل تكلفة الفرصة البديلة تلك الأرباح التي تم احتجازها، أي أنها تساوي العائد الذي من المفروض أن يستلمه المساهمون لو لم يتم احتجازها². وتوجد ثلاثة طرق لحساب الأرباح المحتجزة والمتمثلة في الآتي:

❖ **الطريقة الأولى: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAMP)** : يوازن هذا النموذج بين معدل العائد المطلوب من السهم العادي (أي تكلفته) وبين مخاطرته، حيث يفترض بأن المستثمر يحمل محفظة متنوعة (Diversified Portfolio)، أي يقتني استثمارات ذات عوائد ليست مترامنة مع بعضها البعض. العوائد على الأصول في المحفظة المتنوعة لا تتحرك بنفس الاتجاه ولا بنفس الوقت ولا بنفس المقدار. نتيجة هذا التنوع تبقى مخاطرة واحدة في المحفظة وهي المخاطرة المرتبطة بالتحركات في السوق بشكل عام، التي يطلق عليها مخاطرة السوق (Market Risk) أو المخاطرة النظامية التي تقاس بمعامل بيتا (β)³. وحسب نموذج (CAMP) يتم تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة (K_S) وفق الخطوات التالية⁴:

-**الخطوة الأولى:** تقدير سعر الفائدة الخالي من المخاطرة (R_F) وهو معدل الفائدة على حوالات الخزنة، ويتم ذلك باتخاذ سعر الفائدة على السندات الحكومية أو على أدونات الخزنة أساسا لمعدل العائد الخالي من الخطر، باعتبار أن الخطر المرتبط بهذه الأصول منخفض جدا.

-**الخطوة الثانية:** تقدير معامل (β) للسهم لغرض تقدير المخاطرة السوقية للسهم، واستخدام قيمة هذا المعامل كمؤشر للمخاطرة المنتظمة المصاحبة للسهم، ويقاس بنسبة الانحراف المعياري للعائد على مستوى السوق.

-**الخطوة الثالثة:** تقدير معدل العائد المتوقع للسوق (R_m) (محفظة السوق)، أي العائد المتوقع من الاستثمارات.

-**الخطوة الرابعة:**

$$K_S = R_F + \beta \cdot (R_m - R_F) \dots\dots\dots(1-1)$$

إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية قد يعطي تقديرات دقيقة لمعدل العائد المطلوب على السهم ومن ثم لتكلفة الأرباح المحتجزة، إلا أن ثمة مشاكل وصعوبات تكتنف تطبيق هذا الأسلوب أهمها:

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص 184-185.
² عبد الستار مصطفى الصباح، سعود جابيد العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، 2003، ص ص 228-229.
³ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سابق، ص 165.
⁴ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 343.

✓ صعوبة تقدير معامل بيتا (β)؛

✓ ثمة جدال حول اختيار أساس لتحديد معدل العائد الخالي من الخطر، فهل يتم على أساس سعر الفائدة على السندات الحكومية طويلة الأجل، أو تبعا لسعر الفائدة على أدوات الخزينة قصيرة الأجل؛

✓ صعوبة تقدير علاوة الخطر على مستوى السوق¹.

❖ الطريقة الثانية: منهج معدل العائد على السندات مضاف إليه علاوة المخاطر: إن المستثمر في الأسهم العادية أكثر عرضة للمخاطر من أصحاب السندات، وعليه يتم تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة عن طريق تحديد معدل العائد للأسهم العادية، ويكون هذا من خلال تحديد علاوة الخطر تضاف إلى معدل الفائدة التي تدفعه المؤسسة على قروضها طويلة الأجل أو سنداتها، وذلك حسب العلاقة التالية²:

$$K_S = rd + R_p \quad \dots\dots\dots(2-1)$$

حيث أن:

rd : معدل العائد على السندات؛

R_p : علاوة الخطر.

إن الاعتماد على هذا المنهج في تحديد التكلفة يخضع لاعتبارات تقديرية واعتبارات الحكم الشخصي، مما يحول دون تحديد هذه التقديرات بالدقة اللازمة.

❖ الطريقة الثالثة: أسلوب التوزيعات (DVM): بافتراض ثبات الأرباح الموزعة يمكن تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة من خلال العلاقة التالية³:

$$K_S = \frac{D}{P_0} \quad \dots\dots\dots(3-1)$$

بحيث أن:

D : الأرباح الموزعة لكل سهم؛

P_0 : القيمة السوقية للسهم.

أي أن تكلفة الأرباح المحتجزة في هذه الحالة مساوية لتكلفة الأسهم العادية، أما في حالة افتراض نمو الأرباح بنسبة ثابتة تميز حالتين:

• بافتراض عدم وجود الضرائب: ويتم حساب تكلفة الأرباح المحتجزة وفق هذه الطريقة بالعلاقة التالية⁴:

$$K_S = \frac{D}{P_0} + g \quad \dots\dots\dots(4-1)$$

حيث أن:

g : يمثل الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم.

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص ص 414-415.

² G apenski.L, An Introduction Financial Management, 3rdEdition, Aupha hap, 2005, P:408.

³ منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص 82.

⁴ فايز تيم، مرجع سابق، ص 294.

- بافتراض وجود الضرائب: ويتم حساب تكلفة الأرباح المحتجزة وفق هذه الطريقة بالعلاقة التالية¹:

$$K_s = \left(\frac{D}{P_0} + g \right) (1 - T) \quad \dots\dots\dots(5-1)$$

حيث أن:

T: تمثل الضريبة على الأرباح.

ثانيا: تقدير تكلفة مصادر التمويل الخارجي

1- تقدير تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل: وتتمثل تكلفة التمويل قصير الأجل أساسا في تكلفة كل من الائتمان التجاري والائتمان المصرفي.

أ- تقدير تكلفة الائتمان التجاري: يعتبر الائتمان التجاري مصدرا تمويليا مجانيا في حالة غياب الخصم النقدي، أو في حالة قيام المؤسسة بتسديد قيمة مشترياتها خلال فترة الخصم، أما إذا كان هناك خصما نقديا ممنوحا للمؤسسة ولم تحصل عليه بسبب التأخير في التسديد (خارج فترة الخصم)، فهذا يعني أنها تتحمل تكلفة الفرصة الضائعة².

وتعطى تكلفة الائتمان التجاري بالعلاقة التالية³:

$$K_{CF} = \frac{S}{1-S} \times \frac{360}{D_c - D_e} \quad \dots\dots\dots(6-1)$$

حيث أن:

K_{CF} : تكلفة الائتمان التجاري؛

S : معدل الخصم؛

D_c : فترة الائتمان؛

D_e : مدة الاستفادة من الخصم النقدي.

وتجدر الإشارة إلى أن تكلفة الائتمان التجاري السنوية تتأثر بشكل مباشر بالمدة الإضافية (فترة الائتمان - فترة الخصم) قياسا بعلاقتها مع مدة الخصم النقدي.

ب- تكلفة الائتمان المصرفي: إن تكلفة الائتمان المصرفي تتمثل في معدل الفائدة الفعلي الذي تدفعه المؤسسة مقابل حصولها على القروض قصيرة الأجل، ويختلف معدل الفائدة الفعلي حسب اختلاف الشروط الملحقة بالائتمان المصرفي الممنوح⁴. هذا المعدل عادة ما يكون في صورة نسبة مئوية من قيمة القرض، ويطلق على تلك النسبة سعر الفائدة النسبي، الذي يختلف عن سعر الفائدة الفعلي وهو بدوره يتوقف على شروط الاتفاق مع الجهة المقرضة والمؤسسة، وأيضا معدل الضريبة على أرباح المؤسسات حيث تحسب تكلفة الائتمان المصرفي بالعلاقة التالية⁵:

¹ عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية و حالات عملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 230.

² عدنان هاشم السمراي، مرجع سابق، ص 268.

³ منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص 8.

⁴ نور الدين خبابية، مرجع سابق، ص 477.

⁵ منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص 10.

$$K_d = \frac{Ft}{Dt}$$

(7-1).....

حيث أن:

K_d : معدل الفائدة الفعلي (قبل الضريبة) ؛

Ft : سعر الفائدة (قبل الضريبة) ؛

Dt : قيمة القرض الذي تستفيد منه المؤسسة فعلا.

2- تقدير تكلفة مصادر التمويل متوسطة الأجل: تكلفة القروض المتوسطة الأجل تحسب بنفس طريقة

القروض طويلة الأجل، ولكن الفرق الوحيد يكمن في المدى الزمني.

❖ تكلفة التمويل بالاستئجار: تعرف تكلفة التمويل بالاستئجار بأنها: " المعدل الذي يحقق المساواة بين

قيمة الأصل المستعمل عن طريق الإيجار ومجموع القيم الحالية لأقساط التأجير المدفوعة "1. فهو

المعدل الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة التمويل بالاستئجار، وهو المعدل (r) الذي

تتساوى فيه القيمة الحالية التي تتحملها المؤسسة مع القيمة الحالية للدفعات (بعد خصم الضريبة) ،

مضافا إليه ما تفقده المؤسسة من اقتطاع الضرائب على الإهلاكات خلال مدة عقد التمويل بالاستئجار،

مضافا إليه قيمة إعادة شراء الأصل في نهاية عمره الاقتصادي. وتحسب تكلفة التمويل بالاستئجار

بالصيغة التالية²:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{Li(1-T) + AiT}{(1+r)^i} + \frac{Rn}{(1+r)^i} \dots\dots\dots(8-1)$$

حيث أن:

V_0 : القيمة الحالية الصافية للاستثمار (قيمة التجهيزات والآلات)؛

Li : الدفعة (الإيجار أو التأجير) التي سوف تدفع في السنة n_1 ؛

T : معدل الضريبة على أرباح المؤسسات؛

Ai : الإهلاكات السنوية للأصل فيما لو كانت المؤسسة مالكة له؛

Rn : القيمة المتبقية من الأصل في نهاية العقد؛

r : تكلفة الاستئجار (معدل العائد المساوي لقيمة الأصل وقيمة التدفقات الحالية لعناصر الأصل المستأجر).

3- تقدير تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل: تختلف تكاليف مصادر التمويل طويلة الأجل باختلاف

تصنيفها إلى أموال ملكية وأموال مقترضة، حيث تختلف تكلفة أموال الملكية باختلاف أنواع هذه الأموال

من أسهم عادية إلى أسهم ممتازة، ونفس الشيء بالنسبة لأموال المقترضة التي تنقسم بدورها إلى سندات

وقروض طويلة الأجل.

¹Jean Barreau, Jacqueline Dellahaye, *Economie et Gestion Des Entreprise*, Sirey, Paris, 1997, P : 55.

² معراج هواري، سعيد عمر، مرجع سابق، ص ص 57-58.

أ- تقدير تكلفة أموال الملكية

❖ **تقدير تكلفة الأسهم العادية:** تتمثل تكلفة الأسهم العادية في "العائد المطلوب على الاستثمارات والممول بإصدار الأسهم والذي يحافظ على القيمة السوقية دون تغيير"¹. حسب نموذج **جوردون شابيرو (Gordon-Shapiro)** وعلى اعتبار أن القيمة السوقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، وبما أن الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق معين فإن التدفقات النقدية سوف تتمثل فقط في التوزيعات التي سيحصل عليها المستثمر وهذا ما توضحه العلاقة التالية²:

$$P_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{Dt}{(1+Ke)^t} \dots\dots\dots(9-1)$$

حيث أن:

D_t: توزيعات الأرباح المنتظرة للسهم إلى الفترة **t**؛

Ke: تكلفة السهم العادي أو الحد الأدنى لمعدل العائد؛

P₀: القيمة السوقية للسهم؛

t: المجال الزمني أو الفترة.

إذن فتكلفة الأسهم العادية تمثل تكلفة الفرصة البديلة، أي معدل العائد الأدنى الذي يطلبه حملة الأسهم العادية والذي لا يجب أن يقل عن معدل العائد الناتج عن إعادة استثمار أموالهم في مشاريع أخرى لها نفس درجة المخاطر.

من خلال المعادلة (9-1) نجد أن تكلفة السهم العادي الواحد هي:

$$Ke = \frac{D}{P_0} \dots\dots\dots(10-1)$$

بالإضافة إلى نموذج جوردون شابيرو إذا أخذنا بعين الاعتبار معدل النمو المتوقع في التكلفة، فإن تكلفة السهم العادي تصبح كما يلي:

$$Ke = \frac{D}{P_0} + g \dots\dots\dots(11-1)$$

حيث أن:

g: معدل النمو المتوقع لعائد السهم العادي.

ويمكن حساب تكلفة الأسهم العادية بطريقتين:

- **الطريقة الأولى:** طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية: تعد طريقة قياس الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية من أهم الطرق التي تستعمل في قياس العوائد التي يتحصل عليها حملة الأسهم العادية، حيث تعبر هذه الأرباح عن معدل العائد الأدنى المطلوب من قبلهم مقابل السماح للمؤسسة باستغلال أموالهم، حيث يتم حساب تكلفة الأسهم العادية وفقا لهذه الطريقة بالمعادلة التالية³:

¹ رايح خوني، رقية حساني، مرجع سابق، ص ص 141-142.

² المرجع نفسه، ص 142.

³ عبد الستار مصطفى الصباح، سعود جايد العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، الطبعة الثالثة، مرجع سابق، ص 227.

$$K_c = \frac{D}{P_o (1-f)} + g \quad \dots\dots\dots(12-1)$$

حيث أن:

K_C : تكلفة الأسهم العادية؛

D : توزيعات الأرباح للسهم العادي؛

P_o : السعر السوقي للسهم؛

f : تكلفة إصدار السهم؛

g : الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم.

- الطريقة الثانية: طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم: وتقيس هذه الطريقة تكلفة رأس المال بدلالة عائدات الأسهم والأرباح التي تحتفظ بها المؤسسة، وتعتمد على أساس أن تكلفة رأس المال ترتبط بالمبالغ الموزعة من الأرباح على المساهمين وأيضا مقدار الأرباح المحتجزة التي سوف يعاد استخدامها في استثمارات جديدة، حيث أن هذه الاستثمارات سترفع من قيمة المشروع ومن معدل ربحيته. وتحسب تكلفة الأسهم العادية وفقا لهذه الطريقة بالمعادلة التالية¹:

$$K_c = \frac{V}{P_o (1-f)} \quad \dots\dots\dots(13-1)$$

حيث أن:

V : الأرباح الحالية للسهم العادي الواحد.

ونظرا لأن الطريقة الثانية غير دقيقة وغير واقعية، ذلك لأنها لا تعكس التدفقات الحقيقية لحملة الأسهم العادية. لذا يفضل استخدام الطريقة الأولى طريقة الأرباح الموزعة بالرغم من أن هذه الأخيرة تتعرض أيضا لبعض الانتقادات كعدم اليقين بمعدل نمو التوزيعات.

❖ **تكلفة الأسهم الممتازة:** تعرف تكلفة الأسهم الممتازة بأنها: " معدل العائد الذي يجب أن تحققه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة، من أجل أن لا تتأثر المكاسب المرتبطة بحملة الأسهم العادية"². وهذا المعدل عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد مقسوما على صافي القيمة الذي تحصل عليها المؤسسة من بيع سهم واحد ممتاز من إصدار جديد لهذه الأسهم. أي قيمة السهم مخصوما منها مصاريف الإصدار للسهم إن وجدت³. تحسب تكلفة الأسهم الممتازة كالاتي:

➤ **تكلفة الأسهم الممتازة في غياب تكاليف الإصدار**

$$K_p = \frac{D_p}{P_m} \quad \dots\dots\dots(14-1)$$

حيث أن:

K_p : تكلفة السهم الممتاز؛

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص 318-319.
² السيد الهواري، الإدارة المالية: منهج اتخاذ القرارات، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 1990، ص 257.
³ سمير محمد عبد العزيز، الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص 116.

Dp: قيمة التوزيع الثابت للسهم (قيمة الكوبون)؛

Pm: صافي قيمة السهم.

ونظرا لأن الأسهم الممتازة تعتبر من أموال الملكية فإن توزيعاتها لا تعد من الأعباء الجائزة الخصم من أرباح المشروع لأغراض الضريبة، بعكس فوائد القروض، لهذا فإن تكلفة الأسهم الممتازة لا تخضع للتعديل الضريبي. أي أنها لا تحقق وفر ضريبي لأن العائد الذي يتم توزيعه على حملة الأسهم الممتازة هو توزيع للربح وليس تكلفة عليه بعكس فوائد القرض، وكقاعدة عامة فإن تكلفة أموال الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة أموال الاقتراض¹.

➤ **تكلفة الأسهم الممتازة في وجود تكاليف الإصدار**: يفترض التحليل السابق أنه لا توجد نفقات (تكاليف) إصدار لبيع الأسهم، لكن الواقع غير ذلك فكما هو معروف تستعين المؤسسات في مجال الأعمال ببنوك الاستثمار لضمان تسويق إصداراتها من الأسهم و سندات الدين مقابل أتعاب وساطة تدفعها المؤسسات لهذه البنوك. إن تكاليف الإصدار ترفع من تكلفة التمويل ويجب أخذها بعين الاعتبار في حساب تكلفة الأسهم الممتازة وذلك وفقا للمعادلة التالية²:

$$K_p = \frac{D_p}{P_m (1-F)} \dots\dots\dots(15-1)$$

حيث أن:

F: تكاليف الإصدار؛

$\frac{D_p}{P_m}$: عائد الربح الموزع.

ب- **تقدير تكلفة الأموال المقترضة**: يتميز تقدير الأموال المقترضة بالسهولة مقارنة بتقدير تكلفة أموال الملكية، وهذا راجع إلى توفر جميع العناصر الضرورية لحساب هذه التكاليف في عقود الاقتراض. تتمثل تكلفة الاقتراض في " المعدل الفعلي الذي تدفعه المؤسسة للقرض، أي معدل الفائدة قبل الضريبة مطروحا منه الوفورات الضريبية (مقدار الفائدة × الضريبة) " ³، وتعرف أيضا تكلفة الاقتراض: " بأنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الاقتراض حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم بدون تغيير"⁴.

❖ **تكلفة القروض طويلة الأجل**: تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمستثمر وهو ما يعرف بالتكلفة الظاهرة. ويمكن تقديره بالعلاقة التالية⁵:

$$C_o = \frac{C_t}{(1+K_i)^t} \dots\dots\dots(16-1)$$

¹ نفس المرجع السابق، ص 116.

² سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سابق، ص 302.

³ زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص 201.

⁴ محمد الصيرفي، تعلم كيفية تحديد هيكلك المالي وقراءة قوائمك المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 24.

⁵ رايح خوني، رقية حساني، مرجع سابق، ص 141.

حيث أن:

C_0 : مبلغ القرض؛

C_t : مبلغ التدفقات الخارجة للسنة t ويعادل (القرض + الفوائد)؛

K_i : سعر الفائدة الظاهري.

ومنه فان:

$$\frac{C_0}{C_t} = (1 + K_i)^t \quad \dots\dots\dots(17-1)$$

وبالتالي فإن تكلفة الاقتراض هي المعدل الذي يحقق المساواة بين التدفقات الخارجة للقرض، أما التكلفة الحقيقية التي تتحملها المؤسسة فعليا بعد فصل الوفورات الضريبية تعطى بالعلاقة التالية:

حيث أن:

$$K_p = K_i (1 - t) \quad \dots\dots\dots(18-1)$$

t : معدل الضريبة؛

K_p : معدل الفائدة الفعلي.

❖ **تكلفة السندات:** في العادة تصدر السندات بقيم اسمية محددة، لكنها قد تباع في السوق بخصم، أي بأقل من قيمتها الاسمية، كما يمكن أن تباع بعلاوة أي بأعلى من القيمة الاسمية. هذا من جهة ومن جهة أخرى فإن القيمة السوقية لكل سند قد تختلف عن قيمته الاسمية لعدة اعتبارات، الأمر الذي يجعل معدل العائد المطلوب والذي يمثل تكلفة الاقتراض عن طريق السندات متباين المقدار وطريقة حسابه مختلفة أيضا. وبالتالي يمكن حساب تكلفة السندات بطريقتين رئيسيتين هما¹:

- **الطريقة الأولى:** حالة إصدار السندات بخصم: وفي هذه الحالة يمكن اللجوء إلى المعادلة التالية لحساب تكلفة الاقتراض عن طريق السندات.

حيث أن:

$$K_0 = \frac{I + DISC/n}{(N+M)/2} \quad \dots\dots\dots(19-1)$$

K_0 : تكلفة الاقتراض بإصدار سندات خصم؛

I : الفائدة السنوية؛

$DISC$: مقدار الخصم؛

n : عدد سنوات الاستحقاق؛

N : القيمة الاسمية للسند؛

M : القيمة السوقية للسند.

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص ص 713-714.

- الطريقة الثانية: حالة إصدار السندات بعلاوة: وتأخذ معادلة تكلفة الاقتراض عن طريق السندات في حالة إصدارها بعلاوة الشكل التالي:

حيث أن:

$$K_o = \frac{I+P/n}{(N+M)/2} \dots\dots\dots(20-1)$$

Ko: تكلفة الاقتراض بإصدار السندات بعلاوة؛

P: مقدار علاوة بيع السندات.

المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

تتمثل التكلفة الوسطية المرجحة للأموال في المتوسط المرجح لمختلف تكاليف المزيج التمويلي الذي تعتمد عليه المؤسسة، وحتى تمتاز هذه التكلفة بدرجة عالية من الثقة والموضوعية فإن هذا يعتمد على التقدير الجيد لتكاليف كل مصدر من مصادر التمويل المختلفة الداخلية منها والخارجية المملوكة و المقترضة.

أولاً: تعريف التكلفة الوسطية المرجحة للأموال: تعرف التكلفة الوسطية المرجحة للأموال بأنها: " المتوسط المرجح لتكاليف مكونات الهيكل المالي للمؤسسة (اقتراض، أسهم عادية، أسهم ممتازة...)، حيث يدخل في حساب المتوسط جميع مكونات الهيكل المالي وفقاً لأوزانها النسبية قياساً بحجم الهيكل ذاته"¹.

ثانياً: تقدير التكلفة الوسطية المرجحة للأموال: لتقدير التكلفة الوسطية المرجحة للأموال يتعين إتباع الخطوات التالية²:

- 1- تحديد مصادر التمويل المختلفة داخل الهيكل المالي.
- 2- تقدير تكلفة الأموال الخاصة بكل عنصر من عناصر التمويل المقترحة.
- 3- تحديد الوزن النسبي لقيمة كل مصدر من مصادر التمويل المقترحة استناداً إلى المعادلة التالية:

$$\text{الوزن النسبي للمصدر (P)} = \text{قيمة أموال المصدر التمويلي} \div \text{مجموع قيم جميع مصادر التمويل}$$

4- تحديد تكلفة الأموال المرجحة الخاصة بكل مصدر من مصادر التمويل المقترحة استناداً إلى المعادلة التالية:

$$\text{تكلفة الأموال المرجحة لكل مصدر} = \text{تكلفة المصدر (K)} \times \text{الوزن النسبي للمصدر (P)}$$

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 420.

² حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 731.

5- حساب متوسط تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان للهيكل المالي المقترح استنادا إلى المعادلة التالي:

$$WACC = K_1.P_1 + K_2.P_2 + \dots + K_N.P_N \quad \dots\dots\dots(21-1)$$

إن بعد التطرق إلى كيفية تقدير وحساب كل مصدر من مصادر التمويل المختلفة، فإن التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال تحسب بالعلاقة التالية¹:

حيث أن:

$$K_0 = \left[K_e \cdot \frac{CP}{CP+D} \right] + \left[K_i \cdot \frac{D}{CP+D} \right] (1-T) \quad \dots\dots\dots(22-1)$$

K₀: التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال؛

K_e: تكلفة الأموال الخاصة؛

K_i: تكلفة الأموال المقترضة (الديون)؛

CP: الأموال الخاصة؛

D: الديون؛

T: معدل الضريبة على الأرباح.

¹ زغيب مليكة، بوشنغير ميلود، مرجع سابق، ص 204.

خلاصة

من خلال ما تقدم في هذا الفصل توصلنا إلى أن قرار التمويل يعد أحد القرارات الإستراتيجية التي يجب أن تعنى بها المؤسسة وتحرص عليها، حيث يتطلب اتخاذ هذا القرار دراسة شاملة ومعقدة لجميع المعطيات الموجودة في المؤسسة، وإتباع خطوات وسياسات مدروسة تضمن تزويدها بالاحتياجات المالية اللازمة التي تضمن لها النمو والاستمرار وبلوغ الأهداف المرجوة، مع العلم أن نمط التمويل يتوقف على جملة من العوامل المحددة لطبيعة المصدر التمويلي.

تتعدد مصادر التمويل في المؤسسة بين مصادر داخلية و مصادر خارجية (قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل)، حيث يتميز كل مصدر تمويلي عن الآخر بمجموعة من الخصائص والمزايا التي تميزه عن غيره، كما لا يخلو كل مصدر من العيوب. لذلك ينبغي على المؤسسة اختيار المصدر التمويلي المناسب من خلال المفاضلة بين المصادر التمويلية المتاحة لديها، واستخدامها استخداما أمثلا يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة و بدون مخاطر، مما يساعد على تحقيق أهدافها وخدمة مصالحها، ويوافق بين تغطية الاحتياجات المالية وتكلفة الحصول على المصادر التمويلية.

كما يجب على مسيري المؤسسات المالية الأخذ بعن الاعتبار تقدير تكلفة كل مصدر تمويلي قبل اتخاذ قرار التمويل، وصولا إلى تقدير التكلفة الوسطية المرجحة للمزيج التمويلي (الديون+الأموال الخاصة)، حيث تعد هذه الأخيرة من أهم المعايير التي تسمح بتحديد الاستثمارات ذات المردود الجيد، واختيار أنسبها لمعرفة تأثير هذه المصادر على تحقيق الربحية في المؤسسة.

الفصل الثاني: علاقة قرار التمويل بالربحية في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد

المبحث الأول: أساسيات حول الربحية في المؤسسة الاقتصادية

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على ربحية المؤسسة الاقتصادية

المبحث الثالث: الرفع المالي وعلاقته بالربحية

خلاصة

تمهيد

تسعى جميع المؤسسات الاقتصادية وتتسابق نحو تحقيق جملة من الأهداف بغية الوصول إلى تحقيق هدفها الأسمى المتمثل في البقاء والاستمرار، إلى جانب تحقيق أعلى قدر ممكن من الأرباح. حيث يعد تحقيق الربح الهدف الرئيسي لكل مؤسسة اقتصادية على اختلاف القطاع الذي تنشط فيه، ولكي تتمكن المؤسسة من تقييم وضعيتها المالية والاقتصادية تستند إلى الربحية التي تحققها كأحد جوانب التقييم باستعمال معايير ومؤشرات مختلفة.

فهي أداة أساسية تعبر عن مدى فعالية ومصداقية القرارات المالية التي تتخذها الإدارة، كما أنها أداة هامة لقياس كفاءة هذه الأخيرة في استخدام الموارد المتاحة لديها. وهي غاية يتطلع إليها المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة.

ولتحقيق الربحية تسعى المؤسسات إلى توظيف أكبر جزء من أموالها في استثمارات ذات عوائد مرتفعة وبأقل تكلفة ممكنة، وهذا يعتمد على مدى قدرة هذه المؤسسات على إدارة مصادر أموالها بالشكل الأمثل. ومن أجل الإلمام بمختلف العناصر والمؤشرات المتعلقة بالربحية وتحديد العوامل المؤثرة فيها، ومعرفة العلاقة التي تربطها بالهيكل التمويلي تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، حيث تناول المبحث الأول أساسيات حول الربحية في المؤسسة الاقتصادية، والمبحث الثاني تضمن العوامل المؤثرة على ربحية المؤسسة الاقتصادية، أما المبحث الثالث فقد تطرق إلى الرفع المالي وعلاقته بالربحية في المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: أساسيات حول الربحية في المؤسسة الاقتصادية

تسعى المؤسسة الاقتصادية جاهدة من أجل تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح، وذلك من خلال الحصول على الأموال المطلوبة بأقل تكلفة ممكنة واستثمار هذه الأموال بطريقة تمكن من تحقيق عائد لا يقل عن العائد الممكن تحقيقه من الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر. وفي سبيل تحقيق المؤسسة لغايتها تسعى جاهدة إلى بذل كل طاقاتها الممكنة وتجنيد كافة إمكانياتها ووسائلها للوصول إلى النتائج المرجوة.

المطلب الأول: مفهوم الربحية

تعتبر الربحية هدف استراتيجي يمكن المؤسسة من النمو والاستمرار، فهي مقياس للحكم على كفاءة الإدارة المالية في استخدام الموارد المالية المتاحة لديها استخداماً أمثلاً لتحقيق العائد المطلوب، حيث يتم قياسها بالاعتماد على عدة مؤشرات، وقبل التطرق إلى مفهوم الربحية يجب التعرف أولاً على مفهوم الربح من أجل التفرقة بينه وبين الربحية.

أولاً: الربح: للربح عدة مفاهيم نذكر منها:

- 1- المفهوم المالي للربح** يتمثل مفهوم الربح في علم الإدارة بأنه: " ذلك الربح الذي لا يقل مستواه عن مستوى الأرباح التي يتم تحقيقها في المشاريع المماثلة والتي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر، ولتحقيق هذا الربح لا بد للإدارة المالية أن تحصل على الأموال بأقل ما يمكن من التكاليف والمخاطر واستثمار هذه الأموال بطريقة تمكن من الحصول على عوائد مرضية لا يقل مستواها عما يستطيع أصحاب الأسهم فيها تحصيله من استثمار أموالهم في مشاريع أخرى تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر، وهذا المفهوم يتعلق بدرجة كبيرة بالفرصة البديلة لأصحاب الأسهم ومدى جدوى الاستثمار في هذا المشروع أو ذلك"¹.
- 2- المفهوم الاقتصادي للربح:** لقد عرف الاقتصاديون الربح بأنه: " مقدار التغير في القيمة الصافية للوحدة الاقتصادية خلال فترة زمنية معينة "².
- 3- المفهوم المحاسبي للربح:** ويعني الفرق بين الدخل المحقق من قبل الوحدة الاقتصادية خلال فترة زمنية معينة والمصروفات التي تتكبدها هذه الوحدة خلال هذه الفترة لتحقيق هذا الدخل"³.
- 4- العوامل المؤثرة على الربح:** يتأثر الربح بعدة عوامل تؤدي إلى زيادته أو نقصانه، وتأتي في مقدمة هذه العوامل التكلفة والنتائج ورأس المال كما يلي:

¹ علي كنعان، علي سعود، أثر الرافعة المالية على الربحية: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد الرابع، العدد الثالث، دمشق، 2018، ص 272.

² مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 60.

³ نفس المرجع السابق، ص 60.

الفصل الثاني.....علاقة قرار التمويل بالربحية في المؤسسة الاقتصادية

- إن مقدار الربح يرتبط بشكل أساسي بمقدار النتائج والإيرادات الناجمة عن المبيعات أو النشاطات التجارية الأخرى التي تمارسها المؤسسة، فعندما تزداد المبيعات مثلا يمكن أن يزداد الربح، كما أنه يمكن أن يتعرض للانخفاض مع تدني المبيعات؛
- الحصة السوقية: وتعد الحصة السوقية إحدى المزايا التي تسعى المؤسسة جاهدة إلى تحقيقها، وفي ظل تزايد حجم المنافسة واتساع نطاقها بالإضافة إلى التطورات التكنولوجية الحاصلة يأتي دور التسويق الذي يجب عليه أن يستخدم جميع الوسائل المتاحة التي تشكل مزيج التمويل، وهذا يؤدي إلى ظهور الأرباح بشكل أعلى نتيجة لزيادة الحصة السوقية؛
- معدل الضريبة المفروض على الأرباح: إن ارتفاع الضريبة يؤدي إلى اقتطاع أفساط أكبر، وهذا يؤدي إلى تخفيض صافي الربح المتبقي؛
- إن للأسلوب والطريقة التي تمارسها الإدارة أثرا كبيرا في تحقيق معدلات مرتفعة من الأرباح، فبقدر ما تكون الإدارة جديّة ومعتمدة على تقديرات علمية سليمة لإيراداتها ونفقاتها بقدر ما تتمكن من تخفيض التكلفة الإدارية و تتمكن من تحقيق أرباح جيدة، والعكس من ذلك النمط التقليدي للإدارة الذي لا يتوافق مع التطورات الكبيرة التي دخلت مجال الأعمال، فهو يساهم في تدني الأرباح الممكن تحقيقها¹.

ثانيا: الربحية

1- تعريف الربحية: تعرف الربحية بأنها: " مفهوم يطلق على كل عمل اقتصادي تستعمل فيه الإمكانيات المادية والبشرية والمالية، ويعبر عنها بالعلاقة بين النتيجة والإمكانيات المستعملة، وتعتبر القياس النقدي للفعالية"².

كما عرفت الربحية على أنها: " التجسيد الفعلي للنتائج المحققة من طرف المؤسسة والتي تهم جهات متعددة وفئات مختلفة (أملاك المساهمين، المقرضين، الموردين، العمال...إلخ)، وهذا ما جعل مفهومها أكثر نسبية يتحدد ويرتبط بالأهداف التي تسعى إلى تحقيقها كل جهة من هذه الجهات"³.

و تعرف الربحية أيضا على أنها: " عبارة عن العلاقة التي تحققها المؤسسة والاستثمارات التي ساهمت في تحقيق هذه الأرباح"⁴.

من خلال ما سبق التطرق إليه و بصفة عامة يمكن القول بأن الربحية تعبر عن العلاقة القائمة بين النتائج المحققة والوسائل المستخدمة لتحقيقها خلال فترة زمنية معينة، فهي بمثابة المعيار أو المقياس للكفاءة النسبية الناتجة عن مدى تحقيق النتائج من خلال استغلال الوسائل استغلالا أمثالا.

وتتحدد الصيغة العامة للربحية وفق المعادلة التالية⁵:

¹ علي كنعان، علي ساعود، مرجع سابق، ص ص 272 - 273.

² خالص صافي صالح، الربحية وصيغ التعبير عنها، مجلة العلوم التجارية، المعهد الوطني للتجارة، العدد الأول، الجزائر، 2002، ص 21.

³ عبد القادر مصيطفي، عبد القادر مراد، أثر إستراتيجية البحث والتطوير على ربحية المؤسسة الاقتصادية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد الرابع، 2013، ص 35.

⁴ أيمن الشنطي، عامر شقر، مرجع سابق، ص 23.

⁵ خالص صافي صالح، مرجع سابق، ص 27.

$$\text{الربحية} = \frac{\text{النتائج}}{\text{الوسائل المستخدمة}} \times 100 \quad \dots\dots\dots(1-2)$$

والفرق بين مفهوم الربح ومفهوم الربحية هو أن صافي الربح يمثل صافي الربح الذي يظهره جدول حسابات النتائج، الذي يمثل الفرق بين إيرادات المؤسسة وبين مصاريفها. أما بالنسبة للربحية فهي تشير إلى الربح منسوباً إلى بعض العناصر أو المكونات من الميزانية العمومية أو جدول حسابات النتائج¹.
تعمل المؤسسات على تحقيق هدف الربحية من خلال قرارين هما: قرار الاستثمار وقرار التمويل، فقرار الاستثمار هو القرار المتعلق بكيفية استخدام المؤسسة للموارد المتاحة لها لاقتناء مختلف أنواع موجوداتها. ويظهر أثر قرار الاستثمار في الربحية من خلال التوزيع الأمثل للموارد المتاحة للمؤسسة على مختلف أنواع الأصول بطريقة توازن بين الاستثمار المناسب في كل بند من بنود الموجودات دون زيادة تؤدي إلى تعطيل الموارد، ودون نقص يؤدي إلى فوات الفرص لتمكين المؤسسة من تحقيق أفضل عائد ممكن دون التضحية بالسيولة.

أما قرار التمويل فهو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة لتمويل الاستثمار في موجوداتها، وينعكس أثر القرار التمويلي على الربحية من خلال ترتيب مصادر الأموال (ديون، أموال خاصة) بشكل يمكن أصحاب المؤسسة من الحصول على أكبر عائد ممكن، وذلك من خلال الاستفادة من ميزة التوسع في الاقتراض الثابت التكلفة، ولكن دون تعرضهم للمخاطر التي يمكن أن تنتج عن المبالغة في الاقتراض².

2- أهمية الربحية: تتمثل أهمية الربحية في النقاط التالية³:

- يعد الربح من أهم المؤشرات المستخدمة في تقييم نتائج الفعالية الإنتاجية والاقتصادية، فهو يعد أهم هدف في مؤسسات القطاع الخاص والمحرض الاقتصادي الهام، بحيث ازدادت أهميته في مؤسسات القطاع العام لأنه يعد مصدراً من مصادر توسيع المشروعات وزيادة الدخل القومي؛
- يعد مصدراً من مصادر تمويل المخصصات المالية؛
- الربح ينتمي إلى الأموال المكونة لموجودات المؤسسة؛
- يعد أحد الحقوق الهامة للملكية؛
- يعتبر مؤشر لتقييم النشاط الاقتصادي؛
- يعبر عن فعالية القرارات المالية؛
- يعتبر مصدراً هاماً من مصادر التمويل الداخلي.

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، مرجع سابق، ص 36.

² مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 59.

³ كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، مرجع سابق، ص 253.

الفصل الثاني.....علاقة قرار التمويل بالربحية في المؤسسة الاقتصادية

3- تأثير طريقة التمويل على ربحية المؤسسة الاقتصادية: تتأثر أرباح الملاك في المؤسسة بطريقة التمويل، حيث تزداد الأرباح (كقاعدة عامة) بزيادة اعتماد المؤسسة على القروض وذلك إذا ما تحسنت الأوضاع الاقتصادية العامة. إن العلاقة الأساسية هنا تدخل في حساب قيمة الرافعة المالية " Financail Leverage" والتي تحدد نسبة مجموع الأموال المقترضة إلى مجموع الأموال، حيث أن الرافعة المالية تكون مرغوبة إذا زاد فيها معدل العائد على الموجودات عن تكلفة القرض (الفائدة)، وكلما ارتفعت الرافعة المالية، كلما زاد فيها معدل العائد على حق الملكية على افتراض تحسن الظروف الاقتصادية.

إذا كانت المؤسسة تعتمد في سياستها التمويلية على مصادر التمويل المقترضة، فإن نسبة الرافعة المالية ستكون صفر. أما إذا كانت تعتمد في سياستها التمويلية على مصادر التمويل المقترضة فإن نسبة الرافعة المالية تكون مخالفة لنسبة الاقتراض¹.

بسبب أثر ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة تأتي الأرباح المحتجزة في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية، تتبعها القروض التي لها تكلفة وكالة ولكن يقابلها وفورات ضريبية، وأخيرا يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة الذي قد ينطوي على تكلفة وكالة دون وجود الوفورات الضريبية. وبناءً عليه يصبح من المتوقع أن تنتج المنشآت التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها- وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح- إلى الاعتماد بدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة .

من خلال هذا العرض يمكن القول أن قرار التمويل سواء كان بالملكية أو عن طريق الاقتراض يؤثر على ربحية المؤسسة وبالتالي على ربحية السهم، ومن هنا فإنه من الواجب على متخذ القرار الاهتمام بمدى تأثير اختيار معين للتمويل على القيمة السوقية للسهم في المدى الطويل، حيث أن المحدد الأساسي في عملية الاختيار والمفاضلة بين هياكل رأس المال المختلفة يتوقف على مقدار العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية ودرجة التقلب والمخاطر المرتبطة بهذا العائد².

المطلب الثاني: مؤشرات قياس الربحية في المؤسسة الاقتصادية

إن الهدف الرئيسي لأي مؤسسة اقتصادية هو استخدام الموارد المتاحة لها بحيث تحقق الكفاية الإنتاجية مع المحافظة على جودة المنتج وخفض التكاليف إلى أدنى حد ممكن، بالموازاة مع هذا تتطلع أيضا لتحقيق أعلى وأكبر الأرباح، ولكي تتمكن من تقييم وضعيتها المالية والاقتصادية تستند إلى الربحية التي تحققها كأحد جوانب التقييم باستعمال معايير ومؤشرات مختلفة.

أولاً: دراسة ربحية المبيعات: تهدف دراسة ربحية المبيعات إلى معرفة قدرة المؤسسة على ضبط عناصر المصروفات المختلفة المرتبطة بالمبيعات المحققة، كما تهدف إلى قياس مدى قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من خلال المبيعات، وذلك من خلال النسب التالية:

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 829.

² أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 99.

1- هامش الربح الصافي: تظهر هذه النسبة مقدرة الدينار الواحد من المبيعات على توليد الأرباح، فكلما ارتفعت نسبة ربحية المبيعات "هامش الربح الصافي" اعتبرته المؤسسة مؤشرا جيدا لها. ولا يمكن الحكم على هذه النسبة إلا من خلال مقارنتها مع نسب خاصة بالقطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه هذه المؤسسة¹. وتحسب وفقا للعلاقة التالية²:

$$(2-2) \dots\dots\dots \text{هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الأرباح بعد الضريبة}}{\text{صافي المبيعات}} \times 100$$

حيث كلما كانت هذه النسبة مرتفعة بالنسبة للسنوات السابقة لنفس المؤسسة كلما كانت معبرة عن الأداء الجيد للمؤسسة، وإذا كانت النسبة منخفضة فإن ذلك يعبر عن وجود تكاليف زائدة سواء الإدارية أو تكاليف البيع أو التكاليف العرضية أو أن أسعار البيع كانت غير مرتفعة بالنسبة إلى تكاليفها ومن ثم ينبغي دراسة أو إجراء تحليل عن الأسباب الكامنة وراء ذلك³.

ويسمى هامش الربح أيضا بالهامش الصافي على المبيعات، لأنها تمثل نسبة من رقم الأعمال، وهي تدل على نسبة الربح الصافي الذي تحققه المؤسسة عن كل دينار مبيعات بعد احتساب جميع التكاليف، وهذه النسبة تدل على إمكانية إدارة المؤسسة على الرقابة على تكاليفها بواسطة تقدير العائد على المبيعات⁴.

2- حافة مجمل الربح " مجمل ربح العمليات ": حيث تقوم هذه النسبة بإظهار مقدرة الدينار الواحد من المبيعات على خلق الأرباح قبل الضرائب، فكلما ارتفعت هذه النسبة اعتبر ذلك مؤشرا إيجابيا للمؤسسة فهي أكثر دلالة للتعبير عن تقييم الأداء لأنها تعبر عن نتيجة النشاط الاستغلالي الأساسي في المؤسسة، وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية⁵:

$$(3-2) \dots\dots\dots \text{نسبة مجمل ربح العمليات} = \frac{\text{الربح الإجمالي}}{\text{المبيعات}} \times 100$$

وتهتم هذه النسبة بقياس كفاءة الإدارة في التعامل مع العناصر التي تكون تكلفة المبيعات، حيث تمثل العلاقة بين الربح الإجمالي والمبيعات، وتحافظ هذه النسبة في كثير من الحالات على معدل ثابت ومعقول في حالة استقرار أسعار البيع وتكاليف الإنتاج، أما إذا تغيرت هذه المكونات بشكل ملحوظ بين فترة وأخرى،

¹ منير شاكر محمد وآخرون، مرجع سابق، ص 275.

² محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 375.

³ خليفي أحمد عبد الجبار، التحكم في التكاليف الخفية وأهميتها في زيادة ربحية المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر منشورة، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2018، ص 46.

⁴ جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2009، ص 174.

⁵ منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي: مدخل اتخاذ القرارات، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 66.

الفصل الثاني.....علاقة قرار التمويل بالربحية في المؤسسة الاقتصادية

فإن هذا قد يكون نتيجة التغير في سعر البيع أو مكونات التكلفة، لأن هذه النسبة ليست إلا محصلة للعلاقة بين هذه العناصر¹.

3- حافة ربح النشاط: وتظهر هذه النسبة مقدار الدينار الواحد من المبيعات على خلق (الربح) قبل خصم الفوائد والضرائب وارتفاع هذه النسبة يعتبر مؤشرا إيجابيا للمؤسسة. وتحسب هذه النسبة كما يلي²:

$$(4-2) \dots\dots\dots \text{حافة ربح النشاط} = \frac{\text{ربح النشاط قبل الفوائد والضرائب}}{\text{صافي المبيعات}}$$

وتقيس هذه النسبة كفاءة إدارة المؤسسة في تسيير مجموعة أكبر من عناصر التكاليف ذات العلاقة المباشرة بالاستغلال، وتدل على قدرة إدارة المؤسسة في تحصيل الربح انطلاقا من نشاطاتها الأساسية، لذا ينظر إلى هذه النسبة على أنها مقياس عام للكفاءة في التشغيل³.

ثانيا: دراسة ربحية الاستثمارات: وهي النسب التي تقيس النتيجة المحققة من أعمال المشروع وكفاءة السياسات والقرارات الاستثمارية التي تتخذها الإدارة العليا وقدرتها على تحقيق الربح. حيث يهتم بها المستثمرون الحاليون لمعرفة مستوى العائد المتوقع من أموالهم المستثمرة، والمقرضون لكي يطمئنوا على قدرة المشروع في تسديد الالتزامات وخدمة الديون من أقساط و فوائد القروض في وقتها.

1- معدل العائد على الاستثمار (ROI): يعتبر العائد على الاستثمار من أهم المؤشرات المستخدمة في قياس ربحية الأموال المستخدمة في المؤسسة على شكل أصول وموجودات مختلفة، فهو يقيس قدرة المؤسسة على استغلال موجوداتها من خلال العوائد الناجمة عن نشاطها ويقصد بالعوائد هنا الأرباح الصافية بعد اقتطاع النفقات المختلفة والضرائب، أما الأصول فهي تتضمن الأصول الثابتة والمتداولة على حد سواء.

ويعتبر المعدل المرتفع للعائد على الاستثمار في مصلحة المؤسسة ويعكس بالتالي أداء جيدا ومميزا للإدارة، أما المعدل المنخفض فيدل على عدم قدرة الإدارة على تحقيق عوائد جيدة من خلال ما يتاح لها من إمكانيات مالية⁴.

يقيس معدل العائد على الاستثمار ربحية الدينار الواحد من الأموال المستثمرة مهما كان مصدرها، حيث يفيد في معرفة قدرة المدير المالي على الاستغلال الأمثل لأموال المساهمين والديون التي حصلت عليها المؤسسة. ويعبر عن معدل العائد على الاستثمار بالعلاقة التالية⁵:

¹ جمال الدين كعواش، مرجع سابق، ص 173.

² منير شاكر محمد وآخرون، المرجع السابق، ص 67.

³ جمال الدين كعواش، مرجع سابق، ص 173.

⁴ كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، مرجع سابق، ص 46.

⁵ علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص 77-78.

$$(5-2) \dots\dots\dots \text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح بعد الفوائد و الضريبة}}{\text{رأس المال المستخدم}} \times 100$$

عند حساب معدل العائد على الاستثمار يمكن أن يكون ذلك على أساس التدفقات النقدية قبل الضرائب وبعدها، وكذلك يمكن أن تتضمن هذه التدفقات مخصصات الإهلاك أو بدونها، والشائع أخذ التدفقات الجارية قبل خصم الضرائب ولكن باستبعاد مخصصات الإهلاك¹، وبالتالي يجري حساب معدل العائد على الاستثمار قبل خصم الضرائب وفق الصيغة التالية²:

$$(6-2) \dots\dots\dots \text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد و الضريبة}}{\text{الاستثمارات}} \times 100$$

2- **معدل العائد على حقوق الملكية (ROE):** يقيس هذا المعيار معدل العائد على الأموال المستثمرة من الملاك ويتم حسابه بقسمة صافي الربح بعد الضريبة على حقوق الملكية. ويعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$(6-2) \dots\dots\dots \text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}} \times 100$$

يعتبر معدل العائد على حقوق الملكية المعيار الأكثر شمولاً لقياس فعالية الإدارة، ذلك لأنه يقيس ربحية الأصول وربحية هيكل رأس المال فهو مقياس لربحية كل من قرارات الاستثمار وقرارات التمويل.

3- **معدل العائد على الموجودات (ROA):** هذا المعدل مقياس شامل لفعالية الإدارة في تحقيق الربح من الموارد المتاحة، وهو يقيس إنتاجية الدينار الواحد المستثمر في الموجودات. ويحسب وفق العلاقة التالية³:

$$(7-2) \dots\dots\dots \text{معدل العائد على الموجودات} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100$$

ويعتبر هامش صافي الربح ومعدل دوران الأصول المكونات الأساسية لحساب هذا المعدل، وذلك وفق الصيغة التالية:

$$(8-2) \dots\dots\dots \text{معدل العائد على الموجودات} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{المبيعات}} \times \frac{\text{المبيعات}}{\text{مجموع الأصول}}$$

¹ خليف أحمد عبد الجبار، مرجع سابق، ص 47.

² حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 97.

³ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي: اتجاهات معاصرة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص

الفصل الثاني.....علاقة قرار التمويل بالربحية في المؤسسة الاقتصادية

وبالتالي يمكن للمؤسسة أن تزيد هذا العائد بزيادة هامش صافي الربح أو زيادة معدل دوران الأصول.

4- ربحية السهم الواحد EPS : يستخدم هذا المؤشر أساسا لتقييم ربحية السهم العادي، يقيس هذا المعدل مدى كفاءة الأداء المالي للمؤسسة من خلال كمية الأرباح التي تخص كل سهم من أسهم المؤسسة عن الفترة المالية. كما تقيد هذه النسبة في تقدير الزيادة في حقوق المالكين وقيمة السهم¹.

ولهذا السبب يعول العديد من المستثمرين ومحلي الأوراق المالية على استقرار ربحية السهم الواحد ومعدلات النمو فيه، لأن هذا الاستقرار يستخدم كمؤشر لتصحيح التنبؤات بتوزيع الأرباح، وتشير الإحصاءات إلى أن نسبة 50%-60% من الأرباح الصافية للشركات الناجحة والعاملة بالاقتصاديات المتقدمة تدفع كتوزيع نقدي².

تحسب هذه النسبة من خلال قسمة صافي الربح بعد الفائدة والضريبة، أي الربح المتاح للملاك (القابل للتوزيع) على عدد الأسهم المصدرة، وتعتبر نتيجة هذه النسبة مؤشرا ماليا مهما يعكس مستوى ربحية السهم الواحد، وبالتالي لا بد وأن تكون هذه النسبة موجها لحركة الاستثمارات داخل الاقتصاد الوطني.

ولا بد من التوضيح أن مقدار صافي الربح المتاح للسهم العادي هو الصافي الذي يبقى بعد توزيعات الأرباح الممتازة (إن وجدت).

وتطبق الصيغة الآتية لحساب هذه النسبة وهي³:

$$\text{ربحية السهم الواحد} = \frac{\text{صافي الربح بعد الفائدة و الضريبة}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}} \quad \dots\dots\dots (2-9)$$

5- مقسوم الأرباح للسهم الواحد DPS: وهذه النسبة على درجة عالية من الأهمية للمستثمر قصير الأجل والذي لا يهدف من الاستثمار إلى تحقيق أرباح رأسمالية، والأرباح التي توزعها المؤسسة تعتمد على عوائد كثيرة بالإضافة إلى صافي الربح الذي تحققه⁴. وبقية هذا المؤشر ما سوف يحصل عليه المساهم من أرباح لقاء وجود هذا السهم في محفظته، ويحسب وفق الصيغة التالية⁵:

$$\text{مقسوم الأرباح للسهم الواحد} = \frac{\text{الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية}} \quad \dots\dots\dots (2-10)$$

¹ فايز تيم، مرجع سابق، ص ص 143-144.

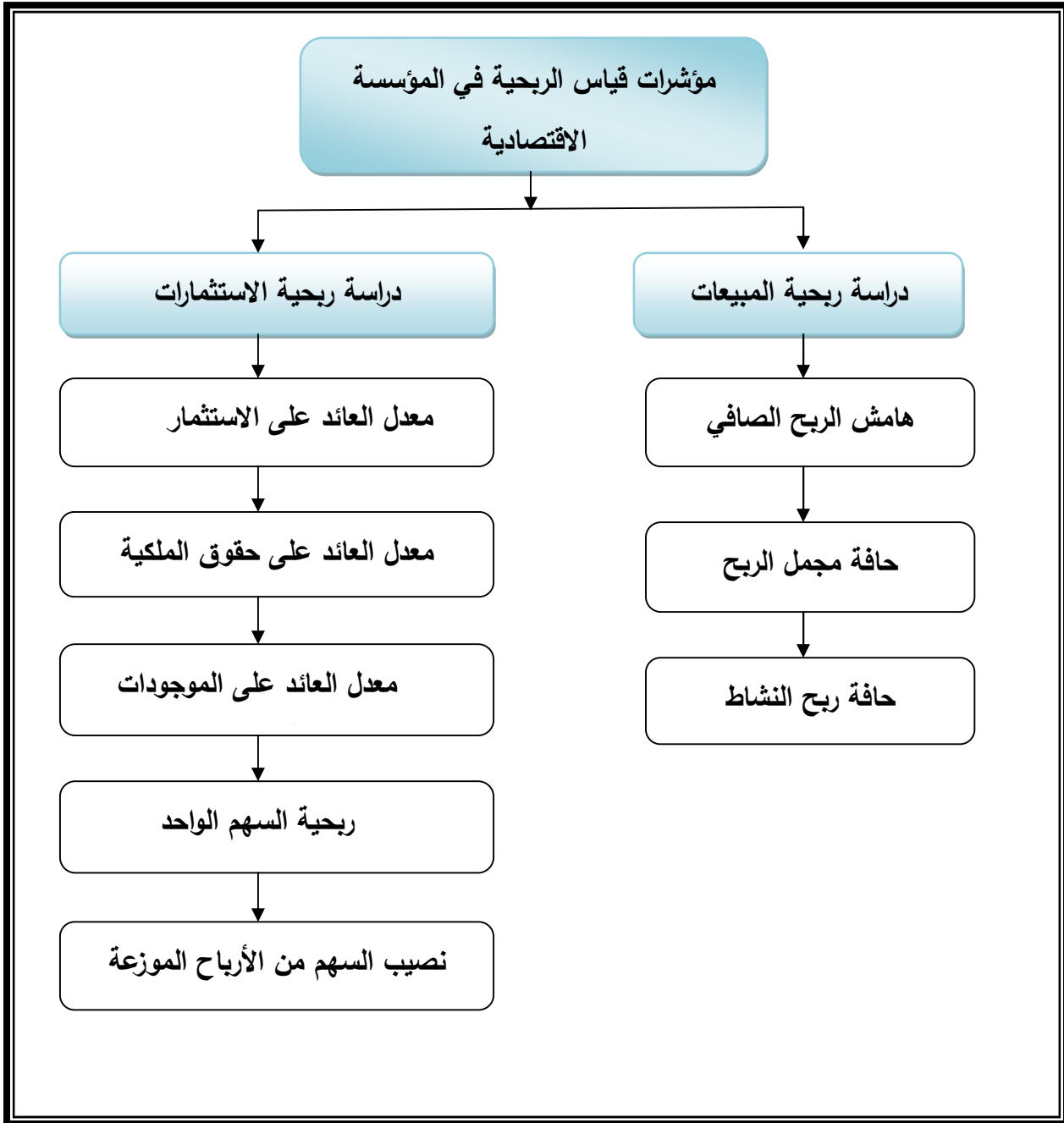
² حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص ص 885-886 .

³ حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 98.

⁴ رشاد العصار وآخرون، مرجع سابق، ص 227.

⁵ علي عباس، مرجع سابق، ص 144.

الشكل رقم (1-2): مؤشرات قياس الربحية في المؤسسة الاقتصادية



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ما سبق.

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على ربحية المؤسسة الاقتصادية

تتأثر ربحية المؤسسة الاقتصادية بمجموعة من العوامل التي من شأنها أن تعرقل مسعاها في تحقيق هدفها الأسمى والمتمثل في تعظيم ربحيتها، بحيث تختلف درجة تأثير هذه العوامل على ربحية المؤسسة الاقتصادية باختلاف البيئة المحيطة التي تنشط بها والتي تخرج عن سيطرتها. هذا فيما يخص العوامل الخارجية، أما فيما يخص العوامل الداخلية فهي تتعلق بالمؤسسة في حد ذاتها.

المطلب الأول: العوامل الخارجية المؤثرة على ربحية المؤسسة الاقتصادية

تتأثر ربحية المؤسسة الاقتصادية بمجموعة من العوامل الخارجية المتعلقة بالمحيط الخارجي والممثلة بالسياسة الضريبية والنقدية و المنافسة إلى جانب التضخم كما يلي:

أولاً: السياسة الضريبية والنقدية: تقوم السياسة الضريبية على الإجراءات التي تتبعها الدولة في تمويل نفقاتها فإذا ما لجأت الدولة (الحكومة) لتخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة المؤسسات، فإن هذا من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على أرباحها الصافية وهو ما يترتب عليه بالتبعية ارتفاع ربحيتها، غير أن لتخفيض معدل الضريبة آثاره السلبية والمتمثلة في تقلص موارد موازنة الدولة، مما قد يضطر الحكومة إلى التمويل بالعجز أي المزيد من الإصدار النقدي وهو عادة ما يتسبب في حدوث التضخم.

وتأمل الحكومة أن يكون التأثير الإيجابي لتخفيض الضريبة والمتمثل في زيادة أرباح المؤسسات أكبر من التأثير السلبي المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح¹.

أما السياسة النقدية فيقصد بها مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض النقدي، وكشفت العديد من الدراسات وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود ومستوى النشاط الاقتصادي، ذلك على أساس أن زيادة المعروض من النقود يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، الأمر الذي يشجع الاستثمار ويؤدي بالتبعية إلى زيادة الإنتاج الذي عادة ما سينعكس على مستوى الطلب على المنتجات، وهو ما من شأنه أن يؤثر إيجاباً على أرباح المؤسسات².

ثانياً: المنافسة: إن المقدر على خدمة الديون تتوقف على ربحية المؤسسة وعلى حجم المبيعات، وعلى هذا الأساس فإن استقرار هوامش الربح له نفس أهمية استقرار المبيعات. ولا شك أن سهولة دخول مؤسسات أخرى في الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة وكذلك مقدره هذه المؤسسات على التوسع في طاقاتها سيؤثران على هوامش الربح للمؤسسة، فالصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع أن تكون هوامش ربحها كبيرة، و لكن-من ناحية أخرى- ينتظر أن تضيق هوامش الربح هذه إذا كانت هذه الصناعة تدرج في مجموعة الصناعات التي يسهل على الشركات الجديدة أن تنضم إليها وبالتالي تشارك في سوقها³.

¹ منير إبراهيم هندی، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999، ص 288.

² منير إبراهيم هندی، نفس المرجع السابق، ص 291.

³ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص 152.

ثالثاً: التضخم: التضخم ظاهرة اقتصادية تتمثل في ارتفاع أسعار السلع والخدمات، الناتج عن عدم التوازن بين العرض والطلب يصحبه انخفاض في القدرة الشرائية لوحدة النقد¹.

إن تأثير التضخم على الاستثمارات يتوقف بالدرجة الأولى على نوع الاستثمار، فالاستثمارات ذات السيولة العالية (كالأسهم والسندات وغيرها) تكون أكثر عرضة لآثار التضخم من الاستثمارات ذات السيولة المنخفضة كالأصول الملموسة وهذا ما قد يؤثر في العائد. هذا وإن للتضخم أثر على ربحية المؤسسات حيث أنه يرفع من تكلفة رأس مالها وهو ما سيؤدي إلى تخفيض التدفقات النقدية، كما ويمكن القول أنه نتيجة للتضخم قد تخسر المؤسسة نسبة معينة من عائد استثماراتها، فالتضخم يؤدي إلى زيادة غير حقيقية في الأرباح².

المطلب الثاني: العوامل الداخلية المؤثرة على ربحية المؤسسة الاقتصادية

إن العوامل الداخلية المؤثرة على ربحية المؤسسة الاقتصادية تتعلق بالدرجة الأولى بهذه الأخيرة و نشاطها كما يلي:

أولاً: 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 وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية³. وتتحقق السيولة من خلال القدرة على إدارة عناصر رأس المال الكامل بكفاءة وفعالية عالية، وأيضاً قدرة المؤسسة في الحصول على التمويل القصير والطويل الأجل، فالسيولة ضرورية لوفاء المؤسسة بالتزاماتها وتقادي مخاطر الإفلاس والتصفية إن لم تتوفر السيولة في الوقت المناسب، لكن زيادتها عن الحاجة قد تؤدي إلى تخفيض الربحية، وذلك نتيجة لقيام المؤسسة بتوظيف جزء كبير من أموالها في استثمارات ذات عوائد مالية منخفضة⁴.

السيولة ضرورية لوفاء المؤسسة بالتزاماتها وتقادي مشكلات خطر الإفلاس والتصفية إن لم تتوفر السيولة ولو لفترة قصيرة أو في نفس الوقت، فإن زيادة السيولة عن الحاجة قد يؤدي إلى تخفيض الأرباح نتيجة توظيف المؤسسة لجزء من أموالها في استثمارات ذات عوائد منخفضة⁵.

ثانياً: حجم المؤسسة: يمكن قياس حجم المؤسسة من خلال حجم رأس مالها أو حجم الموجودات أو حجم المبيعات أو عدد العاملين...إلخ، وهو يعبر عن قدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض دون تردد، الأمر الذي يعزز من ثقة المقرضين على اعتبار أن المؤسسة التي تتميز برأس مال مرتفع ومصادر مالية متعددة

¹ كريمة بن عيشة، مريم بن عياش، أثر الهيكل التمويلي على ربحية المؤسسات الاقتصادية: دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، تخصص إدارة مالية، مذكرة ماستر غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2018، ص 65.

² صالح طاهر الزرقان، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة على عوائد السهم، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 53.

³ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 52.

⁴ فيصل محمود الشواربة، مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي، مرجع سابق، ص 52.

⁵ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 57.

الفصل الثاني.....علاقة قرار التمويل بالربحية في المؤسسة الاقتصادية

وحجم إنتاجي واسع ومنتوع تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية مقارنة مع غيرها من المؤسسات¹، وحجم المؤسسة يؤثر غالبا على كمية إنتاجها مما يؤثر على قوتها ووضعها الاقتصادي بين المؤسسات الأخرى، حيث تسعى المؤسسات إلى زيادة حجمها من أجل زيادة الإنتاج، وبالتالي زيادة أرباحها وذلك من خلال الاستفادة من ثبات التكاليف الثابتة أو ما يعرف باقتصاديات الحجم والتي تعبر عن تناقص متوسط التكاليف الكلية في الأجل الطويل مع زيادة حجم الإنتاج أو حجم المؤسسة².

ثالثا: دوران الأصول : يمثل دوران الأصول الفعالية الإنتاجية للمؤسسة ويكشف عن كم من رقم أعمال ينتج عن كل دينار واحد مستثمر من المبيعات وبالتالي فهو يعكس فعالية السياسة التجارية، فبقدر ما يكون معدل دوران الأصول أكبر بقدر ما دل ذلك على كفاءة المؤسسة في استعمال أصولها، حيث كلما زاد عدد مرات الدوران كلما زادت إنتاجية الدينار الواحد المستثمر في الأصول الجارية أو الثابتة، ولكن انخفاض معدل الدوران يعني إما ضعفا في استغلال الأصول في خلق المبيعات، أو يشير إلى حالة من حالات التضخم في الاستثمار في الأصول الثابتة أو الجارية بأكثر من الحاجة المقرر لها اقتصاديا ويستلزم ذلك تحليلا خاصا بمكونات كل منهما³.

المبحث الثالث: الرفع المالي وعلاقته بالربحية

يستخدم أثر الرفع المالي عند تحديد درجة تأثير استخدام الديون في الهيكل المالي للمؤسسة، حيث تتميز الديون بصفة عامة بانخفاض تكلفتها مقارنة مع مصادر التمويل الممتلك وذلك بسبب الوفر الضريبي الناتج عن طرح الفائدة على الديون كنفقة، الأمر الذي يؤدي بالنتيجة إلى تخفيض الدخل الخاضع للضريبة، إذ يؤثر ذلك في القيمة السوقية للمؤسسة مما يؤدي إلى تعظيم العائد على حقوق الملكية. هذا بالإضافة إلى معرفة كيف يمكن أن يؤثر استخدام الديون ضمن هيكل رأس المال على الأرباح الصافية التي يمكن أن يحصل عليها أصحاب الأموال الخاصة والذي يمكن تحديده من خلال عائد السهم المتحصل عليه.

المطلب الأول: مفهوم الرفع المالي

قبل التطرق إلى مفهوم الرفع المالي يجب التمييز بين مفهومين رئيسيين هما: الهيكل التمويلي وهيكل رأس المال.

- **مفهوم الهيكل التمويلي:** يشير مصطلح الهيكل التمويلي إلى كافة أنواع مصادر التمويل المستخدمة في إجمالي أصول المؤسسة ويتكون من⁴:

✓ **أموال الملكية:** أي الأموال التي يتم الحصول عليها من مالكي المؤسسة ومصادرها هي الأسهم، الأرباح المحتجزة والاحتياطات النقدية.

¹ فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي، مرجع سابق، ص 84.

² كريمة بن عيشة، مريم بن عياش، مرجع سابق، ص 67.

³ إيمان عتارسية، محمد خميسي بن رجم، المتاجرة بالملكية تحت تأثير تحليل ربحية المؤسسة ونشاطها التشغيلي، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، العدد السابع، جامعة الشهيد حمدة لخضر، الجزائر، 2016، ص 136.

⁴ ماجي مرصلي، أثر استخدام رافعتي التشغيل والمالية في تخطيط ربحية المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماستر منشورة، تخصص إدارة مشاريع، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الطاهر مولاي، سعيدة، 2017، ص 56.

✓ **الأموال المقترضة:** وهي التي يتم الحصول عليها عن طريق القروض التي تحصل عليها المؤسسة ومن أنواعها الائتمان التجاري، القروض المصرفية الطويلة والقصيرة الأجل والقروض الطويلة الأجل والسندات التي تصدرها المؤسسة كنوع من القروض طويلة الأجل وهو بذلك يختلف عن هيكل رأس المال. وعند تحديد الهيكل التمويلي تسعى المؤسسات إلى اختيار الهيكل التمويلي الذي يحقق لها أعلى الأرباح ضمن أقل مستوى من المخاطرة المقبولة أي أنها تسعى إلى بناء ما يسمى **بالهيكل التمويلي الأمثل** الذي يتصف بمجموعة من الخصائص وهي¹:

- **الربحية:** أي أن يحقق الهيكل التمويلي أقصى ربح للمؤسسة بأقل التكاليف الممكنة؛
- **الملاءة المالية:** أي يجب أن تكون نسبة الاقتراض في المؤسسة ضمن الحدود المقبولة التي تستطيع عندها المؤسسة الوفاء بالتزاماتها وتجنب الملاك أي مخاطر مالية إضافية؛
- **المرونة:** حيث أن الهيكل التمويلي يجب أن يتصف بالمرونة وليس بالجمود بحيث يتم تعديله بسهولة عند تغير الظروف الرئيسية المحيطة وبأقل تكلفة؛
- **الرقابة:** يجب أن يتضمن الهيكل التمويلي أقل مخاطرة ممكنة مرتبطة بفقدان السيطرة والرقابة على المؤسسة.

- **مفهوم الهيكل المالي (هيكل رأس المال):** ويتمثل في عناصر التمويل الدائمة للمؤسسة والذي يتضمن حقوق الملكية والقروض طويلة الأجل، ومن هنا فإن هيكل رأس المال للمؤسسة هو جزء من هيكله المالي².

أولاً: الرفع المالي

1- مفهوم الرفع المالي Financial Leverage: لقد تعددت التعريفات المنسوبة للرفع المالي (Financial Leverage)، وهذا راجع إلى اختلاف وجهة نظر مستخدمي الرفع المالي واختلاف الهدف من هذا الاستخدام كما يلي:

المقصود بالرفع المالي هو: "استخدام أموال الغير بتكاليف مالية ثابتة وقد تكون أموال الغير (القروض أو الأسهم الممتازة)، إذ أن كلاهما له تكلفة ثابتة مالية ويجب على المؤسسة الالتزام بدفعها، أي بمعنى آخر أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المؤسسة فكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفتها، وإذا لم تنجح المؤسسة في ذلك فإنها ستعرض لخطر أكبر وتحقق خسارة أكبر مما يعني فقدان ميزة استخدام الرفع المالي بهيكل المؤسسة التمويلي"³.

¹ رضوان العمار، دانيا إبراهيم غيا، أثر القرار التمويلي على الربحية: دراسة تطبيقية على صناعة النسيج في سوريا، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (40)، العدد الخامس، اللاذقية، 2018، ص 392.

² ماجي مرسل، مرجع سابق، ص 56.

³ عبد الحلیم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص 251.

الفصل الثاني.....علاقة قرار التمويل بالربحية في المؤسسة الاقتصادية

يقصد بالرفع المالي: " اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سداد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت المؤسسة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة"¹.

يعكس الرفع بصفة عامة مدى اعتماد المؤسسة على أدوات الإنتاج ومصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة من أجل تضخيم تأثير صافي المبيعات على صافي الربح، ويمكن تشبيه هذه الأعباء بذراع رافعة يكون لها أثر إيجابي إذا كان إيراد المؤسسة قبل الضرائب والمصاريف المالية أكبر من التكاليف الثابتة، ويكون الأثر سلبيا أو غير ملائم إذا فاقت التكاليف الثابتة الإيراد السالف الذكر، وبالتالي فإن التكلفة الثابتة والإيراد هما نقطتا ارتكاز الرافعة.

ومنه فالرفع هو كيف ترفع أدوات الإنتاج ومصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة مردودية المؤسسة، وذلك لأن التكاليف الثابتة غير مرتبطة بحجم النشاط، ومنه فإذا كانت المردودية كبيرة ستعتمد المؤسسة على هذه المصادر وهنا يسمى أثر إيجابي، أما إذا تحول إلى العكس حيث تنخفض المردودية وتبقى التكاليف الثابتة على حالها فهذا يدعى الأثر السلبي².

كما أشير إلى الرفع بأنه التغير الذي يحدث في العائد Return المتاح للمالكين أي صافي الربح بعد الضريبة أو ربحية السهم، من جراء تغير معين في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب، إذ ينشأ الرفع المالي من وجود التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة، ومع ثبات العوامل الأخرى على حالها ترتفع درجة الرفع المالي كلما زادت التكاليف المالية الثابتة، مما يعني تغيرا بمعدل معين في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب يترتب عليه تغير أكبر في صافي الربح بعد الضريبة أي صافي الربح المتاح للمالكين أو ربحية السهم الواحد (Earnings Per Share) EPS³.

إن فكرة الرفع المالي حالها حال فكرة الرفع التشغيلي تقوم على أساس الاستفادة من ثبات من بعض النفقات لتحسين الربحية، حيث أن الزيادة في المبيعات بعد نقطة التعادل في حالة الرفع التشغيلي سوف تؤدي إلى زيادة أكبر في نسبة الأرباح المتحققة، وذلك لأن التكاليف الثابتة لا تتغير بتغير المبيعات، أما في حالة الرفع المالي فإن فرصة تحسين الربحية سوف تأتي عن طريق تشغيل الأموال المقترضة في عمليات المؤسسة، ومن ثم تحقيق عائد متغير يكون أكبر من تكلفة الاقتراض، وهذا ما يطلق عليه الرفع المالي أو المتاجرة بالملكية (TRADING ON EQUITY)، وينبغي أن يحقق الرفع المالي إذا ما تم التعامل معه

¹ علي كنعان، علي ساعد، مرجع سابق، ص 271.

² زكرياء لشهب، دور عتبة المردودية في تحليل خطر الاستغلال والخطر المالي، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2014، ص ص 89-90.

³ إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي، العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم: دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد الرابع، العدد الثامن، الموصل، 2012، ص 151.

الفصل الثاني.....علاقة قرار التمويل بالربحية في المؤسسة الاقتصادية

برشد وموضوعية عائدا متغيرا أفضل على الموجودات مقارنة مع ما تتحمله المؤسسة من تكلفة ثابتة على الاقتراض، الأمر الذي يترتب عليه تحقيق المزايا التالية¹:

- ضمان استمرار سيطرة المساهمين الحاليين على الإدارة؛
 - ضمان عدم مشاركة مساهمين جدد في الأرباح المتحققة؛
 - الاستفادة من الوفر الضريبي نتيجة لخصم تكلفة الاقتراض من الدخل الخاضع للضريبة؛
 - إمكانية اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية متدنية؛
 - قد يؤدي الالتزام في السداد إلى تعزيز السمعة الائتمانية وزيادة القدرة على الاقتراض.
- لكن إذا لم يتم التعامل معه بحكمة وحرص شديد فإنه سوف يؤثر سلبا على نتيجة الأعمال، وذلك من خلال²:

- تناؤل حقوق المساهمين نتيجة الفرق السلبي بين قيمة العائد على الاستثمار وتكلفة الاقتراض؛
 - انخفاض سيطرة المساهمين على الإدارة نتيجة لاحتمال تدخل الدائنين فيها؛
 - احتمال اقتراض أموال ذات قوة شرائية متدنية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية مرتفعة؛
 - قد يؤدي التأخير في السداد إلى الإنقاص من السمعة الائتمانية والحد من القدرة على الاقتراض.
- من خلال ما سبق التطرق إليه نستنتج بأن الرفع المالي يمثل نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة في المؤسسة، كما يعبر عن مدى اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (القروض، السندات والأسهم)، مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك، وبالتالي على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها.

2- نسب الرفع المالي: إن نسب الرفع المالي تبرز مدى اعتماد المؤسسة على الاقتراض في تمويل نشاطها، حيث يتم قياسها بالاعتماد على مجموعة من العلاقات التي تربطها بالهيكل التمويلي والأعباء المرتبطة بالفوائد الواجبة الدفع عن رأس المال المقترض والمخاطر المرتبطة بها، ومن بين هذه النسب نذكر:

أ- **نسبة الرافعة المالية:** تستخدم هذه النسبة لقياس مدى اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على الأموال المقترضة، ويمكن احتسابها بالمعادلة التالية³:

$$\text{نسبة الرافعة المالية} = \frac{\text{إجمالي الديون طويلة الأجل}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100 \quad (11-2)$$

وتعتبر هذه النسبة مؤشرا لمدى توجه المؤسسة في تمويل أصولها من المخاطر الخارجية للتمويل، وارتفاعها يعتبر مؤشرا سلبيا، أما انخفاضها فإنه يوضح إمكانية المؤسسة المالية في تمويل استثماراتها والوفاء بالتزاماتها.

¹ فيصل محمود الشواورة ، مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي، مرجع سابق، ص 224.

² نفس المرجع السابق، ص 225.

³ منير شاكر محمد وآخرون، مرجع سابق، ص ص 255-256.

الفصل الثاني.....علاقة قرار التمويل بالربحية في المؤسسة الاقتصادية

ب-نسبة الديون إلى مجموع الأصول: تشير هذه العلاقة إلى النسبة المئوية للأموال التي يتم الحصول عليها من المقرضين، وتتضمن القروض الخصوم الجارية والقروض طويلة الأجل. ويمكن احتسابها بالمعادلة التالية¹:

$$(12-2) \dots\dots\dots \text{نسبة الديون إلى مجموع الأصول} = \frac{\text{مجموع القروض}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100$$

ويفضل الدائنون نسبة اقتراض متوسطة أو معقولة، حيث أنه كلما انخفضت هذه النسبة زاد هامش الأمان بالنسبة لهم في حالة إفلاس المؤسسة وبيع أصولها، وعلى العكس من ذلك يفضل الملاك نسبة اقتراض مرتفعة لتعظيم نصيبهم من الأرباح.

ت-نسبة الديون إلى الأموال الخاصة: وتقيس هذه النسبة مدى مساهمة الدائنين في تمويل الأصول مقارنة مع الأموال الخاصة، وهي تقاس بالمعادلة التالية:

$$(13-2) \dots\dots\dots \text{نسبة الديون إلى الأموال الخاصة} = \frac{\text{مجموع الديون قصيرة و طويلة الأجل}}{\text{الأموال الخاصة}} \times 100$$

ويعتبر انخفاض هذه النسبة مؤشرا إيجابيا على قدرة الأموال الخاصة في تغطية الديون الخارجية المترتبة على المؤسسة، كما أن هذه النسبة توضح مدى المخاطرة المترتبة على المؤسسة إذا ما ارتفعت، لأنها توضح الصعوبات المتوقعة للمؤسسة في تغطية ديونها من مصادرها الخاصة.

ث-نسبة الخصوم الجارية إلى الأموال الخاصة: تبين هذه النسبة مقدار التمويل الذي تم عن طريق الخصوم الجارية مقارنة مع الأموال الخاصة، فإذا كانت مساهمة الأموال الخاصة في التمويل أقل من ذلك سيحجم أصحاب الديون طويلة الأجل عن المساهمة في تمويل المؤسسة (إقراضها)، وبالتالي فإن نسبة الخصوم الجارية ستكون مرتفعة، وهذه النسبة يمكن أن تكون مؤشرا على درجة الخطورة لدى المؤسسة. ويمكن احتساب هذه النسبة كما يلي²:

$$(14-2) \dots\dots\dots \text{نسبة الخصوم الجارية إلى الأموال الخاصة} = \frac{\text{الخصوم الجارية}}{\text{الأموال الخاصة}} \times 100$$

3- قياس درجة الرفع المالي (DFL): وهي التي تقيس التغير النسبي في ربحية السهم الواحد (EPS) نتيجة التغير في الأرباح التشغيلية أو الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT)، وبما أن ربحية السهم الواحد (EPS) التي تحسب بقسمة صافي الدخل على عدد الأسهم المصدرة، ثابتة نسبيا خلال فترة

¹ كريمة بن عيشة، مريم بن عياش، مرجع سابق، ص ص 72-73.

² نفس المرجع السابق، ص 73.

الفصل الثاني.....علاقة قرار التمويل بالربحية في المؤسسة الاقتصادية

التقييم فإن العلاقة التي تقيسها درجة الرفع المالي هي بين صافي الدخل من جهة والأرباح قبل الفوائد والضرائب من جهة أخرى، حيث تحدد المعطيات الكيفية التي سيتم من خلالها حساب DFL سواء من خلال EPS أو صافي الدخل¹.

حساب DFL عند التغير في EPS كما يلي²:

$$(15-2) \dots\dots\dots \frac{\text{التغير النسبي في } (EPS) \text{ عائد السهم}}{\text{التغير النسبي في صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد و الضرائب}} = \text{درجة الرفع المالي}$$

بينما تؤثر الرافعة التشغيلية على الربح قبل الفوائد والضرائب، تؤثر الرافعة المالية على الربح الصافي بعد الفوائد والضرائب (القابلة للتوزيع على الأسهم العادية) أي أن التضخيم في العائد يحصل على الربح الصافي، وبالتالي فإن درجات الرافعة المالية هي عبارة عن التغير النسبي في الربح الصافي (القابل للتوزيع على حملة الأسهم العادية) الناتج عن التغير النسبي في الربح التشغيلي، وهذه القيمة تعني أن تغيرا في الربح التشغيلي بمقدار معين ينتج عنه تغير نسبي في الربح الصافي (بعد الفوائد والضرائب) بنفس النسبة مضروبة في درجات الرافعة المالية³.

4- أثر الرفع المالي

أ- مفهوم أثر الرفع المالي: الرفع المالي هو نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة في المؤسسة وهو بذلك يختلف عن مفهوم أثر الرفع المالي الذي يمكن تعريفه كما يلي⁴:

أثر الرفع المالي: " هو نسبة التغير التي تحدث في عائد السهم العادي EPS بسبب التغير بنسبة معينة تحدث في صافي الربح قبل دفع الفوائد والضرائب EBIT ".

كما يعرف أيضا بأنه: " زيادة المردودية المالية للمساهمين والتي تنتج من الزيادة في استعمال الديون في الهيكل المالي للمؤسسة، وذلك بمعدل أكبر من المردودية الاقتصادية ".

وبالتالي فإن أثر الرفع المالي يتصل باستخدام الديون في تمويل استثمارات المؤسسة، حيث يبين العلاقة بين EBIT و DPS.

من أجل فهم أثر الرفع المالي (الرافعة المالية) ننطلق من المقارنة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، بحيث أننا نجد الفرق يعود إلى تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، ففي حالة خلو

¹ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 188.

² عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص 252.

³ عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقي، أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، الطبعة الرابعة، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة، عمان، 2011، ص ص 446-447.

⁴ محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية،

أطروحة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016، ص ص 166-167.

الفصل الثاني.....علاقة قرار التمويل بالربحية في المؤسسة الاقتصادية

الهيكل المالي من أموال الاستدانة فإن المردودية الاقتصادية تتساوى مع المردودية المالية، ومنه يعرف الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية ب: أثر الرافعة المالية¹.

- صياغة أثر الرافعة المالية: يمكن صياغة أثر الرافعة المالية انطلاقاً من المعطيات التالية²:
 - RE: نتيجة الاستغلال؛
 - CP: الأموال الخاصة؛
 - RN: النتيجة الصافية؛
 - D: الديون؛
 - Re: المردودية الاقتصادية؛
 - i: المصاريف المالية (تكلفة الاستدانة)؛
 - Rf: المردودية المالية؛
 - IBS: معدل الضريبة على أرباح الشركات.

$$R_f = [(Re - i) \times \frac{D}{CP} + Re] \times (1 - IBS)$$

$\frac{D}{CP}$: درجة المديونية العامة، والتي تسمى ب درع الرفع؛

(Re - i): فارق أثر الرفع، وهو الفرق بين المردودية الاقتصادية ومعدل الفائدة.

وفي حالة وجود الضرائب تسعى المؤسسة لرفع مديونيتها للاستفادة من مبدأ الرفع المالي، لأن وجود المصاريف المالية للقروض تسمح برفع مردوديتها المالية.

- حالات أثر الرافعة المالية: يوضح أثر الرافعة المالية تطور المردودية المالية تبعاً للمردودية الاقتصادية وكذا مستوى الاستدانة، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة هذا الأخير، وبالتالي ففي حالة كون نسبة المردودية الاقتصادية موجبة فإنه يمكن التمييز بين ثلاث حالات لأثر الرافعة المالية، ويمكن تلخيصها كما يلي³:

الحالة الأولى: الأثر الإيجابي للرافعة المالية $(Re-i) > 0$

عندما تكون نسبة المردودية الاقتصادية (Re) أكبر من معدل الفائدة (i) فإن نسبة المردودية المالية تزداد كلما زادت نسبة الاستدانة ($\frac{D}{CP}$)، ويكون بالتالي أثر الرافعة المالية إيجابياً.

الحالة الثانية: الأثر السلبي للرافعة المالية $(Re-i) < 0$

عندما تكون نسبة المردودية الاقتصادية (Re) أصغر من معدل الفائدة (i) فإن نسبة المردودية المالية تنخفض كلما زادت نسبة الاستدانة ($\frac{D}{CP}$)، ويكون بالتالي أثر الرافعة المالية سلبياً.

¹ شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، مذكرة ماجستير منشورة، تخصص

مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2010، ص 100.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 270-271.

³ يوسف مامش، ناصر داددي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008، ص

ص 29-30.

الحالة الثالثة: الأثر الحيادي للرافعة المالية $(Re-i) = 0$

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

❖ **المردودية:** تعرف المردودية على أنها قدرة المؤسسة على توليد فائض نقدي، حيث يعتبر الاستثمار ذا مردودية في حالة ما إذا نتجت عنه تدفقات نقدية داخلية تزيد عن التكلفة التي أنفقت لأجل الحصول على هذه التدفقات، وتختلف المردودية عن الربح، إذ أنها تعبر في نفس الوقت عن مؤشرين هما¹:

1- الدخل فهي وسيلة لمكافئة مختلف عوامل الإنتاج؛

2- مؤشر فعالية في تخصيص موارد المؤسسة.

كذلك تختلف المردودية عن الهامش والذي هو عبارة عن العلاقة بين النتيجة المحققة ومستوى النشاط (رقم الأعمال)، حيث نميز نوعين من المردودية وهما:

➤ **المردودية الاقتصادية:** تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي للمؤسسة، وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية².

وتقاس المردودية الاقتصادية بالصيغة التالية:

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100 \quad \dots\dots\dots(15-2)$$

➤ **المردودية المالية**

هي النتيجة المتحصل عليها من استخدام أموال المساهمين، نتيجة هذه النسبة تمثل ما تقدمه الوحدة الواحدة المستثمرة من أموال المساهمين من ربح صافي، وتمثل هذه النسبة أهم النسب المالية لأن الهدف من التسيير المالي هو تعظيم حقوق المساهمين، وكلما كانت نتيجة هذه النسبة مرتفعة زادت أهمية وجاذبية أسهم المؤسسة المتداولة في بورصة الأسهم والسندات³.

وتقاس المردودية الاقتصادية من خلال الصيغة التالية⁴:

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} \times 100 \quad \dots\dots\dots(16-2)$$

¹ Pierre Branger et autres, *Gestion, Fonctions D'entreprise*, 2^{ème} edition, Vuibert, Paris, 1998, p :157.

² شعبان محمد، مرجع سابق، ص 100.

³ زكرياء لشهب، مرجع سابق، ص 102.

⁴ يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 102.

المطلب الثاني: علاقة الرفع المالي بالرفع التشغيلي

يقوم الرفع المالي بتحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض ومردود الاستثمار وتمثل الفوائد على القروض العنصر الثابت فيها، بينما يقوم الرفع التشغيلي بالاعتماد بشكل كبير على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة.

أولاً: تعريف الرفع التشغيلي

إن المقصود بالرفع التشغيلي هو تضخيم حجم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، حيث تركز الرافعة التشغيلية على التكاليف الثابتة. وهذا يعني بالضرورة إحلال الآلات مكان الأيدي العاملة وزيادة تكاليفها الثابتة والمتمثلة بالآلات، فإنها تستطيع زيادة أرباحها إلا أنها سوف تتعرض لمخاطر أكبر حيث أن عدم نجاحها في عملية الرفع التشغيلي سيلحق بالمؤسسة خسائر أكبر بالمقارنة مع الخسائر التي كانت سوف تتحقق بدون رفع تشغيلي، وتجدر الإشارة هنا إلا أن استعمال الرفع التشغيلي سوف يؤدي إلى زيادة التكاليف الثابتة¹.

إن القصد من استخدام الرافعة التشغيلية هو زيادة الأرباح عن طريق الاعتماد على التكاليف الثابتة، فإذا نجحت المؤسسة في استخدام المزيد من الآلات ونجحت في الاستغناء في المقابل عن عدد من العمال الذين حلت الآلة محلهم (بتكاليف متغيرة) فإنها تكون قد لجأت إلى استخدام الرافعة التشغيلية².

ثانياً: درجة الرفع التشغيلي (DOL)

تعرف بأنها التغير النسبي في الدخل التشغيلي (الربح قبل الفوائد والضرائب) الذي يحدثه التغير النسبي في المبيعات أو بمعنى آخر فإن³:

$$(17-2) \dots\dots\dots = \frac{\text{التغير النسبي في الربح التشغيلي}}{\text{التغير النسبي في المبيعات}} \text{ درجة الرافعة التشغيلية}$$

ثالثاً: الفرق بين الرافعة التشغيلية والرافعة المالية

تختلف الرافعة المالية عن الرافعة التشغيلية في كون الرافعة المالية العنصر الثابت فيها هو الفوائد على القروض، بينما في حالة الرافعة التشغيلية العنصر الثابت فيها هو التكاليف الثابتة الناجمة عن استخدام بعض الأصول، فهذه الأصول يقل عبؤها على المؤسسة كلما زادت الإيرادات المتولدة عن تشغيلها، ويصبح نصيب الوحدة الواحدة المنتجة من التكاليف الثابتة يقل بارتفاع عدد الوحدات المنتجة ويزيد بانخفاضها، وبظهر هذا الإشكال في التسيير المالي في المؤسسات التي تعتمد على الآلات ومعدات الإنتاج الكبيرة

¹ عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص 245.

² علي عباس، مرجع سابق، ص 235.

³ عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية : النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 445.

الفصل الثاني.....علاقة قرار التمويل بالربحية في المؤسسة الاقتصادية

العالية التكلفة، فإن وجود هذه الآلات والمعدات بقدر ما هو محفز على دخول الأسواق الكبيرة القابلة لاستيعاب المزيد من المنتجات وبالتالي يولد فرصا أكبر للربح، وهو عرضة لمخاطر انكماش السوق¹.

❖ الرفع المشترك Degree of Combined Leverage

إذا حدثت زيادة في المبيعات في ظل وجود الرفع التشغيلي، فإن هذه الزيادة في المبيعات ستؤدي إلى زيادة أكبر في الربح قبل الفوائد والضرائب، وإذا ما اقترن وجود الرفع التشغيلي بوجود الرفع المالي فإن الزيادة الحاصلة في الدخل قبل الفائدة والضريبة ستؤدي بلا شك إلى زيادة أكبر في العائد على السهم، لهذا إذا ما استعملت مؤسسة ما مزيجا مكونا من الرفع المالي والتشغيلي ولو بدرجة قليلة فإن ذلك سيؤدي إلى تغير هام في العائد على السهم².

يمكن استخراج درجة الرفع المشترك انطلاقا من المعادلة التالية:

$$\text{درجة الرفع المشترك} = \text{درجة الرفع التشغيلي} \times \text{درجة الرفع المالي} \quad \dots\dots\dots(18-2)$$

مما سبق يتضح أن الرفع بصفة عامة يعكس مدى اعتماد المؤسسة على أدوات الإنتاج، ومصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة. وللرفع تأثيران متضادان فهو يسهم في زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية، إلا أنه يسهم أيضا في زيادة المخاطر التي يتعرضون لها من جرائه، وفي ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها، يتوقع أن يترتب على زيادة العائد ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، كما يتوقع أن يترتب على زيادة المخاطر انخفاض في القيمة السوقية للسهم³.

الأصل في المخاطرة المالية ليس الاقتراض في حد ذاته إنما احتمال انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة التي تلتزم الإدارة بتسديدها (هذه الفائدة التي تمثل تكلفة ثابتة)، مما يعني أن المؤسسة ليست لديها القدرة على خدمة ديونها. وبالتالي هذا الوضع يجعل المؤسسة تبذل جهد أكبر لزيادة المبيعات بهدف زيادة الأرباح قبل الفائدة والضريبة ومن ثم تحقيق قدر أكبر من الأرباح الصافية.

إن العلاقة بين حجم المبيعات وبين الربحية يمكن توضيحها عن طريق تخطيط الربحية (الربح-التكلفة-الحجم)، أو ما يطلق عليه مصطلح تحليل التعادل التشغيلي. حيث أن تحليل التعادل التشغيلي يتمثل في الأسلوب الذي تتمكن الإدارة من خلاله من تحديد تلك النقطة (مستوى الإنتاج) التي فيها يمكن أن تغطي إيرادات المؤسسة تكاليفها التشغيلية فقط وهي النقطة التي تكون فيها عمليات الإنتاج وعمليات البيع متعادلة، إلا أن هذه النقطة تظهر كذلك مستوى الأرباح أو الخسائر في حالة زيادة المبيعات أو انخفاضها⁴.

¹ ميارك لسوس، مرجع سابق، ص 168.

² مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مرجع سابق، ص 412.

³ بسام محمد الآغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة ماجستير منشورة، تخصص إدارة أعمال، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة، 2005، ص 83.

⁴ كريمة بن عيشة، مريم بن عياش، مرجع سابق، ص 75.

المطلب الثالث: الرفع المالي وعلاقته بالربحية

إن دراسة الرافعة المالية تمكنا من معرفة مدى إمكانية استخدام الأموال المقترضة بمعدل فائدة ثابت في الفرص الاستثمارية التي توفر ربحا بمعدل فائدة أعلى من الفائدة المدفوعة، وتسعى المؤسسات إلى تمويل أصولها من طريق الاقتراض في محاولة لتعظيم ربحها، على أمل تحقيق المؤسسة ربحا صافيا للمالكين بعد تسديد الفوائد ويكون ذلك أكثر من لو اعتمدت على الأموال الخاصة في تمويل مشروعاتها¹. حيث يساعد الرفع المالي في تشكيل الهيكل التمويلي في المؤسسات عن طريق القرارات المالية، فالهيكل التمويلي يتكون من أموال مقترضة تأخذ أشكالا مختلفة ذات تكلفة تمويلية ثابتة متفق عليها، وكذلك أموال مملوكة على شكل رأس مال مدفوع، وينشأ الرفع المالي بتأثير تكلفة التمويل المقترض على صافي الربح قبل الفوائد والضرائب EBIT وعندما ينخفض الربح قبل الفوائد والضرائب بمقدار الفوائد (تكلفة التمويل المقترض) يكون المتبقي من صافي الربح حقا للمساهمين ومن هنا يمكن للرفع المالي تحسين ربحية المؤسسات عن طريق الاقتراض بافتراض قدرة المؤسسة على الاقتراض.

يكون الرفع المالي مرغوبا فيه للمؤسسة إذا زاد فيها معدل العائد على الموجودات عن تكلفة القروض (الفائدة)، وكلما ارتفعت درجة الرفع المالي زاد فيها معدل العائد على حق الملكية على افتراض تحسين الظروف الاقتصادية إذ أنها تعتمد على الظروف السائدة فعندما تكون الظروف الاقتصادية سيئة جدا فإن مبيعات المؤسسة وهامش الربح سوف تكون منخفضة والعكس صحيح².

عندما تميل المؤسسة إلى الاستدانة أكثر فإن نسبة الرافعة المالية تزداد وهذه الزيادة لها تأثيران متعاكسان، فالتأثير الإيجابي لهذه الزيادة يتمثل في زيادة المردودية المالية، أما التأثير السلبي فيتمثل في ارتفاع معدلات الفائدة لتكلفة الاستدانة وتصبح أعلى من المردودية الاقتصادية وهذا ما يؤدي إلى التعرض إلى المخاطر المالية ويؤدي إلى عجز ستحملة المردودية المالية، بسبب انخفاض النتيجة الذي سببه ارتفاع التكاليف وتصبح المردودية المالية أقل من المردودية الاقتصادية³.

إن الارتباط ما بين العائدات المتوقعة والرفع المالي يزداد داخليا نتيجة الاستثمار الأمثل والسياسات المالية المتبعة في المؤسسة، وإن العلاقة بين العوائد (العائد على المساهمين والعائد على حق الملكية المرتبطين بالرافعة المالية وفي ظل أي هيكل مالي نجد أن الأرباح لكل سهم والعائد على حقوق الملكية للمساهمين تزداد كلما زادت الرافعة، وهكذا فإن زيادة الرافعة تؤدي إلى زيادة درجة التذبذب في كل من الأرباح لكل سهم، والعوائد على حق الملكية عند كل درجة من تذبذب المبيعات. وأيضا تتأثر ربحية السهم في المؤسسة المساهمة إيجابا أو سلبا بمحتوى هيكل التمويل بالمؤسسة، فعندما تقوم المؤسسة بالاقتراض بمعدل ثابت التكلفة لتمويل عملياتها واستثماراتها فإنها تحقق من ذلك عائدا على الاستثمار يزيد عن تكلفة

¹ نفس المرجع السابق، ص 76.

² إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي، مرجع سابق، ص 151.

³ عبيدي سعد نوح، محددات الهياكل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير منشورة، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم

الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2018، ص 86.

الفصل الثاني.....علاقة قرار التمويل بالربحية في المؤسسة الاقتصادية

الديون، فإن ذلك سيؤدي إلى الزيادة في العائد الموزع على المساهمين، فهذا من إيجابيات الرفع المالي أما إذا لم تستطيع المؤسسة تحقيق عائد يفوق تكلفة التمويل بالديون من استثماراتها فعندئذ يصبح الرفع المالي سالباً¹.

يكمن تأثير الرفع المالي على ربحية المؤسسة في الوفر الضريبي الذي تحققه فوائد القروض، حيث تعامل فوائد القروض محاسبياً على أنها مصروفات، وبالتالي يتم خصم هذه المصروفات من الربح المعرض للضريبة، أي أن مقدار الضريبة سوف ينخفض عما لو كانت المبالغ من مصادر أخرى لا تتحمل فوائد أو تكاليف ثابتة، ومن جهة أخرى لو مولت المؤسسة جزءاً من احتياجاتها المالية من خلال القروض، وفي نفس الوقت حققت معدلاً للأرباح يفوق تكاليف هذه القروض، فإن ذلك سوف يعود بالنفع الكبير على حملة الأسهم العادية، حيث أن الفرق بين معدل الأرباح المحققة وتكلفة القروض سيعود على أصحاب الأسهم العادية، مما يزيد من معدل العائد على حقوق الملكية عما لو كان هيكل التمويل كله من الأسهم العادية².

¹ إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي، مرجع سابق، ص ص 159-160.

² بسام محمد الآغا، مرجع سابق، ص 87.

خلاصة

تعد الربحية المقصد الأساسي لإنشاء أي مؤسسة اقتصادية، إذ أن حجم الأرباح التي تحققها هذه الأخيرة يعكس مدى كفاءة إدارتها المالية، ولتحقيق هذا المقصد تعتمد المؤسسة على عدة مؤشرات تقيس فعاليتها، حيث تعد نسب الربحية إلى الاستثمارات مقياساً فعلياً لها لأنه يجمع بين الأرباح المتحققة والاستثمارات التي ساهمت في تحقيقها، بالإضافة إلى عدة عوامل أخرى تؤثر في مقدار تحقيق هذه الأرباح. إن هدف تحقيق الربحية يعتمد بالدرجة الأولى على الرفع المالي الذي يتمثل في استخدام المؤسسة أموال الغير ضمن هيكلها التمويلي، أي اعتمادها على الأموال المقترضة من أجل تمويل أصولها، وللرفع المالي تأثير كبير على ربحية المؤسسة إذ يكمن هذا التأثير في الوفر الضريبي الذي تحققه فوائد القروض، وقد يكون هذا التأثير إيجابياً يساهم في الرفع من ربحيتها أو سلبياً يعرضها لمخاطر وخسائر كبيرة تخفض من ربحيتها.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

تمهيد

المبحث الأول: تقديم مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

المبحث الثاني: واقع قرار التمويل في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

المبحث الثالث: دراسة تحليلية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي

سعيد" لإنتاج البلاط

خلاصة

تمهيد

بهدف محاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة ومن أجل معرفة أثر قرار التمويل سواء بالاستدانة أو بالملكية على ربحية المؤسسة الاقتصادية، وكذا للتحقق من صحة الفرضيات المطروحة في بداية الدراسة، سوف نسلط الضوء على إحدى المؤسسات الاقتصادية على مستوى ولاية جيجل، حيث أن الهدف من الدراسة الميدانية هو إسقاط ما تضمنه الجانب النظري بالواقع العملي على مستوى شركة "عياشي سعيد" الرائدة في إنتاج البلاط .

سوف نتناول خلال هذا الفصل لدراسة تطبيقية تتعلق بمعرفة وتحليل تركيبة الهيكل التمويلي، وذلك من خلال دراسة تطور كل من الأموال الخاصة وأموال الاستدانة والتعرف على تركيبة كل منهما خلال فترة الدراسة الممتدة من 2009 إلى غاية 2018 ، وذلك بالاعتماد على بعض الأدوات والمتمثلة في المقابلة والوثائق المالية الداخلية للمؤسسة، إلى جانب دراسة ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" من خلال القيام بتحليل مؤشرات ربحيتها بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة، وصولاً إلى تفسير النتائج المتوصل إليها.

ويتم عرض ذلك من خلال ثلاث مباحث، يتناول المبحث الأول تقديم مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط، والمبحث الثاني يدرس واقع قرار التمويل في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط، أما المبحث الثالث فقد تضمن دراسة تحليلية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط.

المبحث الأول: تقديم مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى تقديم مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط، من خلال تعريفها وإبراز مهامها وكذا مختلف أهدافها المسطرة، مع إعطاء شرح مفصل للهيكل التنظيمي للمؤسسة من أجل الإحاطة بكافة إدارتها ومصالحها.

المطلب الأول: لمحة عن مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

أولاً: التعريف بمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط: مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط هي مؤسسة إنتاجية ذات طابع تجاري، تقع بالمنطقة الصناعية - أولاد صالح- ببلدية الأمير عبد القادر، دائرة الطاهير ولاية جيجل. تبعد عن عاصمة الولاية ب15 كلم شرقاً، وهي مهياة ببنية تحتية كاملة، وتوجد وسط هياكل قاعدية أساسية مثل: مطار فرحات عباس، ميناء جن جن، خط السكة الحديدية، بالإضافة إلى الطريق الوطني رقم 43.

ثانياً: نشأة مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط: لقد شرع في إنشاء المؤسسة منذ سنة 1996، وكانت بداية النشاط في هذه المؤسسة بتاريخ 15 أكتوبر 1997 برأس مال يقدر ب15000000.00 دج. حيث تتربع على مساحة إجمالية مقدرة ب1 هكتار منها 3200 متر بنايات ومنشآت، وقد مرت هذه المؤسسة بعدة مراحل تطويرية وصولاً إلى ما هي عليه الآن، كما أنها تحتل مراتب متقدمة ورائدة في قطاع إنتاج البلاط محلياً و وطنياً، وهي بصدد القيام بعمليات تصدير خارج الوطن.

في سياق اقتصادي متزايد التنافسية، تتطلبه العولمة، ولمواجهة زبائن يتزايد طلبهم على الحصول على أجود المنتجات والخدمات، تتعهد مؤسسة "عياشي سعيد" بالتحسين المستمر لأدائها من خلال تنفيذ نظام إدارة الجودة وفقاً لمتطلبات إصدار معيار ISO 9001 لعام 2015 والذي شرعت في تطبيقه ابتداءً من مطلع سنة 2019. حيث تلتزم مؤسسة عياشي سعيد لإنتاج البلاط بإرضاء متطلبات عملائها وأصحاب المصالح المعنيين بشكل مستمر، بالإضافة إلى المتطلبات القانونية و التنظيمية مع مراعاة السياق الخاص بها للقيام بذلك¹.

تتبع سياسة إدارة الجودة في مؤسسة "عياشي سعيد" من خلال الأهداف و الاتجاهات التالية²:

- الاستماع والتنبؤ باحتياجات و توقعات العملاء وتحمل المسؤولية عن شكاويهم على نحو فعال؛
- الاحتفاظ بزبائن المؤسسة واكتساب أسواق جديدة من خلال تحسين جودة منتجاتها؛
- ضمان تواصل الإمدادات من المنتجات ذات الجودة من خلال الاختيار السليم، وتقييم وتنويع الموردين؛
- ضمان جودة وتوفر المنتجات بشكل دائم؛
- ضمان المهارات اللازمة للشركة.

¹ الوثائق الداخلية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط.

² مقابلة مع السيد بالروايح عبد السلام، المسؤول عن إدارة الجودة، بتاريخ 2019/03/01، على الساعة 14:30.

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

ثالثا: مهام مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط: من مهام هذه المؤسسة إنتاج نوعين من المنتجات توجه لتلبية رغبات جمهور المستهلكين وهما¹:

1- البلاط: شرعت المؤسسة في إنتاجه سنة 1997 ويعتبر من أكثر الأنواع رواجاً ويشتمل على:
❖ قياس 33×33: موجهة لتبليط المنازل والعمارات من أهم أنواعه:-G21-G23-G24-G25-G14
G01-G08-G09...إلخ، كما أن هناك نوع موجه لتبليط الأرصفة باللونين الأحمر و الأبيض بنماذج مختلفة.

❖ قياس 40×40: موجه بصفة خاصة لتبليط الأرصفة.
2- المونوكوش: شرعت المؤسسة في إنتاجه أواخر سنة 2014 ومطلع سنة 2015، من أهم أنواعه:
M09-M10-M13-M15-M17-M22...إلخ، وهي باختلاف ألوانها موجهة لجمهور المستهلكين و المقاولين.

ويمكن تلخيص البطاقة التعريفية للمؤسسة كما يلي:

الشكل رقم (3-1): البطاقة التعريفية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

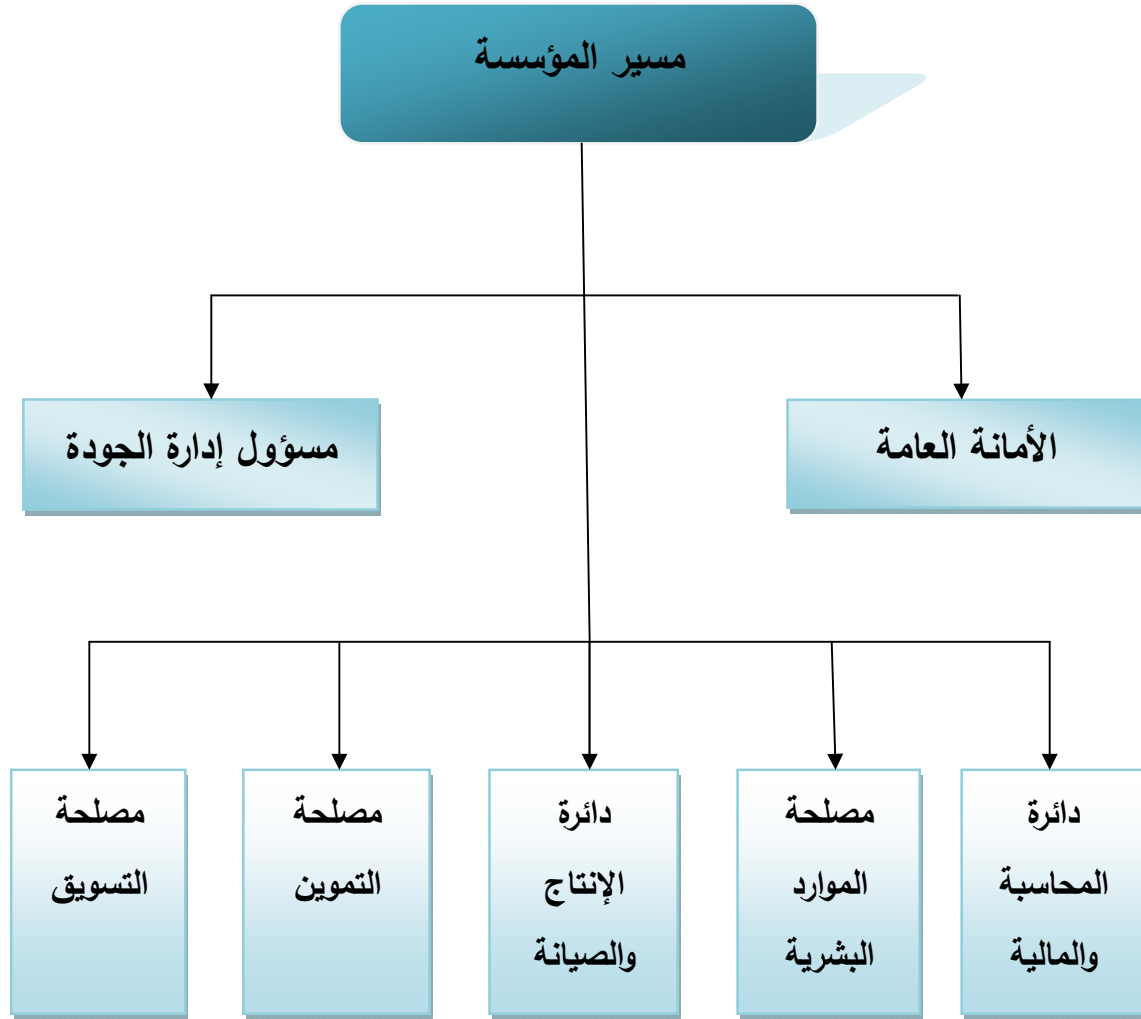
التسمية الاجتماعية: مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط .
المقر الاجتماعي: المنطقة الصناعية أولاد صالح -جيجل- الجزائر.
نوع القطاع الذي تنشط فيه: القطاع الصناعي.
رأس المال الاجتماعي: 15000000.00 دج.
طبيعة النشاط: إنتاج البلاط والمونوكوش.
تاريخ إنشاء المؤسسة: سنة 1996.
تاريخ مزاولة النشاط: 15 أكتوبر 1997.
الطبيعة القانونية: مؤسسة تضامن (SNC).

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

حتى تحقق المؤسسة أهدافها لابد من هيكلة تنظيمية معينة، وسنقدم فيما يلي الهيكل التنظيمي للمؤسسة مع إعطاء شرح مختصر للمهام الموكلة لكل مصلحة.
أولاً: تقديم الهيكل التنظيمي لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط: يوضح الشكل التالي الهيكل التنظيمي لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط.

¹ مقابلة مع السيد بوالروايح عبد السلام، مسؤول إدارة الجودة، بتاريخ 2019/03/12، على الساعة 14:00.



المصدر: بالاعتماد على الوثائق الداخلية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط.

ثانيا: شرح الهيكل التنظيمي لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط: يحتوي الهيكل التنظيمي للمؤسسة على

عدة مصالح ودوائر، وفيما يلي شرح مختصر لهيكل المؤسسة¹:

(1) مسير المؤسسة: وهو المسؤول الأول عن المؤسسة، وتتم أعماله مباشرة مع المسؤولين المستلمين للمصالح المختلفة.

(2) مسؤول إدارة الجودة: وهو المسؤول عن تطبيق نظام الجودة في المؤسسة، حيث يتولى المهام التالية:

- ✓ إيجاد الوسائل لضمان المراقبة التقنية للجودة؛
- ✓ التعريف بالمشاكل المتعلقة بالإنتاج وطرق التعامل بنظام الجودة؛
- ✓ العلم بجميع التغيرات وتطبيقها في مجال ضمان الجودة؛

¹ الوثائق الداخلية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط.

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

✓ السهر على الإجراءات المتعلقة بالشهادة والتجديد الدوري.

(3) الأمانة العامة (السكريتارية): وهي مصلحة جد هامة في المؤسسة، فهي الوسيط بين مسير المؤسسة والعمال وهي نقطة عبور المعلومات بين المحيط الداخلي والمحيط الخارجي للمؤسسة ومن مهامها:

✓ تسجيل المراسلات الصادرة والواردة؛

✓ تحويل المراسلات والمكالمات للمصالح المختلفة؛

✓ تبليغ الأوامر الصادرة عن المسير؛

✓ مراقبة حصيلة تسوية الزبائن؛

✓ ترتيب أرشفة الوثائق والملفات.

(4) مصلحة التسويق: لهذه المصلحة دور أساسي في المؤسسة، فهي تشرف على كافة عمليات البيع والشراء حيث تتمثل المهام الموكلة إليها في:

✓ استقبال الطلبات من الزبائن؛

✓ القيام بعمليات البيع والشحن؛

✓ تسيير مخزون المؤسسة من المنتجات؛

✓ إعداد الميزانية اليومية بالتنسيق مع مصلحة المالية.

(5) مصلحة التموين: تكمل مصلحة التموين المصلحة السابقة لها أي مصلحة التسويق، حيث تتمثل المهام التي تقوم بها هذه المصلحة في:

✓ شراء المواد الأولية وقطع الغيار؛

✓ مراقبة المخزون.

(6) دائرة الإنتاج والصيانة: تنقسم هذه الدائرة إلى مصلحتين هما:

أ- مصلحة الإنتاج: تقوم هذه المصلحة باستعمال كل الطرق العلمية اللازمة للمحافظة على التخطيط

الأمتل و الفعال لتخزين المواد الأولية، كما أنها المسؤولة عن متابعة ومراقبة العمليات الإنتاجية منذ

دخول المادة الخام إلى ورشة التصنيع إلى غاية الحصول على المنتج النهائي التام الصنع.

ب- مصلحة الصيانة: تقوم بمراقبة الآلات وإصلاح كل عطب تتعرض له الآلات الإنتاجية أو أحد ملحقاتها.

(7) مصلحة الموارد البشرية (مصلحة المستخدمين) : وهي مصلحة متعلقة بالعمال تهتم بالجانب البشري

والاجتماعي ومصالح العمال حيث تقوم بما يلي:

✓ المتابعة الميدانية للعمال؛

✓ متابعة الحالة القانونية والمهنية للعمال؛

✓ إعداد الأجور؛

✓ التصريح بالمرتبات والأجور.

8) دائرة المحاسبة والمالية: وهي الفرع الذي يهتم بالجانب المالي للمؤسسة، حيث تنقسم هذه الدائرة إلى مصلحتين وهما:

أ- مصلحة المحاسبة: وهي التي تهتم بالجانب المحاسبي للمؤسسة وتتمثل مهامها في¹:

- ✓ جمع الفواتير وتصنيفها وتبويبها وإدخالها في الكمبيوتر في شكل قيود؛
- ✓ حساب نتيجة الدورة للسنة المالية؛
- ✓ إعداد دفتر الأستاذ والقيام بالعمليات المحاسبية اليومية؛
- ✓ إعداد الميزانية الجبائية؛
- ✓ إعداد الميزانية الختامية؛
- ✓ المصادقة على القيود المحاسبية؛
- ✓ إعداد الميزانية الشهرية؛
- ✓ القيام بعمليات الجرد.

ب- مصلحة المالية : تهتم بالجانب المالي للمؤسسة ومهامها تتمثل فيما يلي:

- ✓ تحصيل فواتير الزبائن؛
- ✓ دفع فواتير الشراء؛
- ✓ إعداد الميزانية اليومية الخاصة بالمدخلات والمخرجات؛
- ✓ إعداد فواتير البيع؛
- ✓ القيام بالمعاملات البنكية؛
- ✓ متابعة ديون الزبائن؛
- ✓ القيام بعمليات التجارة الخارجية ومتابعة عمليات التصدير والاستيراد؛
- ✓ متابعة كل العمليات الجارية في المؤسسة بالتنسيق مع كافة المصالح.

المطلب الثالث: أهمية دور مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط في الاقتصاد الوطني

نظرا لكون مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط تغطي الاحتياجات الوطنية من البلاط بنسبة 30% والاحتياجات المحلية بنسبة 95% من إنتاجها، فإن لهذه المؤسسة دور فعال في الاقتصاد المحلي لأنها المؤسسة الوحيدة على هذا المستوى في مجال إنتاج البلاط بأنواعه المختلفة، لذلك فإن الدور الذي تلعبه لا يستهان به .

أولاً: دور مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط: تحظى هذه المؤسسة بأهمية اقتصادية بالغة ودور فعال وبظهور ذلك من خلال ما يلي²:

✓ تستعمل منتجاتها في عدة نشاطات مثل: تبليط الأرصفة والمنازل والمؤسسات المالية والجامعات والمؤسسات الخاصة والعمومية... إلخ؛

¹ مقابلة مع السيدة لخلف عيلة، مصلحة المحاسبة ، بتاريخ 16/03/2019، على الساعة 14:35.

² الوثائق الداخلية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط.

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

- ✓ تعتبر مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط مجالا خصبا للتشغيل، فتشكيلة منتجات المؤسسة وطبيعة نشاط زبائنها تبين بصفة جلية أهميتها ودورها في الاقتصاد الوطني باعتبارها الممون الرئيسي لعدة مؤسسات أخرى ذات أهمية بالغة مثل: كوسيدار، جيسي بات، فأهمية هذه المؤسسات الوطنية على مستوى السوق الوطنية يدل دلالة واضحة على أهمية دور المؤسسة المتميز؛
 - ✓ بالإضافة فإن أموال المؤسسة المودعة لدى بنك **BDL** وبنك **AGB** تلعب دورا فعالا في منح هذه الودائع على شكل قروض لاستغلالها في استثمارات تتعش الاقتصاد الوطني؛
 - ✓ تحقيقها للاكتفاء الذاتي المحلي والوطني من البلاط والمونوكوش ورغبتها في تصديره إلى الخارج بالرغم من الصعوبات التي تواجهها فيما يخص الضرائب؛
 - ✓ السهر على إعطاء الوجه الحضاري للمؤسسة، وذلك من خلال استعمال تقنيات حديثة تتلاءم مع التطور التكنولوجي الحاصل ومواكبة العصرنة في جميع المجالات والميادين؛
 - ✓ التدعيم المناسب للفرق المحلية، كرة القدم، كرة السلة، الرياضة الفردية، الكاراتيه، الجيدو... إلخ، وكذلك تدعيم الحركة الثقافية المحلية .
- ثانيا: أهداف مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط: تسعى هذه المؤسسة من خلال عملها إلى تحقيق جملة من الأهداف من أهمها ما يلي¹:
- ✓ تغطية السوق المحلية والجهوية بالبلاط، حيث أن المؤسسة تغطي حصة سوقية كبيرة في هذا المجال من خلال السوق المحلية وكذا الجهوية، إذ اكتسحت منتجاتها العديد من الولايات في الجهة الشرقية كقسنطينة، ميله، سكيكدة، الطارف، باتنة... إلخ. كما صنعت منتجاتها مكانة في بعض ولايات الوسط كالجزائر العاصمة، تيزي وزو، وكذا بعض الولايات الغربية كالشلف، مستغانم، عين الدفلى... إلخ، كما تغطي أيضا حاجيات بعض المؤسسات الكبرى مثل: كوسيدار وجيسي بات؛
 - ✓ تلبية حاجيات المواطنين من خلال تقديم منتجات ذات مستوى عال من الجودة والنوعية، حيث تعمل على إشباع رغباتهم انطلاقا من قاعدة أن المستهلك لا يشتري السلعة فقط بقدر ما يشتري الرضا والإشباع؛
 - ✓ التكيف مع التحولات التي تعرفها الساحة الاقتصادية، وذلك عن طريق عملها على تطوير منتجاتها والإبداع في خلق منتجات جديدة انطلاقا من رغبات المستهلكين؛
 - ✓ التطلع إلى التعامل مع الأسواق الخارجية من خلال تصدير منتجات المؤسسة (شرعت المؤسسة بالقيام بعمليات تصدير إلى تونس مؤخرا) وهي بصدد القيام بعمليات التوسع أكثر .

¹ مقابلة مع السيد بوالروايح عبد السلام، مسؤول إدارة الجودة، بتاريخ 2019/04/22، على الساعة 14:55.

المبحث الثاني: واقع قرار التمويل في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

تقوم مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط بتمويل نشاطها باللجوء إلى مصادر تمويلية داخلية متمثلة في الأموال الخاصة والقدرة على التمويل الذاتي، وأخرى خارجية متمثلة في القروض بنوعها الطويلة والقصيرة الأجل. لذلك فإن قرار التمويل يعد من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة المالية في المؤسسة كما أنه من أعقد القرارات التي تواجه المؤسسة في حالة عدم توفيقها في اختيار المصادر التمويلية المناسبة مما يجعلها تتكبد خسائر كبيرة وتكاليف مرتفعة تؤدي بها إلى عدم القدرة على السداد.

المطلب الأول: دراسة تطور الأموال الخاصة في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

من خلال الإطلاع على القوائم المالية للمؤسسة نلاحظ في جانب الخصوم من ميزانيتها المالية أن الأموال الخاصة تساهم بنسبة كبيرة في تمويل أصول المؤسسة خلال فترة الدراسة الممتدة من 2009 إلى غاية 2018.

أولاً: مساهمة الأموال الخاصة في تمويل أصول المؤسسة محل الدراسة

عادة ما تعتمد أي مؤسسة على أموالها الخاصة وقدرتها على التمويل الذاتي كمصدر أولي لتمويل أصولها، حيث يعبر هذا المؤشر عن مدى مساهمة الملاك في تمويل الأصول الثابتة، إذ أن ارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على الاستقلالية المالية للمؤسسة، مما يحقق لها نوع من الأمان، وقدرة أكبر على التوسع في الاقتراض مستقبلاً.

الجدول رقم (1-1): تطور نسبة الأموال الخاصة إلى الأموال الدائمة في مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009 - 2018)

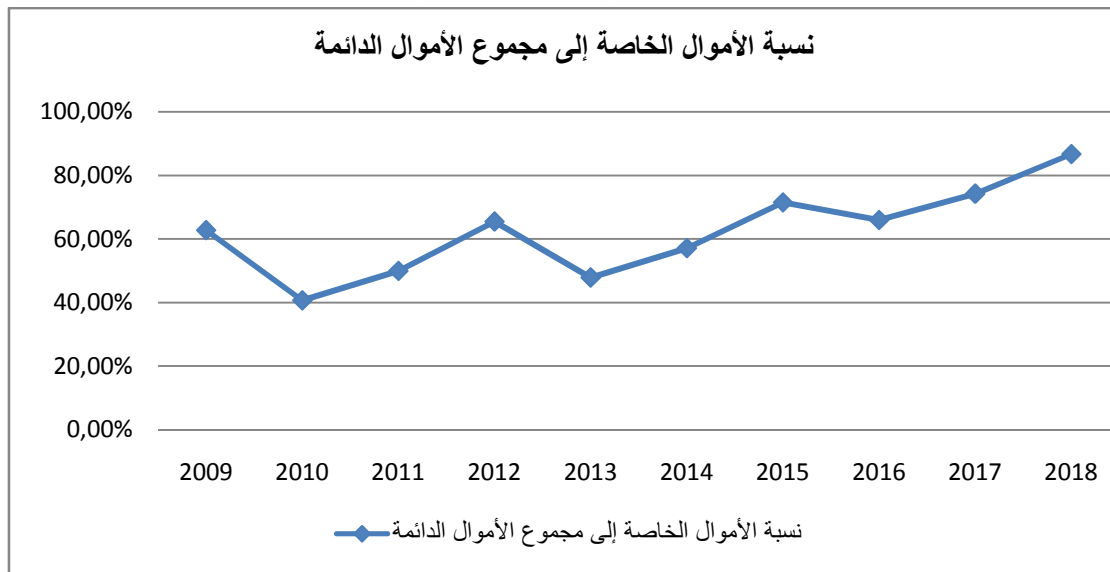
الوحدة : د.ج.

السنوات	الأموال الخاصة	الأموال الدائمة	نسبة الأموال الخاصة إلى مجموع الأموال الدائمة
2009	58978240,94	93994682,31	62,74%
2010	67926590,94	166943032,3	40,68%
2011	78879883,94	157987812,8	49,92 %
2012	96127339,94	146835268,8	65,46%
2013	111702743,6	233318939,1	47,87%
2014	112517894,6	197152913,5	57,07%
2015	115060940,7	160929388,5	71,49%
2016	124539892	188919388	65,92%
2017	134970408	181835736	74,22%
2018	171274633	197596557	86,67%

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2018. يظهر من خلال الجدول أن التمويل بواسطة الأموال الخاصة يحتل حيزا هاما وكبيرا ضمن الموارد الدائمة للمؤسسة، حيث قدر المتوسط خلال فترة الدراسة بـ 62.20 %، إذ بلغت نسبة الأموال الخاصة من مجموع الأموال الدائمة 62.74 % سنة 2009، ثم انخفضت في السنة الموالية حيث قدرت بـ 40.68 %، لترتفع مرة أخرى سنتي 2011 و 2012 بنسبة 49.92% و 65.46% على التوالي، لتتخف مرة أخرى في 2013 بنسبة 47.87% لتعاود الارتفاع مجددا سنتي 2014 و 2015 بنسبة 57.07% و 71.49% على التوالي، لتعاود الانخفاض بعدها بنسبة 65.92% في 2016، ثم ارتفعت في 2017 بنسبة قدرت بـ 74.22% واستمرت في الارتفاع في السنة الموالية لتبلغ نسبة الأموال الخاصة إلى مجموع الموارد الدائمة أعلى قيمة لها بنسبة 86.67% خلال سنة 2018، وبالتالي فإن الأموال الخاصة شكلت تقريبا كل الأموال الدائمة لمؤسسة "عياشي سعيد". والشكل التالي يوضح أكثر مساهمة الأموال الخاصة في تشكيل الموارد الدائمة.

الشكل رقم (3-3): تطور نسبة الأموال الخاصة إلى الأموال الدائمة في مؤسسة "عياشي سعيد" خلا الفترة (2009-2018)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (1-1).

ثانيا: تركيبة الأموال الخاصة في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

إن تركيبة الأموال الخاصة تتميز بالتنوع وهذا راجع إلى تنوع مصادرها، فمنها ما يتم خلقه داخل المؤسسة ومنها ما يتم أخذه من الملاك مباشرة. والجدول الموالي يبين تركيبة الأموال الخاصة في المؤسسة محل الدراسة.

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

الجدول رقم (1-2): تركيبة الأموال الخاصة لمؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)

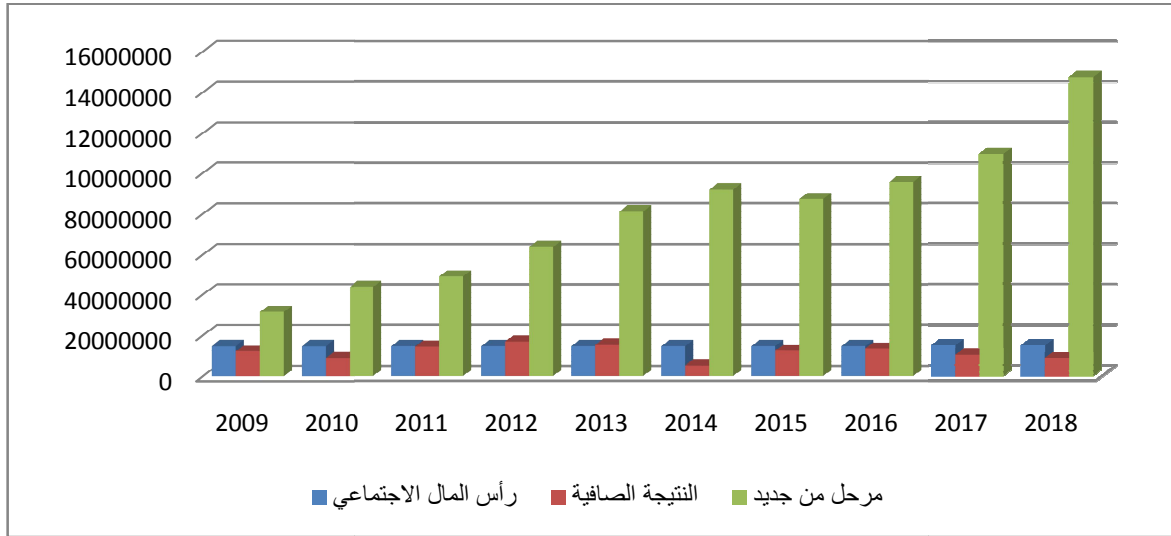
الوحدة: دج

السنوات	رأس المال الاجتماعي	النتيجة الصافية	مرحل من جديد
2009	15000000	12344420,9	31633820,04
2010	15000000	8948350	43978240,94
2011	15000000	14731500	49148383,94
2012	15000000	17247456	63879883,94
2013	15000000	15575403,67	81127339,94
2014	15000000	5467200	92050694,61
2015	15000000	12529621,97	87531318,71
2016	15000000	13762774	95777118
2017	15000000	10430515	109539892
2018	15000000	8780737	147493895

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال الفترة (2009-2018).

من الجدول نلاحظ بأنه خلال الفترة 2009-2018 لم تتغير تركيبة الأموال الخاصة حيث ضمت كل من رأس المال الاجتماعي والذي بقي ثابتا خلال فترة الدراسة، النتيجة الصافية والتي تتغير صعودا وهبوطا حسب ما حققته مؤسسة "عياشي سعيد" من عوائد عن نشاطها، والمرحل من جديد والذي يتغير هو الآخر من سنة لأخرى، والشكل التالي يوضح ما تم التطرق إليه سابقا.

الشكل رقم (3-4): تركيبة الأموال الخاصة في مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (1-2).

من الشكل نلاحظ بأن رأس المال الاجتماعي تميز بالثبات خلال فترة الدراسة وقدر بـ 15000000 دج حيث لم تقم المؤسسة برفعه أو خفضه، وهذا راجع إلى غياب أي إصدار جديد من أجل المحافظة على الاستقلالية المالية للمؤسسة، كما نلاحظ غياب الاحتياطات في مؤسسة "عياشي سعيد" أي أنها لا تبدي أي اهتمام بالاحتياطات باستثناء الاحتياطي القانوني فهو إجباري على كل مؤسسة. في حين نلاحظ بأن الأموال الخاصة تضم كل من النتيجة الصافية والمرحل من جديد والتي تتغير قيمها تبعاً للتغيرات التي تحدث في نشاط المؤسسة في كل سنة.

ثالثاً: قدرة التمويل الذاتي في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

تعتبر قدرة التمويل الذاتي عن قدرة المؤسسة في تمويل نشاطها بنفسها دون اللجوء إلى الاقتراض، ويعتبر التمويل الذاتي من أهم المصادر التمويلية التي يمكن أن تعتمد عليها المؤسسة نظراً للامتيازات التي يمنحها لها. حيث تولي له مؤسسة "عياشي سعيد" أهمية بالغة وتسعى إلى تعزيزه باستمرار، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{قدرة التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الصافية} + \text{الإهلاكات} + \text{المؤونات}$$

الجدول رقم (1-3): تطور قدرة التمويل الذاتي لمؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)

الوحدة: دج

السنوات	النتيجة الصافية	مخصصات والمؤونات	الإهلاكات	قدرة التمويل الذاتي
2009	12344420,9	16749501,24		29093922,14

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

26491223,53	17542873,53	8948350	2010
34428336,9	19696836,9	14731500	2011
41610999,08	24363543,08	17247456	2012
44329361,81	28753958,14	15575403,67	2013
63788160,21	58320960,21	5467200	2014
70139021,97	57609400	12529621,97	2015
75171690	61408916	13762774	2016
76631924	66201409	10430515	2017
74471670	65690933	8780737	2018

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال الفترة (2009-2018).

من خلال الجدول نلاحظ أن قدرة التمويل الذاتي قدرت ب 29093922.14 دج خلال سنة 2009، وفي السنة الموالية تراجعت قيمتها حيث بلغت 26491223.53 دج، وهذا الانخفاض في قدرة التمويل الذاتي سببه الانخفاض الذي حصل في قيمة النتيجة الصافية على الرغم من أن مخصصات الإهلاك والمؤونات سجلت ارتفاعا طفيفا في قيمتها، إذ قدر الانخفاض في قدرة التمويل الذاتي ب 2602698.61 دج مقارنة بسنة 2009.

شهدت قدرة التمويل الذاتي ارتفاعا ملحوظا في قيمتها في السبع سنوات الأخيرة ابتداء من سنة 2011 إلى غاية سنة 2017، وهذا راجع إلى التحسن في قيمة النتيجة الصافية للمؤسسة محل الدراسة بالدرجة الأولى وأيضا إلى ارتفاع قيمة مخصصات الإهلاك والمؤونات، حيث سجلت أعلى قيمة لقدرة التمويل الذاتي سنة 2017 بقيمة قدرها 76631924 دج. كما نلاحظ أيضا أنه على الرغم من انخفاض قيمة النتيجة الصافية سنة 2014 والتي قدرت ب 5467200 دج، إلا أنها سجلت ارتفاعا في قيمة قدرة التمويل الذاتي حيث قدرت قيمة الانخفاض ب 10108203.67 بالمقارنة مع السنة السابقة لها، وهذا راجع إلى تغطية مخصصات الإهلاك والمؤونات للانخفاض الحاصل في قيمة النتيجة الصافية، حيث قدرت قيمة مخصصات الإهلاك والمؤونات ب 58320960.21 دج (تقريبا ضعف قيمة السنة السابقة لها).

أما في السنة الأخيرة 2018 نلاحظ انخفاض في قيمة قدرة التمويل الذاتي نتيجة انخفاض النتيجة الصافية، حيث قدرت قيمته ب 74471670 دج، وبلغ مقدار الانخفاض 2160254 دج بالمقارنة مع سنة 2017.

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

المطلب الثاني: دراسة تطور أموال الاستدانة في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

تلجأ المؤسسة إلى تمويل مختلف احتياجاتها عن طريق اللجوء إلى مصادر خارجية متمثلة في أموال الاستدانة في حالة عدم كفاية الأموال الخاصة التي تعتمد عليها في تمويل احتياجاتها المختلفة، سواء كانت هذه المصادر التمويلية طويلة أو قصيرة الأجل، حيث كان معدل الضريبة على أرباح المؤسسة خلال الفترة (2009-2016) 17%، أما في سنة 2017 و 2018 قدر بـ19% أما معدل الفائدة فقد قدر بـ5.5% خلال مدة الدراسة.

أولاً: مساهمة أموال الاستدانة في تشكيل مجموع الموارد الدائمة في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

تعتبر هذه النسبة عن المدى الذي تساهم به المصادر الخارجية في تمويل الاستخدامات الثابتة لمؤسسة "عياشي سعيد"، حيث تمتاز الديون بانخفاض تكلفتها مقارنة مع تكلفة الأموال الخاصة كما أنها تحقق وفورات ضريبية، لكن هذا لا يمنع من تعرض المؤسسة لخطر الإفلاس في حالة زيادة الاعتماد على الديون. حيث أن زيادة هذه الأخيرة تحمل المؤسسة التزامات أكثر تجعلها غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها وتسديد ديونها، والجدول الموالي يوضح مدى مساهمة أموال الاستدانة في مؤسسة "عياشي سعيد" في تشكيل مجموع الموارد الدائمة كما يلي.

الجدول رقم (1-4): تطور نسبة الديون إلى مجموع الموارد الدائمة لمؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)

الوحدة: دج

السنوات	إجمالي الديون المالية	مجموع الموارد الدائمة	نسبة الديون إلى مجموع الموارد الدائمة
2009	35016441,37	93994682,31	37,25%
2010	99016441,37	166943032,3	59,31%
2011	79107928,87	157987812,8	50,07%
2012	50707928,87	146835268,8	34,53%
2013	121616195,4	233318939,1	52,12%
2014	84635018,89	197152913,5	42,92%
2015	45868447,83	160929388,5	28,50%
2016	64379496	188919388	34,07%

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

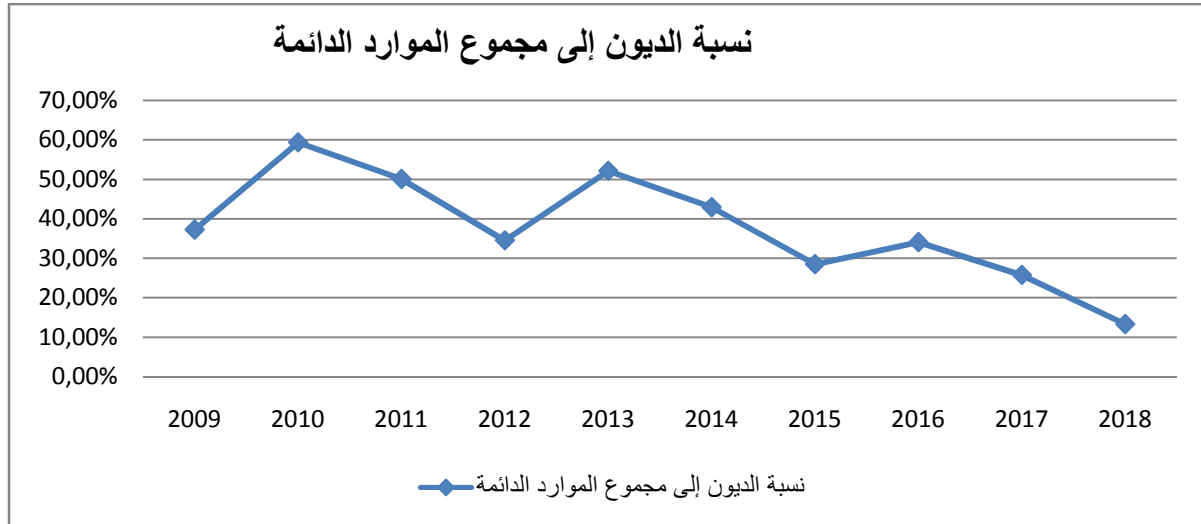
25,77%	181835736	46865328	2017
13,32%	197596557	26321924	2018

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال الفترة (2009-2018).

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن مؤسسة "عياشي سعيد" لا تعتمد على الاقتراض بشكل كبير، حيث سجلت سنة 2009 نسبة 37.25 % من الديون إلى مجموع الموارد الدائمة، وفي السنة التي تليها ارتفعت نسبة الديون إلى مجموع الموارد الدائمة حيث بلغت ذروتها بنسبة 59.31%، وهذا راجع إلى عدم كفاية الموارد الداخلية للشركة خلال سنة 2010 من أجل تمويل نشاطها الاستغلالي. لتتخفف بعدها هذه النسبة في السنتين الموالتين حيث بلغت 50.07% و 34.53% على التوالي. لتعاود الارتفاع في 2013 بنسبة 52.12% ، لتتخفف مرة أخرى في السنتين الموالتين بنسبة 42.92% و 28.50% على التوالي، لتعاود الارتفاع بعدها بنسبة ضئيلة قدرت ب 34.07% خلال سنة 2016 بفارق 5.57% عن سنة 2015، ثم انخفضت مرة أخرى في السنتين الأخيرتين لتبلغ أدنى نسبة لها في السنة الأخيرة بمعدل 13.32% .

من خلال ما سبق نلاحظ أن المؤسسة محل الدراسة تعتمد على الأموال الخاصة في تمويل احتياجاتها بشكل كبير، وفي المقابل نجد أنها تعتمد بنسبة ضئيلة على أموال الاستدانة حيث بلغ متوسط نسبة الديون إلى مجموع الأموال الدائمة نسبة 37.78% خلال فترة الدراسة الممتدة من 2009 إلى غاية 2018. والشكل التالي يوضح بشكل أفضل مساهمة الديون المالية في التمويل الدائم للمؤسسة.

الشكل رقم (3-5): تطور نسبة الديون في تشكيل الموارد الدائمة لمؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2018-2009)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (1-4).

ثانيا: تركيبة أموال الاستدانة لمؤسسة "عياشي سعيد"

تتكون ديون المؤسسة من قروض متوسطة وطويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل.

أ- الديون طويلة الأجل: ويمكن توضيحها من خلال الجدول الموالي:

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

الجدول رقم (1-5): تطور نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون داخل مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)

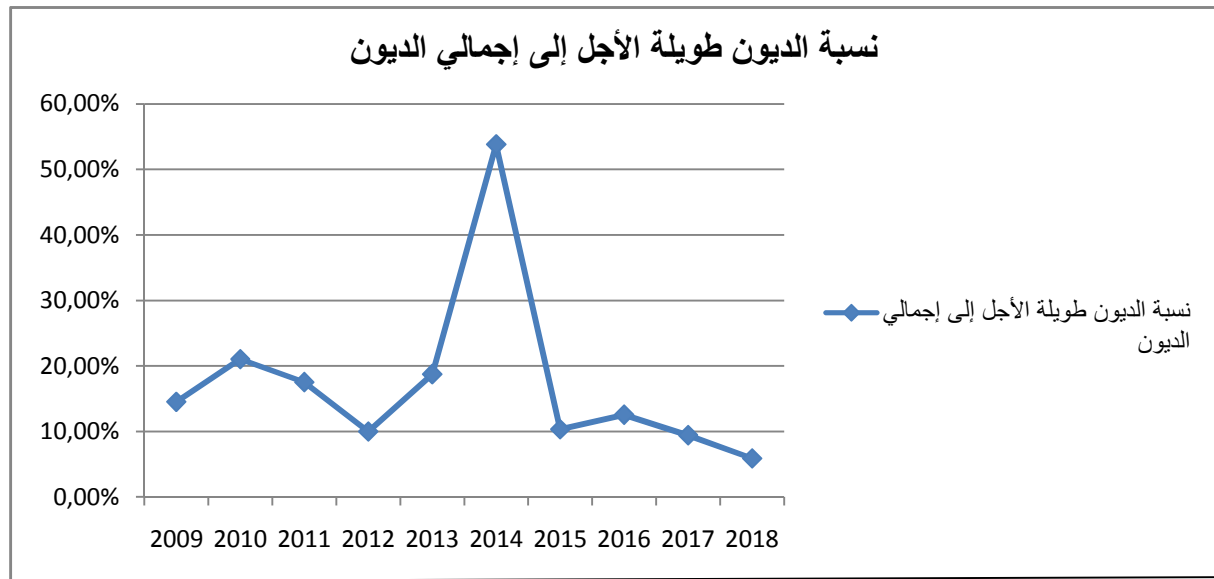
الوحدة: دج

السنوات	ديون طويلة الأجل	إجمالي الديون	نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون
2009	35016441,37	241387997,5	14,50%
2010	99016441,37	470962305,8	21,02%
2011	79107928,87	451781088,9	17,51%
2012	50707928,87	508960245,8	9,96%
2013	121616195,4	649281016,3	18,73%
2014	84635018,89	157291640,9	53,80%
2015	45868447,83	444951949,7	10,30%
2016	64379496	513005589	12,54%
2017	46865328	497945224	9,41%
2018	26321924	448034834	5,87%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال الفترة (2009-2018).

بالاعتماد على الجدول السابق نلاحظ أن المؤسسة محل الدراسة لا تعتمد بشكل كبير على الديون طويلة الأجل، حيث نلاحظ تذبذب في الاعتماد على هذه الأخيرة أي أن نسبتها لا تمثل حصة في الهيكل المالي للمؤسسة، إذ قدرت النسبة المتوسطة للديون طويلة الأجل من إجمالي الديون المالية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2018 ب 17.36% وهي نسبة ضئيلة جدا. وقد سجلت المؤسسة أعلى نسبة لها في الاعتماد على الديون طويلة الأجل سنة 2014 بنسبة 53.80%، وبقيت في انخفاض وارتفاع في السنوات اللاحقة لكن بنسب ضئيلة جدا لتسجل في السنة الأخيرة (2018) أدنى قيمة لها والتي قدرت ب 5.87% وهي نسبة ضئيلة جدا ، وبالتالي نستنتج أن هذه المؤسسة تنوي التخلي على الديون طويلة الأجل والاعتماد على الأموال الخاصة من مجموع الموارد الدائمة في تمويل استثماراتها. والشكل الموالي يوضح ذلك.

الشكل رقم (3-6): نسبة تطور الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون داخل مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (1-5).

ب- الديون قصيرة الأجل: ويمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (1-6): تطور نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الديون داخل مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)

الوحدة: دج

السنوات	ديون قصيرة الأجل	إجمالي الديون	نسبة الديون قصيرة الأجل من إجمالي الديون
2009	206371556,2	241387997,5	85,49%
2010	371945864,4	470962305,8	78,97%
2011	372673160,1	451781088,9	82,48%
2012	458252317	508960245,8	90,03%
2013	527664820,8	649281016,3	81,26%
2014	72656621,98	157291640,9	46,19%
2015	399083501,9	444951949,7	89,69%
2016	448626093	513005589	87,45%
2017	451079896	497945224	90,58%

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

2018	421712910	448034834	94,12%
------	-----------	-----------	--------

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال الفترة (2009-2018).

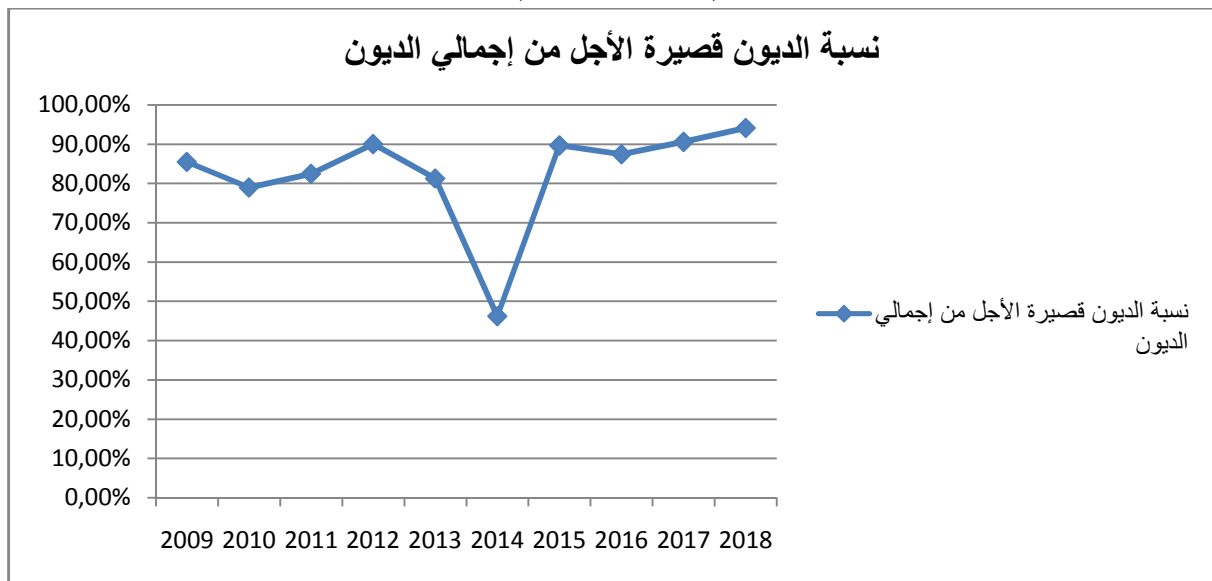
بالاعتماد على الجدول السابق نلاحظ أن مؤسسة "عياشي سعيد" تعتمد بشكل كبير جدا على الديون قصيرة الأجل، حيث أن هذه الأخيرة سجلت نسب مرتفعة جدا بالنسبة إلى إجمالي الديون المالية وكانت هذه النسب في ارتفاع وانخفاض مستمر من سنة إلى أخرى، حيث سجلت أدنى قيمة لها خلال سنة 2014 بنسبة 46.19%، وقد شهدت خلال السنتين الأخيرتين تسجيل أعلى النسب حيث بلغت الذروة في آخر سنة لها (2018) بنسبة 94.12% بفارق 3.54% عن سنة 2017.

من خلال ما سبق نستنتج أن المؤسسة محل الدراسة تعتمد بشكل كبير جدا على الديون قصيرة الأجل بمتوسط قدره 82.62% من إجمالي الديون المالية، وبالتالي فالمؤسسة تقوم بتمويل دورة استغلالها بالاعتماد على الديون قصيرة الأجل لما تتميز به هذه الأموال من سهولة الحصول عليها إضافة إلى قصر مدتها على عكس الديون طويلة الأجل التي يلقي المستثمرون صعوبة كبيرة في الحصول عليها.

والشكل الموالي يوضح ما سبق التطرق إليه حول نسبة تطور الديون قصيرة الأجل في المؤسسة محل

الدراسة:

الشكل رقم (3-7): نسبة تطور الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الديون داخل مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (1-6).

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

المطلب الثالث: نسب الرافعة المالية

يكمن الهدف من حساب هذه النسبة في معرفة مدى اعتماد مؤسسة "عياشي سعيد" على الديون في تمويل أصولها، ومعرفة ما إذا كانت قادرة على سداد الفوائد المترتبة عنها.

أولاً: نسبة الرافعة المالية

تقيس هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على الديون، حيث يعتبر ارتفاع هذه النسبة مؤشراً سلبياً، فكلما ارتفعت هذه النسبة ارتفعت معها تكلفة القروض بنسبة أكبر ويعود السبب في ذلك إلى زيادة مصروفات الفوائد على تلك القروض، أما انخفاضها فهو يدل على إمكانية المؤسسة المالية على تمويل استثماراتها والوفاء بالتزاماتها. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الرافعة المالية} = \frac{\text{إجمالي الديون طويلة الأجل}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100$$

والجدول الموالي يوضح نسب الرافعة المالية كما يلي:

الجدول رقم (1-7): تطور نسب الرافعة المالية في مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2018-2009)

الوحدة: دج

السنة	الديون المالية طويلة الأجل	الأصول	نسبة الرافعة المالية
2009	35016441,37	300366238,5	11,65%
2010	99016441,37	538888896,7	18,37%
2011	79107928,87	530660972,9	14,90%
2012	50707928,87	605087585,8	8,38%
2013	121616195,4	760983759,9	15,98%
2014	84635018,89	269809535,5	31,36%
2015	45868447,83	560012890,4	8,19%
2016	64379496	637545482	10,09%
2017	46865328	632915633	7,40%
2018	26321924	619309468	4,25%

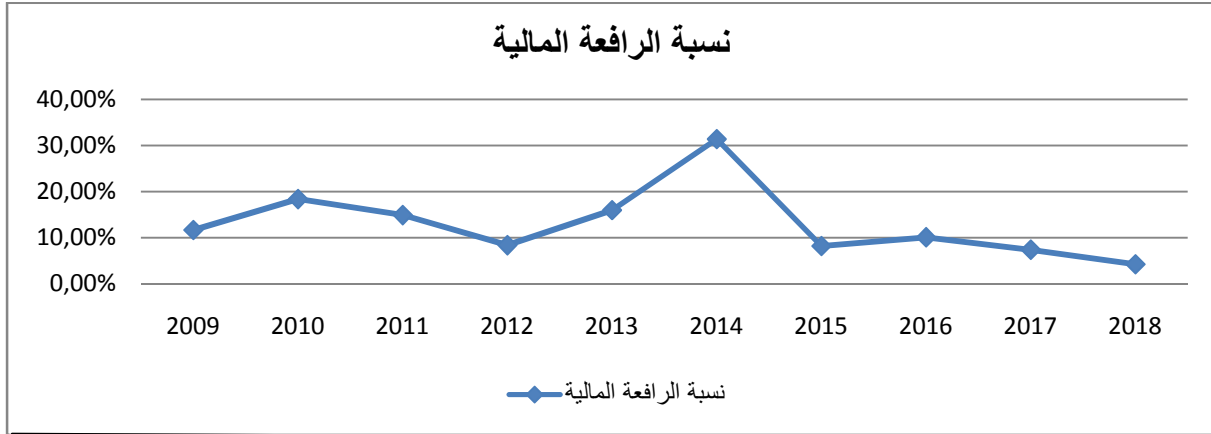
المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال الفترة (2018-2009).

من خلال النتائج المتوصل إليها يمكن القول أن مؤسسة "عياشي سعيد" تعتمد في تمويل أصولها على المصادر الخارجية بنسبة ضئيلة جداً، وعلى نسبة كبيرة من الأموال الخاصة. وهذه النسبة بلغت ذروتها

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

سنة 2014 (إنتاج منتج جديد المتمثل في المونوكوش) بنسبة 31.36% ثم تراجعت هذه النسبة في السنة التي تليها وقد سجلت في آخر سنتين أدنى قيمها خاصة في سنة 2018 حيث بلغت نسبتها 4.25%. وبالتالي فإن هذا الانخفاض الحاصل في نسب الرافعة المالية مؤشر جيد يدل على إمكانية المؤسسة على تمويل استثماراتها والقدرة على الوفاء بالتزاماتها المالية، أما في حالة ارتفاع معدلات الضرائب فإنه من مصلحة مؤسسة "عياشي سعيد" الرفع من الاعتماد على الديون بنسب أكبر وهو ما يعبر على نسبة رافعة مالية أعلى وذلك لتحقيق وفورات ضريبية ناتجة عن خصم أعباء فوائد القروض من النتيجة قبل احتساب مبلغ الضريبة، ومن جهة أخرى تتخفف النتيجة الجبائية للمؤسسة، وبالتالي انخفاض قيمة الضرائب على أرباح الشركات المستحقة الدفع، وهنا تكمن ميزة التمويل بالاستدانة على حساب الأموال الخاصة .
 . والشكل الموالي يوضح التغير في نسبة الرافعة المالية كما يلي.

الشكل رقم (3-8): نسب الرافعة المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (1-7).

ثانيا: نسبة الديون إلى حقوق الملكية: تشير هذه النسبة إلى مدى قدرة أموال المؤسسة على تغطية الفوائد المترتبة عن اقتراضها، سواء كانت طويلة أو قصيرة الأجل، وهي تحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الديون إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{مجموع الديون طويلة وقصيرة الأجل}}{\text{مجموع حقوق الملكية}} \times 100$$

الجدول رقم (1-8): تطور نسبة الديون إلى حقوق الملكية في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة (2009-2018)

الوحدة: دج

السنة	الديون المالية	حقوق الملكية	نسبة الديون إلى حقوق الملكية
2009	35016441,37	58978240,94	59,37%
2010	99016441,37	67926590,94	145,76%

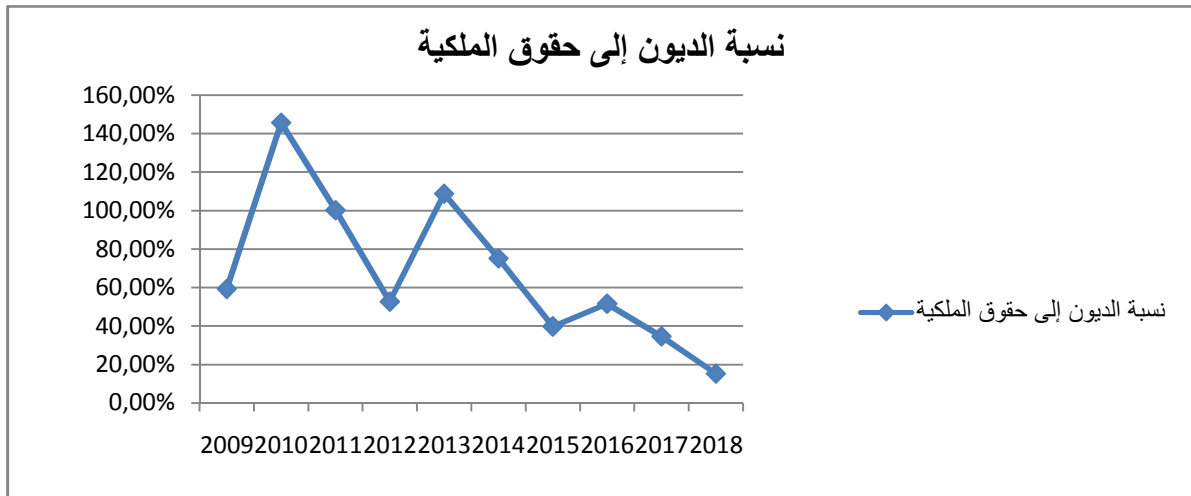
الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

100,28%	78879883,94	79107928,87	2011
52,75%	96127339,94	50707928,87	2012
108,87%	111702743,6	121616195,4	2013
75,21%	112517894,6	84635018,89	2014
39,86%	115060940,7	45868447,83	2015
51,69%	124539892	64379496	2016
34,72%	134970408	46865328	2017
15,36%	171274633	26321924	2018

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال الفترة (2018-2009).

اعتمادا على الجدول السابق نلاحظ أن نسبة الديون إلى حقوق الملكية خلال سنة 2009 بلغت 59.37%، ثم ارتفعت بشكل ملحوظ في السنة الموالية حيث بلغت الذروة بنسبة 145.76%، وبالتالي فإن المؤسسة خلال سنة 2010 لم تكن قادرة على تغطية ديونها والفوائد المترتبة عنها. وفي السنتين الموالتين انخفضت بشكل ملحوظ حيث بلغت هذه النسبة 75.21%، 39.86% على التوالي، ثم ارتفعت مرة أخرى سنة 2016 بنسبة 51.69% لتعاود الانخفاض في آخر سنتين لتحقيق أدنى قيمة لها في سنة 2018، وهذا مؤشر إيجابي ودليل على أن المؤسسة قادرة على التحكم في ديونها وتغطية فوائدها في المستقبل. ولهذا يجب على المؤسسة محل الدراسة اتخاذ قرار التخفيض من نسبة الديون إلى حقوق الملكية، وذلك إلى أدنى نسبة قد تصل إليها من أجل الحفاظ على استمرارية المؤسسة وتحقيق ربحية أكبر.

الشكل رقم (3-9): نسبة الديون إلى حقوق الملكية في مؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (1-8).

المبحث الثالث: دراسة تحليلية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط (2009-2018)

من أجل معرفة أثر قرار التمويل على ربحية المؤسسة الاقتصادية، قمنا أولاً بدراسة تحليلية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" من خلال حساب عدة مؤشرات تقيس ربحيتها، وذلك بالاعتماد على النتائج الفعلية المحققة من طرف المؤسسة محل الدراسة بالإطلاع على الوثائق الداخلية لها والمتمثلة في القوائم المالية للمؤسسة في الفترة (2009-2018)، ثم قمنا بالرفع من قيمة الديون من خلال وضع سيناريو افتراضي لنسب مرتفعة من الديون على حساب الأموال الخاصة والقيام بحساب مؤشرات الربحية بغية معرفة أثر قرار التمويل بالاستدانة على ربحية المؤسسة في ظل الرفع من قيمة الديون.

المطلب الأول: تحليل أثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

لمعرفة أثر قرار التمويل الفعلي على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط بالاعتماد على النتائج الفعلية المحققة، لابد من دراسة مجموعة من المؤشرات ذات العلاقة بالتمويل الداخلي والخارجي للمؤسسة خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2018، وذلك وفق المؤشرات التالية:

أولاً: المردودية الاقتصادية: تقيس المردودية الاقتصادية الفعالية في استخدام الأصول الموضوعة تحت تصرف المؤسسة، كما تعبر عن قدرة المؤسسة في تحقيق الأرباح من بيع منتجاتها في السوق، وتقاس من خلال حساب نتيجة الاستغلال. ويطلق عليها أيضاً اسم المردودية الإجمالية للاستغلال لأنها تتحقق قبل إهلاك العمليات المالية وعمليات التوزيع، ولقرار التمويل في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط أثر على ربحية المؤسسة، وهذا ما يوضحه الجدول أدناه، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \text{نتيجة الاستغلال} / (\text{الأموال الخاصة} + \text{الديون})$$

الجدول رقم (1-9): تطور المردودية الاقتصادية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة (2009-2018)

الوحدة: دج

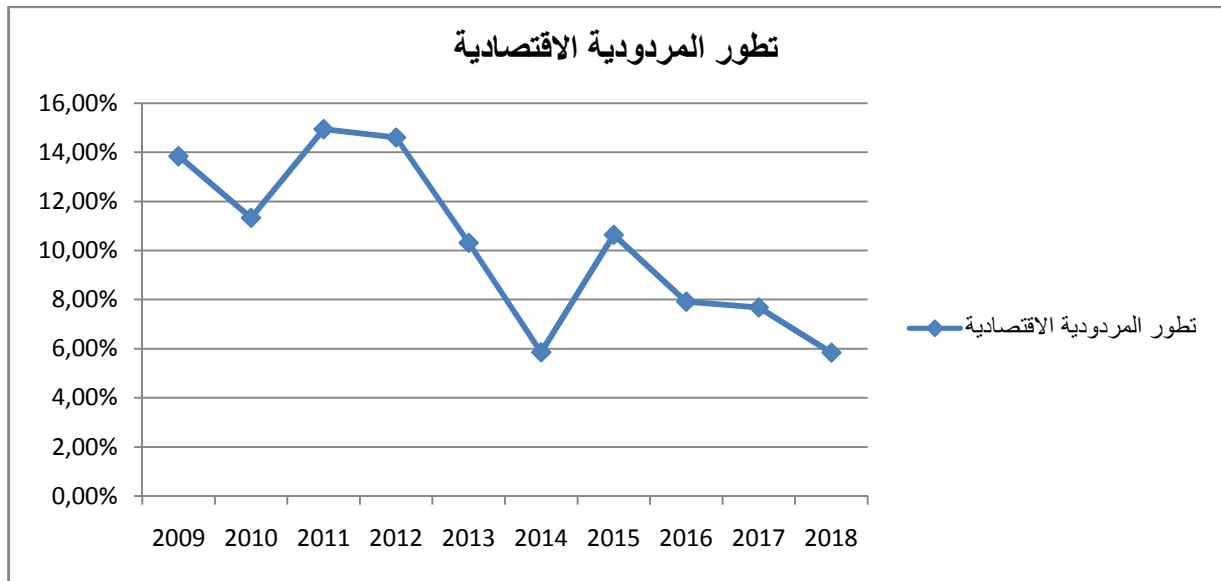
السنة	رقم الأعمال	الأموال الخاصة	الديون	نتيجة الاستغلال	المصاريف المالية	المردودية الاقتصادية
2009	148881335	58978240,94	35016441,37	13015353,91	1925904,275	13,84 %
2010	169735311,5	67926590,94	99016441,37	18915798,43	5445904,275	11,33 %
2011	241499544,1	78879883,94	79107928,87	23608609,05	4350936,088	14,94 %
2012	316672214,1	96127339,94	50707928,87	21450977,92	2788936,088	14,60 %
2013	282705792,7	111702743,6	121616195,4	24058650,77	6688890,749	10,31 %

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

2014	234356986,9	112517894,6	84635018,89	11543252,46	4654926,39	5,85 %
2015	242945498,8	115060940,7	45868447,83	17129106,12	2522764,631	10,64 %
2016	266863691	124539892	64379496	14948852	3540872,28	7,91 %
2017	189645721	134970408	46865328	13976353	2577593,04	7,68 %
2018	167252138	171274633	26321924	11545753	1447705,82	5,84 %

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال الفترة (2018-2009).

الشكل رقم (3-10): تطور المردودية الاقتصادية في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة (2018-2009)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (1-9).

من خلال الشكل يظهر لنا بأن المردودية الاقتصادية لمؤسسة "عياشي سعيد" في حالة تذبذب من سنة لأخرى، حيث سجلت سنة 2011 أعلى نسبة لها بـ 14,94% وأدنى نسبة لها سنة 2018 بـ 5,84%، من الجدول نجد بأن الديون خلال الفترة 2018-2009 في حالة تذبذب وذلك من سنة إلى أخرى، حيث سجلت سنة 2013 أعلى قيمة لها بما يعادل 121616195,4 دج، في حين كانت أدنى قيمة لها سنة 2018 وذلك بما يعادل 26321924 دج، وهو ما يفسر اعتمادها المتزايد على أموالها الخاصة. كما سجلت الديون ارتفاعا خلال السنوات 2010، 2013، 2016 وهو ما قابله انخفاض في المردودية الاقتصادية خلال نفس السنوات.

نلاحظ أيضا من خلال الجدول أنه خلال فترات انخفاض الديون في مؤسسة "عياشي سعيد" في سنتي 2011 و 2015 هناك ارتفاع في معدل المردودية بـ 14,94% و 10,64% على التوالي، لكن خلال السنوات 2011، 2014، 2017، 2018 رغم انخفاض قيمة الديون بمؤسسة "عياشي سعيد" انخفضت

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

معها المردودية الاقتصادية ويعود السبب في ذلك لتراجع حجم نشاط المؤسسة وهو ما يعبر عنه انخفاض حجم رقم أعمالها.

عموما نخلص إلى وجود علاقة بين حجم ديون المؤسسة ومعدل المردودية الاقتصادية، حيث كلما ارتفع حجم الديون بالمؤسسة ترتفع معه مصاريف خدمة الدين وهو ما ينعكس سلبا على المردودية الاقتصادية لهذه المؤسسة، من خلال النتائج المتوصل إليها يمكننا القول بأن قرار الاستدانة يؤثر سلبا على المردودية الاقتصادية.

ثانيا: المردودية المالية: تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية، حيث أنها تحدد العلاقة بين النتيجة الصافية والأموال الخاصة وتحقيق نتيجة صافية إضافية تمكن المؤسسة من استعادة هذه الأموال، علما أن النتيجة الصافية تتأثر حصيلتها بكل من المصاريف المالية الناتجة عن خدمة الديون والوفورات الضريبية وتحسب بالعلاقة التالية :

$$\text{المردودية المالية} = (\text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}) \times 100$$

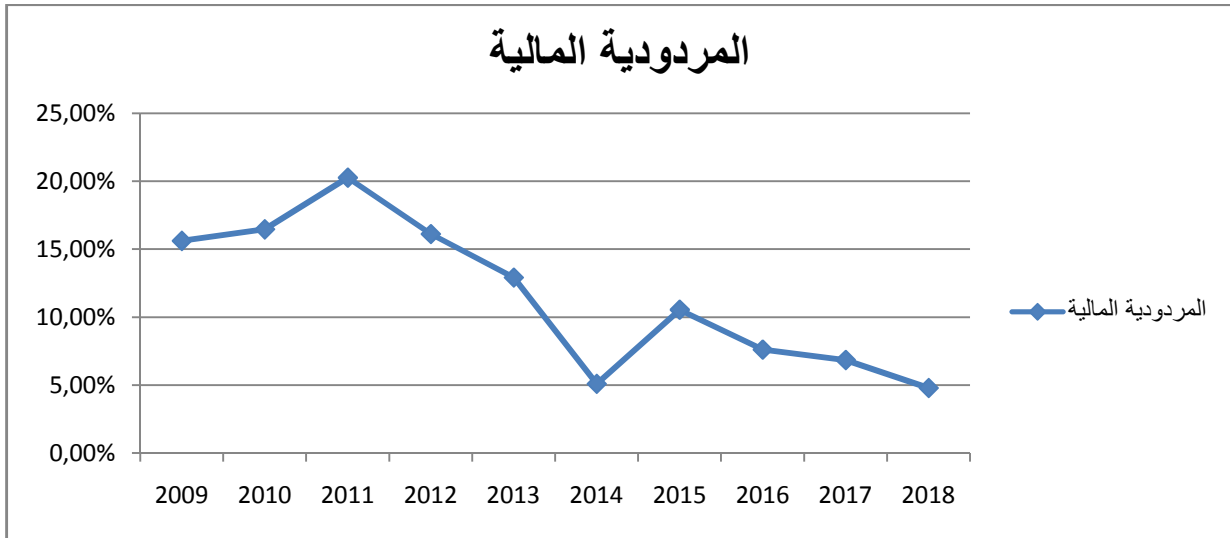
الجدول رقم (1-10): تطور المردودية المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة (2018-2009)

الوحدة:دج

السنوات	رقم الأعمال	الأموال الخاصة	الديون	النتيجة الصافية	المردودية المالية
2009	148881335	58978240,94	35016441,37	9204243.197	15.61%
2010	169735311,5	67926590,94	99016441,37	11180012.15	16.46%
2011	241499544,1	78879883,94	79107928,87	15983868.56	20.26%
2012	316672214,1	96127339,94	50707928,87	15489494.72	16.11%
2013	282705792,7	111702743,6	121616195,4	14416900.82	12.91%
2014	234356986,9	112517894,6	84635018,89	5717310.938	5.08%
2015	242945498,8	115060940,7	45868447,83	12123263.44	10.54%
2016	266863691	124539892	64379496	9468623.168	7.60%
2017	189645721	134970408	46865328	9232995.568	6.84%
2018	167252138	171274633	26321924	8179418.216	4.78%

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال الفترة (2018-2009).

الشكل رقم (3-11): تطور المردودية المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة (2018-2009)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (1-10).

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن المردودية المالية جيدة وفي تزايد مستمر خلال السنوات 2009، 2010 و 2011 بمعدلات 15.61%، 16.46%، 20.26%، على التوالي ويعود السبب في ذلك إلى زيادة النتيجة الصافية لمؤسسة "عياشي سعيد"، في مقابل ذلك نجد أنه في نفس الفترة هناك انخفاض في قيمة الديون مما أدى إلى تراجع مصاريف خدمة الدين .

أما خلال سنة 2014 والفترة (2016-2018) نلاحظ أن هناك انخفاض في المردودية المالية، بسبب تراجع النتيجة الصافية لمؤسسة "عياشي سعيد"، و يعود السبب في ذلك إلى ارتفاع الديون ومصاريف خدمتها من جهة وإلى تراجع حجم النشاط المعبر عنه برقم الأعمال من جهة ثانية، وذلك بسبب لجوء المؤسسة إلى استثمارات جديدة .

يمثل الفرق بين المردودية المالية والاقتصادية بعد الضريبة أثر الرفع المالي، حيث أن هذا الأخير يقيس تأثير القرارات المالية على المردودية الاقتصادية بمدى تأثر المردودية المالية بذلك. وذلك حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (1-11): أثر الرفع المالي في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة (2018-2009)

السنة	المردودية الاقتصادية	المردودية المالية	أثر الرفع المالي
2009	13.84%	15.61%	1.77%
2010	11.33%	16.46%	5.13%
2011	14.94%	20.26%	5.32%
2012	14.60%	16.11%	1.51%
2013	10.31%	12.91%	2.6%

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

2014	5.85%	5.08%	-0.77%
2015	10.64%	10.54%	-0.1%
2016	7.91%	7.60%	-0.31%
2017	7.68%	6.84%	-0.84%
2018	5.84%	4.78%	-1.06%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على الجدول رقم (1-9) والجدول رقم (1-10).

من خلال الجدول نميز حالتين لأثر الرفع المالي:

- حالة أثر الرفع المالي موجب: وتقابل الفترة من (2009-2011) وسنة 2013 التي تحقق فيها المؤسسة مردودية اقتصادية أكبر من تكلفة اللجوء للدين، والقرار المالي هنا يكون برفع معدلات الدين لما يخلقه من أثر ايجابي على المردودية المالية.
- حالة أثر الرفع المالي سالب: وتقابل الفترة من (2014-2018) والتي تحقق فيها المؤسسة مردودية اقتصادية أكبر من المردودية المالية، وبالتالي فإن الانخفاض في نسبة المردودية المالية يرجع إلى زيادة نسبة الاستدانة وهذا ما يخلق الأثر السلبي للرفع المالي.

ثالثا: معدل العائد على الموجودات: يقيس هذا المعدل مدى ربحية المؤسسة إلى نسبة إجمالي أصولها لتحقيق الأرباح و يتكون من موجودات المؤسسة (الديون وحقوق الملكية) التي تستخدم لتمويل عمليات المؤسسة، فكلما ارتفع معدل العائد على الموجودات كلما كان ذلك أفضل لأن المؤسسة تكسب المزيد من الأموال من خلال استثمارات أقل، ويحسب معدل العائد على الموجودات بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد على الموجودات} = \left(\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{مجموع الأصول}} \right) \times 100$$

الجدول رقم (1-12): تطور معدل العائد على الموجودات لمؤسسة "عياشي سعيد" خلال فترة (2009-2018)

الوحدة: دج

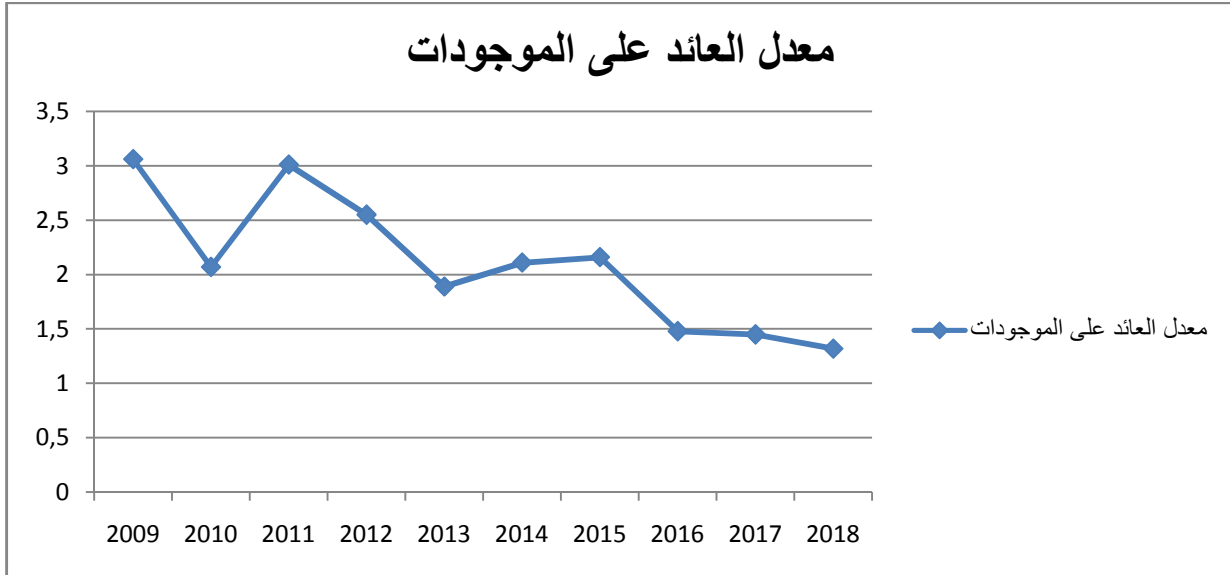
السنة	رقم الأعمال	مجموع الأصول	الديون	النتيجة الصافية	معدل العائد على الموجودات
2009	148881335	300366238,5	35016441,37	2904243.197	3.06%
2010	169735311,5	538888896,7	99016441,37	11180012.15	2.07%
2011	241499544,1	530660972,9	79107928,87	15983868.56	3.01%
2012	316672214,1	605087585,8	50707928,87	15489494.72	2.55%
2013	282705792,7	760983759,9	121616195,4	14416900.82	1.89%
2014	234356986,9	269809535,5	84635018,89	5717310.938	2.11%
2015	242945498,8	560012890,4	45868447,83	12123263.44	2.16%
2016	266863691	637545482	64379496	9468623.168	1.48%
2017	189645721	632915633	46865328	9232995.568	1.45%

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

1.32%	8179418.216	26321924	619309468	167252138	2018
-------	-------------	----------	-----------	-----------	------

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال الفترة (2009-2018).

الشكل رقم (3-12): معدل العائد على الموجودات للمؤسسة خلال الفترة(2009-2018)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (1-11).

من خلال الجدول السابق نلاحظ بأن معدل العائد على الموجودات موجب منخفض وفي حالة تذبذب وذلك من سنة لأخرى، حيث سجل خلال سنوات 2009، 2011، 2014، 2015 ارتفاعا في قيمته ليبلغ أعلى قيمة له بنسبة 3.06% سنة 2009 وأدنى قيمة سجلها هي 1.32% سنة 2018، والسبب في ذلك يعود إلى الانخفاض المستمر والمتوالي لقيمة الديون والمصاريف الناتجة عنها، وهو ما عمل على تحسين النتيجة الصافية للمؤسسة، ومنه أفضل قرار تتخذه الإدارة هنا من أجل تحقيق ربحية أكبر هو التقليل من الاعتماد على الديون على حساب حقوق الملكية.

رابعا: **المصاريف المالية:** تقيس المصاريف المالية القيمة الفعلية التي تدفعها المؤسسة على ديونها الحالية، وفي أغلب الأحيان تشير إلى تكلفة الدين قبل الضريبة، وتقوم المصاريف المالية أيضا بإعطاء فكرة للمستثمر عن المخاطر الناتجة عن التمويل والتي تواجهها المؤسسة مقارنة بالمؤسسات الأخرى التي تنشط في نفس مجالها، لأن المؤسسة التي تواجه مخاطر كبيرة عموما لها تكلفة دين أكبر وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{المصاريف المالية} = \text{معدل الفائدة} \times \text{قيمة الدين}$$

الجدول رقم(1-13): تطور المصاريف المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة(2009-2018)

الوحدة:دج

السنة	رقم الأعمال	الديون	معدل الفائدة	المصاريف المالية
2009	148881335	35016441,37	0,055	1925904,275
2010	169735311,5	99016441,37	0,055	5445904,275
2011	241499544,1	79107928,87	0,055	4350936,088
2012	316672214,1	50707928,87	0,055	2788936,088
2013	282705792,7	121616195,4	0,055	6688890,747
2014	234356986,9	84635018,89	0,055	4654926,039
2015	242945498,8	45868447,83	0,055	2522764,631
2016	266863691	64379496	0,055	3540872,28
2017	189645721	46865328	0,055	2577593,04
1018	167252138	26321924	0,055	1447705,82

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال الفترة (2009-2018).

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ بأن المصاريف المالية تتغير خلال سنوات الدراسة نتيجة التغير في قيمة الدين، حيث تشهد قيمتها ارتفاعا خلال 2010، 2013، 2016، مقارنة بالسنوات الأخرى، نتيجة ارتفاع قيمة الدين وانخفاض هذه المصاريف بسبب انخفاض قيمته.

لذلك فإن القرار المالي الذي تتخذه مؤسسة "عياشي سعيد" هو الرفع من الديون لزيادة المصاريف المالية في حالة وجود معدلات أعلى للضريبة للاستفادة من الوفورات الضريبية، وهو ما يسمح برفع مردوديتها المالية عكس حالة انخفاض معدلات الضريبة، فإنها سوف تعمل على خفض مديونيتها لأن وجود المصاريف المالية الكبيرة يعمل على تخفيض المردودية المالية .

خامسا: ربحية السهم ومقسوم الأرباح: يعبر مؤشر ربحية السهم عن قدرة المؤسسة على توزيع أرباح السنة المنتهية، وعلى تحقيق أرباح في المستقبل، حيث أن المؤسسة التي تعتمد على الديون في هيكلها المالي بصورة أقل تكون ربحية السهم فيها عالية مقارنة مع المؤسسة التي تعتمد بقدر كبير على الديون، فكلما كانت ربحية السهم عالية كلما كان أفضل. وتحسب ربحية السهم الواحد بالعلاقة التالية:

$$\text{ربحية السهم الواحد} = \frac{\text{صافي الربح بعد الفائدة و الضريبة}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

أما مقسوم الأرباح للسهم الواحد فيحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{مقسوم الأرباح للسهم الواحد} = \frac{\text{الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

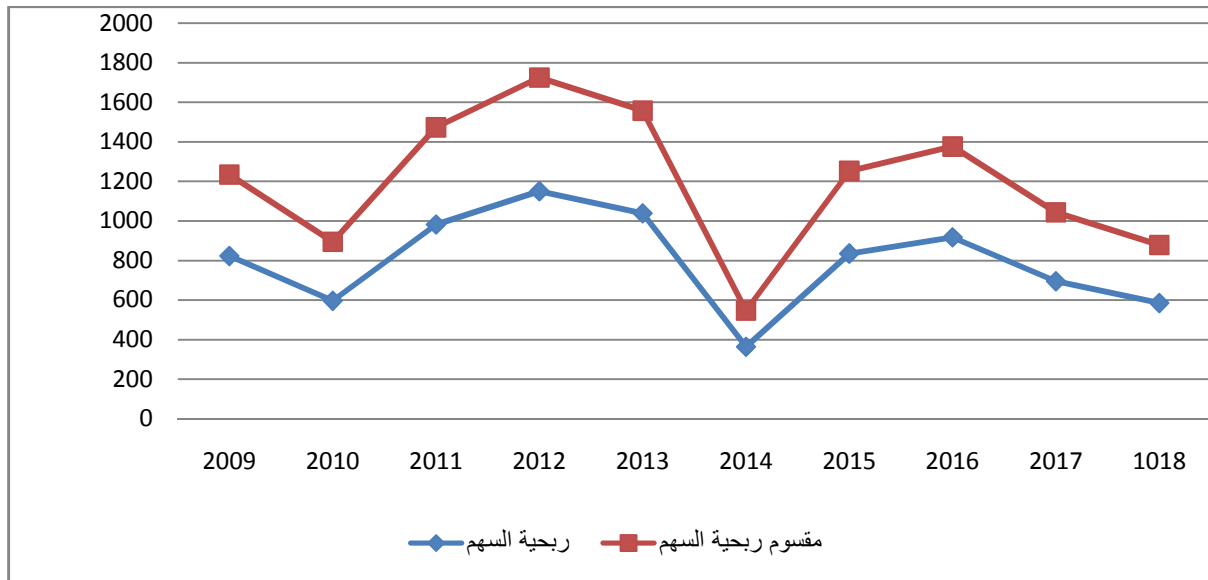
الجدول رقم (1-14): تطور ربحية السهم و مقسوم أرباح السهم لمؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة (2009-2018)

الوحدة: دج

السنة	رقم الاعمال	الديون	النتيجة الصافية	عدد الأسهم	ربحية السهم	توزيعات ربحية السهم	مقسوم ربحية السهم
2009	148881335	35016441,37	12344420,9	15000	822.96	6172210,45	411.48
2010	169735311,5	99016441,37	8948350	15000	596.55	4474175	298.27
2011	241499544,1	79107928,87	14731500	15000	982.1	7365750	491.05
2012	316672214,1	50707928,87	17247456	15000	1149.83	8623728	574.91
2013	282705792,7	121616195,4	15575403,67	15000	1038.36	7787701,835	519.18
2014	234356986,9	84635018,89	5467200	15000	364.48	2733600	182.24
2015	242945498,8	45868447,83	12529621,97	15000	835.30	6264810,985	417.65
2016	266863691	64379496	13762774	15000	917.51	6881387	458.75
2017	189645721	46865328	10430515	15000	695.36	5215257,5	347.68
1018	167252138	26321924	8780737	15000	585.38	4390368,5	292.69

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال الفترة (2009-2018).

الشكل رقم(3-13): ربحية السهم ومقسوم أرباح السهم لمؤسسة "عياشي سعيد" خلال الفترة (2009-2018)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (1-13).

من الجدول أعلاه نلاحظ بأن مؤشر ربحية السهم في مؤسسة "عياشي سعيد" كان متذبذب خلال 2009-2018 فقد بلغ أقصاه سنة 2012 بمقدار 1149.83 دج، في حين سجلت أدنى قيمة له سنة 2014 بما يعادل 364.48 دج، حيث نلاحظ أنه كلما تغيرت النتيجة الصافية بالارتفاع أو بالانخفاض

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

تغيرت معها ربحية السهم في نفس الاتجاه، ونعلم بأن النتيجة الصافية مثلما تم الذكر سابقا أنها تتغير عكسيا مع تغير الديون، وخلال فترة الدراسة (2009-2018) نلاحظ أنه كلما ارتفعت الديون انخفضت قيمة ربحية السهم باستثناء سنة 2014 أين انخفضت الديون وانخفضت معها ربحية السهم، وسنة 2016 حين ارتفعت الديون وارتفعت معها ربحية السهم، ويعود السبب في ذلك إلى التغيرات الحاصلة في نشاط المؤسسة (تغير رقم الأعمال) ارتفاعا وانخفاضا بالإضافة إلى الدخول في استثمار جديد (المونوكوش).

والقرار المالي هنا هو أنه يجب على مؤسسة "عياشي سعيد" التخفيض من قيمة الديون خلال سنوات 2010، 2014، 2017، 2018، من أجل الرفع من ربحية السهم، لكن في حالة ارتفاع الضرائب سوف تعمل المؤسسة عكس ذلك، حيث سوف ترفع من قيمة ديونها مما يؤدي إلى انخفاض ربحية السهم بالإضافة إلى استفادتها من الوفورات الضريبية.

وفيما يخص مقسوم الأرباح فإن المؤسسة محل الدراسة قامت بتوزيع 50% من أرباحها واحتجاز 50% الباقية لطبيعتها القانونية (شركة أشخاص).

من خلال ما تم عرضه سابقا تم التوصل إلى أن هناك تغييرات في قرار تمويل مؤسسة "عياشي سعيد" خاصة فيما يتعلق بالديون، هذا ما أدى بدوره إلى تحقيق تذبذبات في ربحية المؤسسة محل الدراسة.

المطلب الثاني: تحليل أثر قرار التمويل على ربحية المؤسسة (سيناريو الرفع من المصادر الخارجية)

من أجل معرفة كيفية تأثير المصادر الخارجية للتمويل على ربحية المؤسسة بصورة أوضح، ومن أجل التوصل إلى نتائج أكثر دقة حول العلاقة التي تربطها تم افتراض نسب مرتفعة للديون سنويا على حساب الأموال الخاصة وذلك من مجموع الخصوم فكانت النتائج المتوصل إليها كما يلي:

الجدول رقم (1-15): تطور نسبة الديون خلال الفترة (2009-2018)

الوحدة: دج

السنة	2009	2010	2011	2012	2013
نسبة الديون	5%	10%	20%	30%	40%
نسبة الأموال الخاصة	95%	90%	80%	70%	60%
رقم الأعمال	148881335	169735311,5	241499544,1	316672214,1	282705792,7
مجموع الأصول	300366238,5	538888896,7	530660972,9	605087585,8	760983759,9
مجموع الخصوم	300366238,5	538888896,7	530660972,9	605087585,8	760983759,9
الأموال الخاصة	285347926,5	485000007,1	424528778,3	423561310	456590255,9
الديون	15018311,92	53888889,67	106132194,6	181526275,7	304393504
نتيجة الإستغلال	13015353,91	18915798,43	23608609,05	21450977,92	24058650,77

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

16741642,72	9983945,165	5837270,702	2963888,932	826007,1558	المصاريف المالية
7317008,053	11467032,75	17771338,35	15951909,5	12189346,75	النتيجة الإجمالية
1829252,013	2866758,189	4442834,587	3987977,374	3047336,689	مبلغ الضريبة
4185410,679	2495986,291	1459317,675	740972,233	206501,7889	الوفورات الضريبية
5487756,039	8600274,566	13328503,76	11963932,12	9142010,066	النتيجة الصافية
3,16	3,54	4,44	3,51	4,33	المردودية الاقتصادية
1,20	2,03	3,13	2,46	3,20	المردودية المالية
-1.96	-1.51	-1.31	-1.05	-1.13	أثر الرفع المالي
0,72	1,42	2,51	2,22	3,04	معدل العائد على الموجودات
1038,36	1149,83	982,1	596,55	822,96	ربحية السهم
519,18	574,91	491,05	298,27	411,48	مقسوم أرباح السهم
40	30	20	10	5	نسبة الرافعة المالية
272,5	188,83	134,54	79,33	25,46	نسبة الديون إلى حقوق الملكية

تابع

2018	2017	2016	2015	2014	السنة
90%	80%	70%	60%	50%	نسبة الديون
10%	20%	30%	40%	50%	نسبة الأموال الخاصة
167252138	189645721	266863691	242945499	234356987	رقم الأعمال
619309468	632915633	637545482	560012890	269809536	مجموع الأصول
619309468	632915633	637545482	560012890	269809536	مجموع الخصوم
61930946,8	126583127	191263645	224005156	134904768	الأموال الخاصة
557378521	506332506	446281837	336007734	134904768	الديون
11545753	13976353	14948852	17129106,1	11543252,5	نتيجة الإستغلال
30655818,7	27848287,9	24545501,1	18480425,4	7419762,23	المصاريف المالية
-19110066	-13871935	-9596649,1	-1351319,3	4123490,24	النتيجة الإجمالية
0	0	0	0	700993,342	مبلغ الضريبة
5824605,55	5291174,69	4172735,18	3141672,32	1261359,58	الوفورات الضريبية

الفصل الثالث:..... دراسة تطبيقية لأثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط

-19110066	-13871935	-9596649,1	-1351319,3	3422496,9	النتيجة الصافية
1,86	2,2	2,34	3,05	4,27	المردودية الاقتصادية
-0,30	-0,10	-0,05	-0,006	2,53	المردودية المالية
-0,30	-0,10	-0,050	-0,002	1,26	معدل العائد على الموجودات
585,38	695,36	917,51	835,3	364,48	EPS
292,69	347,68	458,75	417,65	182,24	DPS
-26,85	-11,08	-6,5	-3,55	-1,74	أثر الرفع المالي
90	80	70	60	50	نسبة الرافعة المالية
325,42	375,14	358,34	292,02	119,89	نسبة الديون إلى حقوق الملكية

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة خلال الفترة (2009-2018).

أولاً: المردودية الاقتصادية: من خلال الجدول نلاحظ أن المردودية الاقتصادية في حالة الرفع من نسبة الديون من سنة لأخرى، تشهد انخفاضاً مستمراً خلال سنوات الدراسة الممتدة من 2009 إلى 2018، باستثناء سنة 2011 أين شهدت ارتفاعاً بنسبة 4.44% نتيجة التغير الحاصل في حجم النشاط بسبب دخول متعاملين جدد للسوق.

ثانياً: المردودية المالية: من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن المردودية المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" في حالة انخفاض مستمر مسجلة قيم موجبة وأخرى سالبة، حيث سجلت القيم الموجبة ابتداءً من سنة 2009 إلى غاية 2014، وسجلت قيم سالبة من سنة 2015 إلى غاية 2018، وهذا راجع إلى التخفيض من نسبة الأموال الخاصة في المؤسسة محل الدراسة .

ثالثاً: أثر الرفع المالي للمردوديتين: نلاحظ بأن المؤسسة محل الدراسة سجلت قيم سالبة لأثر الرفع المالي من سنة 2009 إلى غاية سنة 2018، أين شهدت انخفاضاً مستمراً بسبب الزيادة في حجم الديون والمصاريف المالية المتعلقة بخدمة الدين، والتي كانت فيها المردودية الاقتصادية أقل من معدل الدين لتسجل أدنى قيمة له سنة 2018 بمعدل 26.85%.

رابعاً: معدل العائد على الموجودات: شهدت معدلات العائد على الموجودات انخفاضاً مستمراً خلال سنوات الدراسة حيث سجلت قيم موجبة ابتداءً من سنة 2009 إلى غاية 2014 وقيم سالبة من سنة 2015 إلى غاية 2018 بمعدلات -0.2%، -1.24%، -1.77%، -2.49% على التوالي، وذلك بسبب زيادة قيمة الدين والمصاريف الناتجة عنه، مما أدى إلى تخفيض النتيجة المحققة خلال كل سنة.

خامساً: الوفر الضريبي: من خلال الجدول نلاحظ ارتفاع الوفر الضريبي رغم اختلاف معدلات الضريبة الذي كان في الفترة الممتدة من 2009 إلى 2016 يقدر بحوالي 17% و 19% سنتي 2017 و 2018، بسبب اعتماد المؤسسة على نسبة أكبر من الديون واستفادتها من الوفورات الضريبية الناتجة عن خصم المصاريف المتعلقة بالدين ويحسب بالعلاقة التالية :

$$\text{الوفر الضريبي} = \text{المصاريف المالية} \times \text{معدل الضريبة على أرباح الشركات}$$

سادسا: **المصاريف المالية:** من خلال الجدول أعلاه نلاحظ بأن المصاريف المالية متزايدة خلال فترة الدراسة الممتدة من 2009 إلى 2018 وهذا نتيجة الزيادة في نسبة الديون على غرار سنة 2014 أين انخفضت بسبب تساوي نسبة الأموال الخاصة مع الدين.

سابعا: **نسبة الديون إلى حقوق الملكية:** من خلال الجدول السابق نلاحظ بأن نسبة الديون إلى حقوق الملكية في حالة ارتفاع مستمر فكانت أعلى قيمة سجلتها سنة 2017 بمعدل 375.14%، مما يجعلها غير قادرة على تغطية ديونها والفوائد المترتبة عنها، عكس سنتي 2009 و 2010 أين حققت أدنى نسبة بما يعادل 25.46% و 79.33%، مما يجعلها قادرة على التحكم في ديونها وتغطية فوائدها مستقبلا.

ثامنا: **الرافعة المالية:** من خلال الجدول أعلاه نلاحظ بأن الرافعة المالية في ارتفاع مستمر وهذا ما يمكننا من القول بأن المؤسسة تعتمد بشكل كبير على الديون في تمويل أصولها على حساب قيمة الأموال الخاصة، لكن هذه الأخيرة -الديون- في ارتفاع مستمر خلال سنوات الدراسة، هذا ما يفسر بأن الديون زادت ضمن الهيكل المالي للمؤسسة من سنة لأخرى، وهو ما يدل على أن المؤسسة تعتمد بشكل كبير على الديون مما يجعلها تستفيد من الوفر الضريبي وتكون قادرة على تغطية الفوائد المترتبة عن هذه القروض من خلال أصولها.

خلاصة

من خلال الدراسة التطبيقية في مؤسسة عياشي سعيد لإنتاج البلاط خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2018، والتي حاولنا من خلالها ربط الجانب النظري بفصليه بالجانب التطبيقي لمعرفة أثر قرار التمويل على ربحية المؤسسة الاقتصادية تبين لنا بأن القرار المالي للمؤسسة مبني على مصدرين متنوعين هما الأموال الخاصة والديون، والتي شهدت فيها الأموال الخاصة ارتفاع على حساب الديون، لذلك يجب على إدارة المؤسسة الرفع من الديون طويلة الأجل لكن دون تجاوز الحد الذي يعرضها لمخاطر الإفلاس ويرفع من ربحيتها.

خاتمة

إن عملية اتخاذ القرار المالي المناسب الذي يضمن استمرارية المؤسسة تعد من أصعب العمليات التي تواجه الإدارة المالية، فمن خلال هذه الدراسة حاولنا إبراز أهمية القرار التمويلي الفعال في المؤسسة الاقتصادية بغرض الرفع من ربحيتها، والذي يكون عن طريق اختيار هيكل تمويلي مناسب تتخفف فيه تكلفة الأموال إلى أدنى حد لها. فقد استهدف الجزء التطبيقي لهذه الدراسة معرفة أثر قرار التمويل على ربحية مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2018.

أولاً: نتائج الدراسة واختبار الفرضيات

من خلال الدراسة النظرية لقرار التمويل وأثره على ربحية المؤسسة الاقتصادية توصلت الدراسة لعدة نتائج أهمها ما يلي:

أ- نتائج الدراسة النظرية

- ✓ يمكن تصنيف مختلف مصادر التمويل المشكلة للهيكل المالي للمؤسسة والمتاحة أمامها، إلى مصادر تمويل داخلية تتمثل في الأموال الخاصة ومصادر تمويل خارجية غالباً ما تتمثل في الديون، حيث يجب على إدارة المؤسسة جمع المعلومات الكافية عن كل مصدر تمويلي التي تسمح لها بالمفاضلة بين هذه المصادر، وبالتالي تشكيل هيكل مالي مناسب يتماشى مع أهدافها المستقبلية؛
- ✓ إن قرار التمويل الذي تتخذه إدارة المؤسسة يعد من أهم القرارات ضمن سياستها التمويلية والتي تسعى من خلاله لتحقيق أهدافها التي تتبلور أساساً في تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح من جهة وخفض التكاليف والمخاطر من جهة أخرى؛
- ✓ يؤدي قرار التمويل بالملكية داخل المؤسسة إلى خلق العديد من النزاعات والصراعات وتضارب المصالح بين المساهمين، إضافة إلى انخفاض نصيب أرباح الملاك؛
- ✓ يجب على المؤسسة السعي من أجل رفع ربحيتها عن طريق مراقبة وتقييم مؤشرات المالية والتحكم فيها؛
- ✓ عند بحث المؤسسة عن المصدر التمويلي المناسب يجب عليها تقدير تكلفته قبل اتخاذ القرار الأمثل لتحقيق أهدافها، وصولاً إلى التكلفة الوسطية المرجحة التي تسمح بتحديد الاستثمارات ذات المردود الجيد؛
- ✓ تعد الربحية أداة هامة تعبر عن مدى فعالية ومصداقية القرارات المالية التي تتخذها الإدارة كونها تعبر عن التجسيد الفعلي للنتائج المحققة من طرف المؤسسة.

ب- نتائج الدراسة التطبيقية

- ✓ تعتمد مؤسسة "عياشي سعيد" على الديون قصيرة الأجل بشكل كبير في هيكلها التمويلي مقارنة بالديون طويلة الأجل؛
- ✓ تتأثر المردودية الاقتصادية في المؤسسة محل الدراسة بالعديد من العوامل خاصة ما تعلق منها بتغير قيمة الديون إضافة إلى رقم الأعمال، وهو ما يجعلها في حالة تذبذب خلال فترة الدراسة (2009-2018)؛

- ✓ تم التوصل إلى أن المردودية الاقتصادية تتغير عكسيا مع التغيرات الحاصلة في الديون بالمؤسسة نتيجة ارتفاع مصاريف خدمة الدين مما ينعكس على مردوديتها الاقتصادية، حيث أن ارتفاع الديون يعمل على رفع مصاريف خدمتها، وهو ما يؤثر سلبا على مردودية المؤسسة؛
- ✓ إن المردودية المالية لمؤسسة "عياشي سعيد" حققت نتائج موجبة خلال فترة الدراسة، حيث تربطها علاقة طردية مع النتيجة الصافية إذ ترتفع المردودية المالية بارتفاعها وتنخفض بانخفاضها؛
- ✓ يمثل الفرق بين المردوديتين بعد الضريبة أثر الرفع المالي الذي سجل قيم موجبة في حالة المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الدين؛
- ✓ بالنسبة لمعدل العائد على الموجودات في المؤسسة سجل تذبذب وانخفاض بسبب التغيرات الحاصلة في قيمة الديون والمصاريف المالية الناتجة، حيث كلما سجلت المؤسسة انخفاض في قيمة الديون والمصاريف الناتجة عنها كلما كان ذلك أفضل بالنسبة لها، وهو ما يترجمه التحسن في النتيجة الصافية؛
- ✓ قيمة الأموال الخاصة ضمن هيكل رأس المال في ارتفاع، ما صاحبه زيادة في النتيجة الصافية وهو ما عمل على الرفع من ربحية المؤسسة، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى القائلة: "يساهم قرار التمويل بالأموال الخاصة في الرفع من ربحية مؤسسة "عياشي سعيد"؛
- ✓ شهدت نسبة الديون إلى حقوق الملكية تذبذب حيث سجلت قيم عالية فاقت 100% في السنوات الأولى لها وهذا مؤشر سلبي يدل على عدم مقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، أما في السنوات الأخيرة ابتداء من سنة 2014 سجلت المؤسسة قيم منخفضة وهو مؤشر إيجابي يدل على مقدرتها في التحكم في ديونها وتغطية الفوائد المترتبة عنها؛
- ✓ عملت مؤسسة "عياشي سعيد" في حالة انخفاض معدلات الضرائب برفع نسبة ديونها مما أدى إلى انخفاض ربحية السهم، ومن خلال النتائج السابقة نفى الفرضية الثانية القائلة: يساهم قرار التمويل بالاعتماد على مصادر التمويل الخارجية (الديون قصيرة وطويلة الأجل) في الرفع من ربحية المؤسسة؛
- ✓ إن ربحية السهم ومقسوم الأرباح للسهم في المؤسسة في حالة ارتفاع بسبب انخفاض قيمة الديون باستثناء سنة 2014 أين انخفضت ربحية السهم ومقسوم الأرباح مع انخفاض الديون وهذا راجع إلى إضافة منتج جديد "المونوكوش"؛
- ✓ أدى ارتفاع نسبة الديون في مؤسسة "عياشي سعيد" إلى خفض ربحيتها؛
- ✓ يؤدي تطبيق سيناريو الرفع من نسبة الديون ابتداء من 5% إلى غاية 20% إلى تحقيق نتائج إيجابية في المؤسسة بسبب الاستفادة من ميزة الوفورات الضريبية، حيث تم تحقيق مؤشرات إيجابية تمثلت في تحقيق مردودية مالية واقتصادية موجبة لكنها في حالة انخفاض ونفس الشيء بالنسبة لمعدل العائد على الموجودات، وهذا ما ينفي الفرضية الثالثة القائلة: "من مصلحة مؤسسة "عياشي سعيد" عدم تطبيق سيناريو الرفع من الديون خلال الفترة (2009-2011) لما يحققه من نتائج سلبية؛

- ✓ يؤدي تطبيق سيناريو الرفع من نسبة الديون ابتداءً من 20% إلى غاية 60% إلى تحقيق نتائج متوسطة بسبب زيادة تكلفة الدين، حيث تم تحقيق مؤشرات إيجابية بقيم متوسطة لكل من المردودية المالية والاقتصادية ومعدل العائد على الموجودات، وهذا ما ينفي الفرضية الثالثة القائلة: "من مصلحة مؤسسة "عياشي سعيد" عدم تطبيق سيناريو الرفع من الديون بسبب ما يحققه من نتائج سلبية؛
- ✓ يؤدي تطبيق سيناريو الرفع من نسبة الديون ابتداءً من 60% إلى غاية 90% من تحقيق نتائج سلبية حققتها كل من المردودية المالية والمردودية الاقتصادية ومعدل العائد على الموجودات بسبب زيادة المصاريف المالية مما يجعل المؤسسة في وضعية حرجة وغير قادرة على الوفاء بالتزاماتها.

ثانياً: الاقتراحات

انطلاقاً من النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم بعض الاقتراحات:

- ✓ ضرورة وجود معايير واضحة تعمل على زيادة ربحية المؤسسة وضمان استمرارياتها ؛
- ✓ يجب على المؤسسة إعادة النظر في مصادر تمويلها وزيادة الاعتماد على القروض في الحد المسموح الذي يضمن لها عدم الوقوع في خطر الإفلاس، لما يحققه من ميزة الاستفادة من الوفورات الضريبية؛
- ✓ تنظيم ندوات علمية من طرف المؤسسة يتم فيها تفسير وشرح لمختلف البدائل المتاحة للتمويل ؛
- ✓ على المؤسسة أن تعمل قدر الإمكان على تخفيض من تكلفة مصادر التمويل مع مراعاة درجة المخاطر المصاحبة لها .

ثالثاً: أفاق الدراسة

تناولت هذه الدراسة أثر قرار التمويل على ربحية المؤسسة الاقتصادية، وكغيرها من الدراسات لا تخلو من النقائص، إضافة إلى اتساع الموضوع وأهميته نود تقديم بعض العناوين التي قد تكون ضمن الدراسات اللاحقة.

- ✓ أثر قرار الاستثمار وتوزيع الأرباح على ربحية المؤسسة الاقتصادية؛
- ✓ أثر قرار التمويل على مختلف المؤشرات المالية (قيمة المؤسسة، التوازن المالي، السيولة.....)؛
- ✓ أثر تكلفة التمويل على القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية .



قائمة المراجع

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

أ- الكتب:

1. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008.
2. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
3. السيد الهواري، الإدارة المالية: منهج اتخاذ القرارات، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 1990.
4. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010.
5. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي : الإدارة المالية دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
6. أيمن الشنطي، عامر شقر، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية، عمان، 2007.
7. جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحح، الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
8. حمزة الشخي، ابراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
9. حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
10. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
11. خالد الراوي، عبد الله بركات، نضال الرمحي، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
12. خالص صافي صالح، تقنيات تسيير ميزانيات المؤسسة الاقتصادية المستقلة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1990.
13. خميسي شيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2010.
14. دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
15. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
16. دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان،

- 2006.
17. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
18. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
19. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
20. رايح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، الطبعة الأولى، دار ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2008.
21. رشاد العصار، عاطف الأخرس، عليان الشريف، إيمان الهيني، أحمد الجعبري، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
22. زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011.
23. زكرياء لشهب، دور عتبة المرودية في تحليل خطر الاستغلال والخطر المالي، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2014.
24. سعدان شبايكي، تقنيات المحاسبة العامة حسب المخطط المحاسبي الوطني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002.
25. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات: الاستثمار-التمويل- التحليل المالي (مدخل في التحليل واتخاذ القرارات)، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006.
26. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1997.
27. سمير محمد عبد العزيز، الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.
28. صالح طاهر الزرقان، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة على عوائد السهم، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
29. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة السابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
30. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
31. عبد الحليم كراجة ، علي ربابعة، ياسر السكران، موسى مطر، توفيق عبد الحليم يوسف، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.

32. عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، 2003.
33. عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية و حالات عملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
34. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2002.
35. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007.
36. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
37. عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
38. عبير الصفدي الطوال، التأجير التمويلي مستقبل صناعة التمويل، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
39. عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقى، أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، الطبعة الرابعة، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة، عمان، 2011.
40. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي: اتجاهات معاصرة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
41. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
42. عدنان هاشم السمرائي، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
43. علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
44. فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
45. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية : الأسس النظرية والعملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
46. فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2013.
47. كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 1997.
48. مبارك لسوس، التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012.
49. محب خلة توفيق، الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل و الاستثمار، دار الفكر

- الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2011.
50. محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار و التمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
51. محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
52. محمد الصيرفي، تعلم كيفية تحديد هيكلك المالي وقراءة قوائمك المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
53. محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الأولى، دار الوراق، عمان، 1993.
54. محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
55. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسّسات - أوراق - بورصات)، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
56. معراج هواري، حاج سعيد عمر، التمويل التّاجيري: المفاهيم والأسس، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013.
57. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان.
58. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
59. منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
60. منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006.
61. منير إبراهيم هندی، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999.
62. منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
63. منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي: مدخل اتخاذ القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
64. منير شاكر محمد، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي: مدخل اتخاذ القرارات، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
65. ناصر دادي عدون، عبيرات مقدم، دراسة الحالات في المحاسبة ومالية المؤسسة، الطبعة الأولى، دار

- المحمدية العامة، الجزائر، 2008.
66. ناظم نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
67. نور الدين خبابة، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1997.
68. يوسف حسين يوسف، التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2012.
69. يوسف حسين يوسف، التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2012.
70. يوسف مامش، ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي علي مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008.

ب-المجلات:

71. إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي، العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم: دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد الرابع، العدد الثامن، الموصل، 2012.
72. إيمان عتارسية، محمد خميسي بن رجم، المتاجرة بالملكية تحت تأثير تحليل ربحية المؤسسة ونشاطها التشغيلي، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، العدد السابع، جامعة الشهيد حمة لخضر، الجزائر، 2016.
73. خالص صافي صالح، الربحية وصيغ التعبير عنها، مجلة العلوم التجارية، المعهد الوطني للتجارة، العدد الأول، الجزائر، 2002.
74. رضوان العمار، دانيا إبراهيم غيا، أثر القرار التمويلي على الربحية: دراسة تطبيقية على صناعة النسيج في سوريا، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (40)، العدد الخامس، اللاذقية، 2018.
75. عبد القادر مصيطفي، عبد القادر مراد، أثر إستراتيجية البحث والتطوير على ربحية المؤسسة الاقتصادية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد الرابع، 2013.
76. علي كنعان، علي ساعود، أثر الرافعة المالية على الربحية: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد الرابع، العدد الثالث، دمشق، 2018.
77. فطيمة الزهراء قرامز، المنهج المعاصر للتفكير المالي في المؤسسة الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد السادس، ديسمبر 2016، الجزائر.

ت-المذكرات والأطروحات الجامعية:

78. بسام محمد الآغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير منشورة، تخصص إدارة أعمال، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة، 2005.
79. جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2009.
80. خليفي أحمد عبد الجبار، التحكم في التكاليف الخفية وأهميتها في زيادة ربحية المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر منشورة، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2018.
81. شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، مذكرة ماجستير منشورة، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2010.
82. عبيدي سعد نوح، محددات الهياكل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير منشورة، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2018.
83. فنيزة آسيا، حمودة حنان، أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة، مذكرة ماستر غير منشورة، تخصص إدارة ومحاسبة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2016.
84. كريمة بن عيشة، مريم بن عياش، أثر الهيكل التمويلي على ربحية المؤسسات الاقتصادية: دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، تخصص إدارة مالية، مذكرة ماستر غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2018.
85. ماجي مرصلي، أثر استخدام رافعتي التشغيل والمالية في تخطيط ربحية المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماستر منشورة، تخصص إدارة مشاريع، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الطاهر مولاي، سعيدة، 2017.
86. محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016.

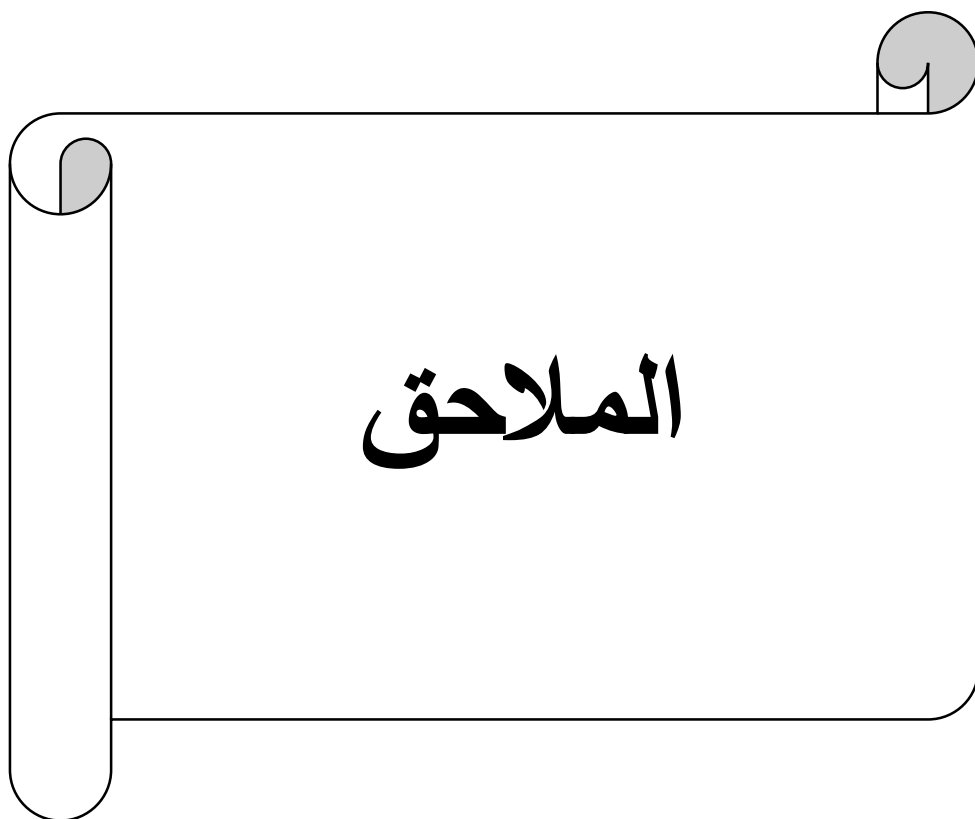
ث-الملتقيات:

87. مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، مداخلة بعنوان: دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، ملتقى دولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة 20 أوت 1955-سكيكدة-الجزائر، 15 أفريل 2009.

2- المراجع باللغة الأجنبية

A- Les Livres :

- 88.Darrolles Yves et autre, **Précis d'Analyse Financière**, Collection Finance d'entreprise, Paris, 1990.
- 89.Depallens George, Jobard Jean-Pierre, **Gestion Financière de L'Entreprise**, 10^{ème} édition , Sirey, Paris,1990.
- 90.G apenski.L, **An Introduction Financial Management**, 3rdEdition, Aupha hap, 2005
- 91.Grille Mandou, Beysul Aytac, **Comptabilité Générale De L'entreprise : Instruments Et Procédures**, De Boeck , Bruxelles, 2008.
- 91.Harvé Juvin , **Les Marché Financière**, Edition d'organisation , Paris,2004.
- 92.Hutin Hervé, **Toute La Finance d' Entreprise**, 3^{ème} édition, Edition d'organisation, Paris, 2005.
- 93.Jean Barreau, Jacqueline Dellahaye, **Economie et Gestion Des Entreprise**, Sirey, Paris, 1997.
- 94.Jean-Pierre Jobard et Patrick Navette, **Finance**, 2^{ème} édition, Dalloz, 2003.
- 95.Khemissi Chiha, **Gestion et Stratégie Financière**, 1^{ère} édition, houma, Alger, 2005.
- 96.Pierre Branger et autres, **Gestion, Fonctions D'entreprise**, 2^{ème} édition, Vuibert, Paris, 1998.



Designation de l'entreprise **SNC AYACHI SAID ET CIE**

Activité : **FABRICATION DE CARRELAGE**

Adresse : **ZONE INDUSTRIELLE TAHER**

الملحق رقم (01)

Exercice clos le **31/12/2010**

BILAN (ACTIF)

ACTIF	N			N-1
	Montants Bruts	Amortissements provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS	-	-	-	-
Ecart d'acquisition-Good will positif ou negatif	-	-	-	-
Immobilisation Incorporelles	205 309,10	-	205 309,10	205 309,10
Immobilisations corporelles	-	-	-	-
Terrains	828 343,00	-	828 343,00	828 343,00
Bâtiments	48 038 568,81	-	48 038 568,81	48 038 568,81
Autres immobilisations Corporelles	478 297 977,23	67 607 462,16	410 690 515,07	203 844 496,44
Immobilisations en concession	-	-	-	-
Immobilisations en cours	12 359 577,14	-	12 359 577,14	12 359 577,14
Immobilisations financières	-	-	-	-
Titres mis en equivalence	-	-	-	-
Autres participations et créances rattachées	-	-	-	-
Autres titres immobilisés	-	-	-	-
Prêts et autres actif financiers non courants	-	-	-	-
Impôts differés actifs	-	-	-	-
TOTAL ACTIF NON COURANT	539 729 775,28	67 607 462,16	472 122 313,12	265 276 294,49
ACTIFS COURANT	-	-	-	-
Stocks en cours	20 561 632,75	-	20 561 632,75	15 600 588,59
Créances et emplois assimilés	-	-	-	-
Clients	-	-	-	-
Autres debiteurs	23 882 522,87	-	23 882 522,87	92 572,50
Impôts et assimilés	-	-	-	-
Autres créances et emplois assimilés	-	-	-	-
Disponibilités et assimilés	-	-	-	-
Placements et autres actifs Financiers couran	-	-	-	-
Tresorerie	22 322 427,99	-	22 322 427,99	19 396 782,89
TOTAL ACTIF COURANT	66 766 583,61	-	66 766 583,61	35 089 943,98
TOTAL GENERAL ACTIF	606 496 358,89	67 607 462,16	538 888 896,73	300 366 238,47

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

NIF 0 9 9 7 1 8 0 6 0 5 1 5 8 2 1

Designation de l'entreprise : SNC AYACHI SAID ET CIE

Activité : FABRICATION DE CARRELAGE

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE TAHER

Exercice clos le 31/12/2010

BILAN (PASSIF)

PASSIF	Montant N	Montant N-1
CAPITAUX PROPRES	-	-
Capital émis	15 000 000,00	15 000 000,00
Capital non appelé	-	-
Primes et Reserves	-	-
Ecart de réévaluation	-	-
Ecart d'équivalence	-	-
Resultat Net	8 948 350,00	12 344 420,90
Autres Capitaux propres-Report à Nouveau	43 978 240,94	31 633 820,04
TOTAL I	67 926 590,94	58 978 240,94
PASSIF NON COURANT	-	-
Empruns et Dettes Financières	99 016 441,37	35 016 441,37
Impôts différés et provisionnés	-	-
Autres Dettes non courantes	-	-
Provisions et Produits Constatés d'avance	-	-
TOTAL II	99 016 441,37	35 016 441,37
PASSIFS COURANTS	-	-
Fournisseurs et comptes rattachés	146 381 794,96	4 154 092,86
Impôts	24 129 490,30	532 046,00
Autres dettes	201 434 579,16	201 685 417,30
Tresorerie Passives	-	-
TOTAL III	371 945 864,42	206 371 556,16
TOTAL PASSIF (I+II+III)	538 888 896,73	300 366 238,47

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'etas financiers consolidés.

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

NIF 0 9 9 7 1 8 0 6 0 5 1 5 8 2 1

□ □ □ □ □ □ □ □ □ □

Designation de l'entrepri **SNC AYACHI SAID ET CIE**

Activité : FABRICATION DE CARRELAGE

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE TAHER

Exercice du **01/01/2010** au **31/12/2010**

COMPTES DE RESULTAT

DESIGNATION	N		N-1	
	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
Vente de Marchandises	-	-	-	-
Produits Fabriqués	-	169 735 311,54	-	148 881 335,00
Production vendue	-	-	-	-
Prestations de services	-	-	-	-
Vente de travaux	-	-	-	-
Prduits Annexes	-	-	-	-
Rabais,remises,ristournes accordées	-	-	-	-
Chiffre d'affaire net des rabais remises et ristou	-	169 735 311,54	-	148 881 335,00
Production stockée ou destockée	106 297,00	-	348 775,28	-
Production immobilisée	-	-	-	-
Subvention d'exploitation	-	-	-	93 047 700,55
I. Production de l'exercice	-	169 629 014,54	-	241 580 260,27
Achats de marchandises vendues	-	-	-	-
Matières premières	74 415 322,87	-	98 676 180,00	-
Autres approvisionnements	16 695 881,95	-	-	-
Variation des Stocks	-	-	-	-
Achat d'études et de prestations de services	-	-	-	-
Autres consommations	1 039 043,25	-	-	-
Sous-traitance Générale	-	-	-	-
SERVICES Location	1 116 834,00	-	683 572,07	-
Entretiens réparation et maintenance	433 303,04	-	-	-
Prime d'assurance	2 299 630,20	-	1 767 565,62	-
EXTERIEURS Personnel extérieur à l'entreprise	-	-	-	-
Rémunérations d'intermediaires et hono	-	-	-	-
Publicité	653 103,56	-	466 758,60	-
Déplacements missions et réception	310 020,00	-	-	-
Autres services	2 504 298,52	-	3 437 130,74	-
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services e	-	-	-	-
II-Consommations de l'exerelee	99 467 437,39	-	105 031 207,03	-
III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)	-	70 161 577,15	-	136 549 053,24
Charges de personnel	16 576 044,22	-	13 216 194,01	-
Impôts et taxes et versements assimilés	3 729 370,00	-	4 176 674,46	-
IV-Excédent brut d'exploitation	-	49 856 162,93	-	119 156 184,77

Designation de l'entrepri **SNC AYACHI SAID ET CIE**
 Activité : FABRICATION DE CARRELAGE
 Adresse : ZONE INDUSTRIELLE TAHER

Exercice du **01/01/2010** au **31/12/2010**

DESIGNATION	N		N-1	
	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
Autres produits opérationnels	-	9 141,60	-	-
Autres charges opérationnelles	2 221 022,71	-	89 391 329,62	-
Dotations aux amortissements	17 542 873,53	-	16 749 501,24	-
Provision	-	-	-	-
Pertes de valeur	-	-	-	-
Reprise sur pertes de valeur et provisions	-	-	-	-
V-Résultat opérationnel	-	18 915 798,43	-	13 015 353,91
Produits financiers	-	2 103 441,89	-	30 100,00
Charges financières	3 532 522,38	-	701 033,01	-
VI-Résultat financier	1 429 080,49	-	670 933,01	-
VII-Résultat ordinaire (V+VI)	-	674 361,40	640 833,01	-
Eléments extraordinaires (produits)	-	-	-	-
Eléments extraordinaires (Charges)	5 318 243,94	-	-	-
VIII-Résultat extraordinaire	5 318 243,94	-	-	-
Impôts exigibles sur résultats	3 220 124,00	-	-	-
Impôts différés (variations) sur résultats ordinai	-	-	-	-
IX - RESULTAT DE L'EXERCICE	-	8 948 350,00	-	12 344 420,90

(*) à détailler sur état annexe

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

NIF 0 9 9 7 1 8 0 6 0 5 1 5 8 2 1

Designation de l'entreprise : SNC AYACHI SAID

Activité : FABRICATION DE CARRELAGE

Adresse : Z.I TAHER

Exercice clos le 31/12/2011

BILAN (PASSIF)

PASSIF	Montant N	Montant N-1
« CAPITAUX PROPRES	-	-
Capital émis	15 000 000,00	15 000 000,00
Capital non appelé	-	-
Primes et Reserves	-	-
Ecart de réévaluation	-	-
Ecart d'équivalence	-	-
Resultat Net	14 731 500,00	8 948 350,00
Autres Capitaux propres-Report à Nouveau	49 148 383,94	43 978 240,94
TOTAL I	78 879 883,94	67 926 590,94
PASSIF NON COURANT	-	-
Emprunts et Dettes Financières	79 107 928,87	99 016 441,37
Impôts différés et provisionnés	-	-
Autres Dettes non courantes	-	-
Provisions et Produits Constatés d'avance	-	-
TOTAL II	79 107 928,87	99 016 441,37
PASSIFS COURANTS	-	-
Fournisseurs et comptes rattachés	141 310 777,48	146 381 794,96
Impôts	29 443 607,15	24 129 490,30
Autres dettes	201 918 775,44	201 434 579,16
Tresorerie Passives	-	-
TOTAL III	372 673 160,07	371 945 864,42
TOTAL PASSIF (I+II+III)	530 660 972,88	538 888 896,73

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'etas financiers consolidés.

Designation de l'entrepri **SNC AYACHI SAID**
 Activité : FABRICATION DE CARRELAGE
 Adresse : Z.I TAHER

Exercice du **01/01/2011** au **31/12/2011**

COMPTES DE RESULTAT

DESIGNATION	N		N-1	
	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
Vente de Marchandises	-	-	-	-
Produits Fabriqués	-	241 499 544,12	-	169 735 311,54
Production vendue	-	-	-	-
Prestations de services	-	-	-	-
Vente de travaux	-	-	-	-
Prduits Annexes	-	-	-	-
Rabais,remises,ristournes accordées	-	-	-	-
Chiffre d'affaire net des rabais remises et ristou	-	241 499 544,12	-	169 735 311,54
Production stockée ou destockée	4 852 500,00	-	106 297,00	-
Production immobilisée	-	-	-	-
Subvention d'exploitation	-	-	-	-
I. Production de l'exercice	-	236 647 044,12	-	169 629 014,54
Achats de marchandises vendues	-	-	-	-
Matières premières	72 153 907,15	-	74 415 322,87	-
Autres approvisionnements	58 773 335,78	-	16 695 881,95	-
Variation des Stocks	-	-	-	-
Achat d'études et de prestations de services	27 541 589,95	-	-	-
Autres consommations	4 038 646,54	-	1 039 043,25	-
SERVICES	-	-	-	-
Sous-traitance Générale	-	-	-	-
Location	847 488,00	-	1 116 834,00	-
Entretiens réparation et maintenance	86 015,38	-	433 303,04	-
Prime d'assurance	1 430 772,75	-	2 299 630,20	-
EXTERIEURS	-	-	-	-
Personnel extérieur à l'entreprise	-	-	-	-
Rémunérations d'intermediaires et honor	17 446,00	-	-	-
Publicité	167 000,00	-	653 103,56	-
Déplacements missions et réception	39 960,00	-	310 020,00	-
Autres services	1 795 748,19	-	2 504 298,52	-
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services e	-	-	-	-
II-Consommations de l'exercice	166 891 909,74	-	99 467 437,39	-
III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)	-	69 755 134,38	-	70 161 577,15
Charges de personnel	19 026 363,55	-	16 576 044,22	-
Impôts et taxes et versements assimilés	3 950 289,00	-	3 729 370,00	-
IV-Excédent brut d'exploitation	-	46 778 481,83	-	49 856 162,93

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

NIF 0 9 9 7 1 8 0 6 0 5 1 5 8 2 1

□ □ □ □ □

Designation de l'entrepri **SNC AYACHI SAID**

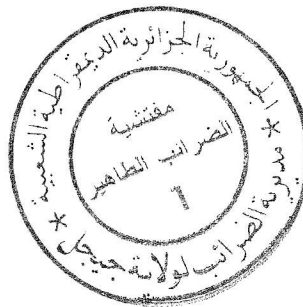
Activité : FABRICATION DE CARRELAGE

Adresse : Z.I TAHER

Exercice du **01/01/2011** au **31/12/2011**

DESIGNATION	N		N-1	
	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
Autres produits opérationnels	-	7 795 923,00	-	9 141,60
Autres charges opérationnelles	11 268 958,88	-	2 221 022,71	-
Dotations aux amortissements	19 696 836,90	-	17 542 873,53	-
Provision	-	-	-	-
Pertes de valeur	-	-	-	-
Réprise sur pertes de valeur et provisions	-	-	-	-
V-Résultat opérationnel	-	23 608 609,05	-	18 915 798,43
Produits financiers	-	508 822,45	-	2 103 441,89
Charges financières	6 465 937,50	-	3 532 522,38	-
VI-Résultat financier	5 957 115,05	-	1 429 080,49	-
VII-Résultat ordinaire (V+VI)	5 448 292,60	-	-	674 361,40
Eléments extraordinaires (produits)	-	-	-	-
Eléments extraordinaires (Charges)	-	-	5 318 243,94	-
VIII-Résultat extraordinaire	-	-	5 318 243,94	-
Impôts exigibles sur résultats	2 919 994,00	-	3 220 124,00	-
Impôts différés (variations) sur résultats ordinai	-	-	-	-
IX - RESULTAT DE L'EXERCICE	-	14 731 500,00	-	8 948 350,00

(*) à détailler sur état annexe



Designation de l'entreprise **SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIEE**
 Activité : **FABRICATION CARRELAGE GRA**
 Adresse : **Z.I. OULED SALAH TAHER JIJEL**

Exercice clos **31/12/2012**

BILAN (ACTIF)

الملاحق رقم (03)

ACTIF	N			N-1
	Montants Bruts	Amortissements provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition-Good will positif ou negatif				
Immobilisation Incorporelles	205 309,10		205 309,10	205 309,10
Immobilisations corporelles				
Terrains	828 343,00		828 343,00	828 343,00
Bâtiments	48 038 568,81		48 038 568,81	48 038 568,81
Autres immobilisations Corporelles	536 003 071,80	111 667 841,96	424 335 229,84	394 088 637,42
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours	26 260 325,14		26 260 325,14	12 359 577,14
Immobilisations financières				
Titres mis en equivalance				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actif financiers non courants				
Impôts differés actifs				
TOTAL ACTIF NON	611 335 617,85	111 667 841,96	499 667 775,89	455 520 435,47
ACTIFS COURANT				
Stocks en cours	956 075,93		956 075,93	13 250 300,37
Créances et emplois assimilés				
Clients	64 372,69		64 372,69	
Autres debiturs	64 955 646,26		64 955 646,26	22 129 296,35
Impôts et assimilés				
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs Financiers				
Tresorerie	39 443 715,01		39 443 715,01	39 760 940,69
TOTAL ACTIF	105 419 809,89		105 419 809,89	75 140 537,41
TOTAL GENERAL	716 755 427,74	111 667 841,96	605 087 585,78	530 660 972,88

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

NIF 0 9 9 7 1 8 0 6 0

Designation de l'entreprise : SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIEE

Activité : FABRICATION CARREI AGF GRA

Adresse 71 OUI ED SAI AH TAHFR .IL.IFI

Exercice clos

31/12/2012

BILAN (PASSIF)

PASSIF	Montant N	Montant N-1
CAPITAUX PROPRES	-	-
Capital émis	15 000 000,00	15 000 000,00
Capital non appel	-	-
Primes et Reserves	-	-
Ecart de réévaluation	-	-
Ecart d'equivalence	-	-
Resultat Net	17 247 456,00	14 731 500,00
Autres Capitaux propres-Report à Nouveau	63 879 883,94	49 148 383,94
TOTAL I	96 127 339,94	78 879 883,94
PASSIF NON COURANT	-	-
Empruns et Dettes Financières	50 707 928,87	79 107 928,87
Impôts différés et provisionnés	-	-
Autres Dettes non courantes	-	-
Provisions et Produits Constatés d'avance	-	-
TOTAL II	50 707 928,87	79 107 928,87
PASSIFS COURANTS	-	-
Fournisseurs et comptes rattachés	164 152 228,83	141 310 777,48
Impôts	71 809 439,15	29 443 607,15
Autres dettes	204 067 543,38	201 918 775,44
Tresorerie Passives	18 223 105,61	-
TOTAL III	458 252 316,97	372 673 160,07
TOTAL PASSIF (I+II+III)	605 087 585,78	530 660 972,88

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'etas financiers

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

NIF 0 9 9 7 1 8 0 6 0 5

□ □ □ □ □

Designation de l'entrepri **SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIEE**

Activité : FABRICATION CARRELAGE GRA

Adresse : Z.I. OULED SALAH TAHER JIJEL

Exercice du **01/01/2012** au **31/12/2012**

COMPTES DE

DESIGNATION	N		N-1	
	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
Vente de Marchandises	-	-	-	-
Produits Fabriqués	-	316 672 214,09	-	241 499 544,12
Production vendue Prestations de services	-	-	-	-
Vente de travaux	-	-	-	-
Prduits Annexes	-	-	-	-
Rabais,remises,ristournes accordées	-	-	-	-
Chiffre d'affaire net des rabais remises et ristou	-	316 672 214,09	-	241 499 544,12
Production stockée ou destockée	-	-	4 852 500,00	-
Production immobilisée	-	-	-	-
Subvention d'exploitation	-	-	-	-
I. Production de l'exercice	-	316 672 214,09	-	236 647 044,12
Achats de marchandises vendues	-	-	-	-
Matières premières	175 646 816,60	-	72 153 907,15	-
Autres approvisionnements	49 121 383,21	-	58 773 335,78	-
Variation des Stocks	-	-	-	-
Achat d'études et de prestations de services	-	-	27 541 589,95	-
Autres consommations	-	-	4 038 646,54	-
Sous-traitance Générale	-	-	-	-
SERVICES Location	323 280,00	-	847 488,00	-
Entretiens réparation et maintenance	255 490,00	-	86 015,38	-
Prime d'assurance	1 988 064,95	-	1 430 772,75	-
EXTERIEUR Personnel extérieur à l'entreprise	-	-	-	-
Rémunérations d'intermediaires et honor	-	-	17 446,00	-
Publicité	-	-	167 000,00	-
Deplacements missions et réception	-	-	39 960,00	-
Autres services	7 812 892,23	-	1 795 748,19	-
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services e	-	-	-	-
II-Consommations de l'exercice	235 147 926,99	-	166 891 909,74	-
III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)	-	81 524 287,10	-	69 755 134,38
Charges de personnel	26 861 676,73	-	19 026 363,55	-
Impôts et taxes et versements assimilés	6 227 444,00	-	3 950 289,00	-
IV-Excédent brut d'exploitation	-	48 435 166,37	-	46 778 481,83

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

NIF | 0 9 9 7 1 8 0 6 0 5

--	--	--	--	--

Designation de l'entrepri **SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIEE**
 Activité : FABRICATION CARRELAGE GRA
 Adresse : Z.I. OULED SALAH TAHER JIJEL

Exercice du **01/01/2012** au **31/12/2012**

DESIGNATION	N		N-1	
	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
Autres produits opérationnels	-	549 671,40	-	7 795 923,00
Autres charges opérationnelles	3 170 316,77	-	11 268 958,88	-
Dotations aux amortissements	24 363 543,08	-	19 696 836,90	-
Provision	-	-	-	-
Pertes de valeur	-	-	-	-
Reprise sur pertes de valeur et provisions	-	-	-	-
V-Résultat opérationnel	-	21 450 977,92	-	23 608 609,05
Produits financiers	-	1 037 422,08	-	508 822,45
Charges financières	3 311 000,00	-	6 465 937,50	-
VI-Résultat financier	2 273 577,92	-	5 957 115,05	-
VII-Résultat ordinaire (V+VI)	1 236 155,84	-	5 448 292,60	-
Eléments extraordinaires (produits)	-	-	-	-
Eléments extraordinaires (Charges)	-	-	-	-
VIII-Résultat extraordinaire	-	-	-	-
Impôts exigibles sur résultats	1 929 944,00	-	2 919 994,00	-
Impôts différés (variations) sur résultats ordinai	-	-	-	-
IX - RESULTAT DE L'EXERCICE	-	17 247 456,00	-	14 731 500,00

(*) à détailler sur état annexe

Designation de l'entreprise **SNC AYACHI SAID**
 Activité : **FABRICATION DE CARRELAGE**
 Adresse : **Z.INDUSTRIELLE OULED SALAH TAHER**

المعلق رقم (04)

Exercice clos le **31-12-2013**

BILAN (ACTIF)

ACTIF	N			N-1
	Montants Bruts	Amortissements provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS	-	-	-	-
Ecart d'acquisition-Good will positif ou negatif	-	-	-	-
Immobilisation Incorporelles	205 309,10	-	205 309,10	205 309,10
Immobilisations corporelles	-	-	-	-
Terrains	828 343,00	-	828 343,00	828 343,00
Bâtiments	50 793 635,31	-	50 793 635,31	48 038 568,81
Autres immobilisations Corporelles	697 514 909,87	140 421 800,10	557 093 109,77	424 335 229,84
Immobilisations en concession	-	-	-	-
Immobilisations en cours	26 260 325,14	-	26 260 325,14	26 260 325,14
Immobilisations financières	-	-	-	-
Titres mis en equivalence	-	-	-	-
Autres participations et créances rattachées	-	-	-	-
Autres titres immobilisés	-	-	-	-
Prêts et autres actif financiers non courants	-	-	-	-
Impôts differés actifs	-	-	-	-
TOTAL ACTIF NON COURANT	775 602 522,42	140 421 800,10	635 180 722,32	499 667 775,89
ACTIFS COURANT	-	-	-	-
Stocks en cours	4 597 231,76	-	4 597 231,76	956 075,93
Créances et emplois assimilés	-	-	-	-
Clients	64 372,69	-	64 372,69	64 372,69
Autres debiteurs	100 737 203,82	-	100 737 203,82	64 955 646,26
Impôts et assimilés	-	-	-	-
Autres créances et emplois assimilés	-	-	-	-
Disponibilités et assimilés	-	-	-	-
Placements et autres actifs Financiers couran	-	-	-	-
Tresorerie	20 404 229,29	-	20 404 229,29	39 443 715,01
TOTAL ACTIF COURANT	125 803 037,56	-	125 803 037,56	105 419 809,89
TOTAL GENERAL ACTIF	901 405 559,98	140 421 800,10	760 983 759,88	605 087 585,78

Designation de l'entreprise : SNC AYACHI SAID

Activité : FABRICATION DE CARRELAGE

Adresse : Z.INDUSTRIELLE OULED SALAH TAHER

Exercice clos le 31-12-2013

BILAN (PASSIF)

PASSIF	Montant N	Montant N-1
CAPITAUX PROPRES	-	-
Capital émis	15 000 000,00	15 000 000,00
Capital non appelé	-	-
Primes et Reserves	-	-
Ecart de réévaluation	-	-
Ecart d'equivalence	-	-
Resultat Net	15 575 403,67	17 247 456,00
Autres Capitaux propres-Report à Nouveau	81 127 339,94	63 879 883,94
TOTAL I	111 702 743,61	96 127 339,94
PASSIF NON COURANT	-	-
Empruns et Dettes Financières	121 616 195,44	50 707 928,87
Impôts différés et provisionnés	-	-
Autres Dettes non courantes	-	-
Provisions et Produits Constatés d'avance	-	-
TOTAL II	121 616 195,44	50 707 928,87
PASSIFS COURANTS	-	-
Fournisseurs et comptes rattachés	191 972 042,99	164 152 228,83
Impôts	109 728 997,67	71 809 439,15
Autres dettes	204 670 193,50	204 067 543,38
Tresorerie Passives	21 293 586,67	18 223 105,61
TOTAL III	527 664 820,83	458 252 316,97
TOTAL PASSIF (I+II+III)	760 983 759,88	605 087 585,78

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'etas financiers consolidés.

Designation de l'entrepri **SNC AYACHI SAID**

Activité : FABRICATION DE CARRELAGE

Adresse : Z.INDUSTRIELLE OULED SALAH TAHER

Exercice du **01-01-2013** au **31-12-2013****COMPTES DE RESULTAT**

DESIGNATION	N		N-1	
	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
Vente de Marchandises	-	-	-	-
Produits Fabriqués	-	282 006 116,71	-	316 672 214,09
Production vendue	-	-	-	-
Prestations de services	-	-	-	-
Vente de travaux	-	-	-	-
Prduits Annexes	-	699 676,00	-	-
Rabais,remises,ristournes accordées	-	-	-	-
Chiffre d'affaire net des rabais remises et ristou	-	282 705 792,71	-	316 672 214,09
Production stockée ou destockée	-	-	-	-
Production immobilisée	-	-	-	-
Subvention d'exploitation	-	-	-	-
I. Production de l'exercice	-	282 705 792,71	-	316 672 214,09
Achats de marchandises vendues	-	-	-	-
Matières premières	140 342 554,21	-	175 646 816,60	-
Autres approvisionnements	46 948 103,35	-	49 121 383,21	-
Variation des Stocks	-	-	-	-
Achat d'études et de prestations de services	-	-	-	-
Autres consommations	7 261 416,82	-	-	-
Sous-traitance Générale	-	-	-	-
SERVICES Location	525 408,00	-	323 280,00	-
Entretiens réparation et maintenance	60 449,50	-	255 490,00	-
Prime d'assurance	2 237 238,59	-	1 988 064,95	-
EXTERIEURS Personnel extérieur à l'entreprise	-	-	-	-
Rémunérations d'intermediaires et honor	-	-	-	-
Publicité	63 850,00	-	-	-
Déplacements missions et réception	-	-	-	-
Autres services	6 993 736,36	-	7 812 892,23	-
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services e	-	-	-	-
II-Consommations de l'exercice	204 432 756,83	-	235 147 926,99	-
III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)	-	78 273 035,88	-	81 524 287,10
Charges de personnel	23 702 652,45	-	26 861 676,73	-
Impôts et taxes et versements assimilés	3 884 120,00	-	6 227 444,00	-
IV-Excédent brut d'exploitation	-	50 686 263,43	-	48 435 166,37

Designation de l'entrepri **SNC AYACHI SAID**

Activité : FABRICATION DE CARRELAGE

Adresse : Z.INDUSTRIELLE OULED SALAH TAHER

Exercice du	01-01-2013	au	31-12-2013
-------------	------------	----	------------

DESIGNATION	N		N-1	
	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
Autres produits opérationnels	-	3 584 627,77	-	549 671,40
Autres charges opérationnelles	1 458 282,29	-	3 170 316,77	-
Dotations aux amortissements	28 753 958,14	-	24 363 543,08	-
Provision	-	-	-	-
Pertes de valeur	-	-	-	-
Reprise sur pertes de valeur et provisions	-	-	-	-
V-Résultat opérationnel	-	24 058 650,77	-	21 450 977,92
Produits financiers	-	1 800 654,21	-	1 037 422,08
Charges financières	6 633 619,31	-	3 311 000,00	-
VI-Résultat financier	4 832 965,10	-	2 273 577,92	-
VII-Résultat ordinaire (V+VI)	3 032 310,89	-	1 236 155,84	-
Eléments extraordinaires (produits)	-	-	-	-
Eléments extraordinaires (Charges)	-	-	-	-
VIII-Résultat extraordinaire	-	-	-	-
Impôts exigibles sur résultats	3 650 282,00	-	1 929 944,00	-
Impôts différés (variations) sur résultats ordinai	-	-	-	-
IX - RESULTAT DE L'EXERCICE	-	15 575 403,67	-	17 247 456,00

(*) à détailler sur état annexe

Désignation de l'entreprise **SNC AYACHI SAID**
 Activité **FABRICATION CARRELAGE -GR**
 Adresse **ZI OULED SALAH TAHER**

29 AVR 2015

الملاحق رقم (05)

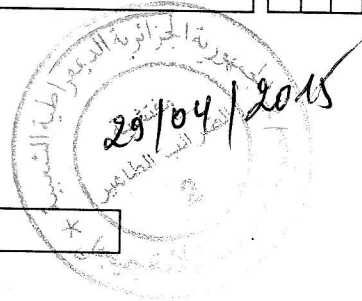
Exercice clos le **31/12/2014****BILAN (ACTIF)**

ACTIF	N			N-1
	Montants Bruts	Amortissements provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS				
Ecarts d'acquisition-Good will positif ou négatif				
Immobilisation Incorporelles				205 309,10
Immobilisations corporelles				
Terrains	5 810 586,00		5 810 586,00	828 343,00
Bâtiments	77 053 960,45		77 053 960,45	50 793 635,31
Autres Immobilisations Corporelles	275 743 177,81	153 644 909,59	122 098 268,22	557 093 109,77
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours				26 260 325,14
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants				
Impôts différés actifs				
TOTAL ACTIF NON COURANT	358 607 724,26	153 644 909,59	204 962 814,67	635 180 722,32
ACTIFS COURANT				
Stocks en cours	41 794 214,42		41 794 214,42	4 597 231,76
Créances et emplois assimilés				
Clients				64 372,69
Autres débiteurs				100 737 203,82
Impôts et assimilés	154 375,00		154 375,00	
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs Financiers courants				
Tresorerie	22 898 131,39		22 898 131,39	20 404 229,29
TOTAL ACTIF COURANT	64 846 720,81		64 846 720,81	125 803 037,56
TOTAL GENERAL ACTIF	423 454 445,07	153 644 909,59	269 809 535,48	760 983 759,88

MATRIÈRE DESTINÉE À L'ADMINISTRATION

NIF

Designation de l'entreprise : SNC AYACHI SAID
 Activité : FABRICATION CARRELAGE
 Adresse : ZI OULED SALAH TAHER



Exercice clos le 31/12/2014 *

BILAN (PASSIF)

PASSIF	Montant N	Montant N-1
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	-	-
Capital non appelé	15 000 000,00	15 000 000,00
Primes et Reserves	-	-
Ecart de réévaluation	-	-
Ecart d'équivalence	-	-
Résultat Net	5 467 200,00	15 575 403,67
Autres Capitaux propres-Report à Nouveau	92 050 694,61	81 127 339,94
TOTAL I	112 517 894,61	111 702 743,61
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et Dettes Financières	-	-
Impôts différés et provisionnés	84 635 018,89	121 616 195,44
Autres Dettes non courantes	-	-
Provisions et Produits Constatés d'avance	-	-
TOTAL II	84 635 018,89	121 616 195,44
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	-	-
Impôts	67 128 856,75	191 972 042,99
Autres dettes	932 306,00	109 728 997,67
Tresorerie Passives	819 611,56	204 670 193,50
	3 775 847,67	21 293 586,67
TOTAL III	72 656 621,98	527 664 820,83
TOTAL PASSIF (I+II+III)	269 809 535,48	760 983 759,88

(1) À utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés.

IMPRIMÉ DESTINÉ AU CONTRIBUABLE

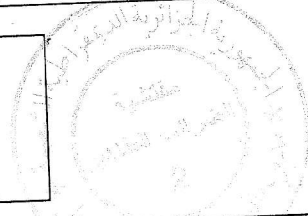
NIF 0 9 9 7 1 8 0 6 0 5 1 5 8 2 1

□ □ □ □ □ □ □ □ □ □

Designation de l'entrepreneur: SNC AYACHI SAID

Activité: FABRICATION CARRELAGE -GR

Adresse: ZI OULED SALAH TAHER



29 AVR 2015

Exercice du 01/01/2014 au 31/12/2014

COMPTES DE RESULTAT

DESIGNATION	N		N-1	
	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
Vente de Marchandises	-	-	-	282 006 116,71
Produits fabriqués	-	234 356 986,85	-	-
Production vendue Prestations de services	-	-	-	-
Vente de travaux	-	-	-	699 676,00
Produits Annexes	-	-	-	-
Rabais, remises, ristournes accordées	-	-	-	-
Chiffre d'affaire net des rabais remises et ristou	-	234 356 986,85	-	282 705 792,71
Production stockée ou destockée	-	27 509 650,00	-	-
Production immobilisée	-	-	-	-
Subvention d'exploitation	-	-	-	-
I. Production de l'exercice	-	261 866 636,85	-	282 705 792,71
Achats de marchandises vendues	-	-	140 342 554,21	-
Matières premières	90 846 907,48	-	46 948 103,35	-
Autres approvisionnements	36 302 200,33	-	-	-
Variation des Stocks	-	-	-	-
Achat d'études et de prestations de services	-	-	7 261 416,82	-
Autres consommations	6 022 448,59	-	-	-
Rabais ristournes remises obtenues sur Achats	-	-	-	-
Sous-traitance Générale	-	-	525 408,00	-
SERVICES Location	401 308,00	-	60 449,50	-
Entretiens réparation et maintenance	382 689,12	-	2 237 238,59	-
Prime d'assurance	1 517 869,55	-	-	-
EXTERIEUR Personnel extérieur à l'entreprise	-	-	-	-
Remunerations d'intermédiaires et honor	-	-	63 850,00	-
Publicité	-	-	-	-
Déplacements missions et réception	-	-	6 993 736,36	-
Autres services	11 355 706,44	-	-	-
Rabais remises ristournes obtenus sur services e	-	-	-	-
II. Consommations de l'exercice	146 829 129,51	-	204 432 756,83	-
III. Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)	-	115 037 507,34	-	78 273 035,88
Charges de personnel	24 221 398,84	-	23 702 652,45	-
Impôts et taxes et versements assimilés	3 394 179,63	-	3 884 120,00	-
IV. Excédent brut d'exploitation	-	87 421 928,87	-	50 686 263,43

IMPRIME DESTINE AU CONTRIBUABLE

NIF 0 9 9 7 1 8 0 6 0 5 1 5 8 2 1

□ □ □ □ □

Designation de l'entrepri SNC AYACHI SAID

Activité : FABRICATION CARRELAGE -GR

Adresse : ZI OULED SALAH TAHER

29 AVR 2015

Exercice du 01/01/2014 au 31/12/2014

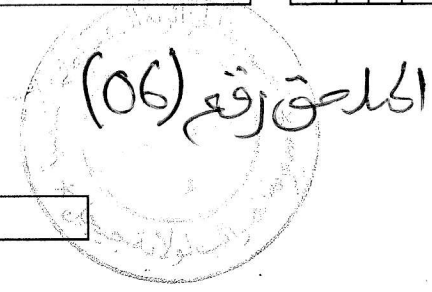
DESIGNATION	N		N-1	
	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
Autres produits opérationnels	-	-	-	3 584 627,77
Autres charges opérationnelles	17 557 716,19	-	1 458 282,29	-
Dotations aux amortissements	58 320 960,21	-	28 753 958,14	-
Provision	-	-	-	-
Pertes de valeur	-	-	-	-
Reprise sur pertes de valeur et provisions	-	-	-	-
V-Résultat opérationnel	-	11 543 252,47	-	24 058 650,77
Produits financiers	-	135 489,94	-	1 800 654,21
Charges financières	6 211 542,41	-	6 633 619,31	-
VI-Résultat financier	6 076 052,47	-	4 832 965,10	-
VII-Résultat ordinaire (V+VI)	-	-	-	-
Eléments extraordinaires (produits)	-	-	-	-
Eléments extraordinaires (Charges)	-	-	-	-
VIII-Résultat extraordinaire	-	-	-	-
Impôts exigibles sur résultats	-	-	3 650 282,00	-
Impôts différés (variations) sur résultats ordinai	-	-	-	-
IX - RESULTAT DE L'EXERCICE	-	5 467 200,00	-	15 575 403,67

(*) à détailler sur état annexe

Désignation de l'entreprise **SNC AYACHI SAID**

Activité : **FABRICATION CARRELAGE**

Adresse : **Z.I OULED SALAH TAHER**



Exercice clos le **31-12-2015**

BILAN (ACTIF)

ACTIF	N			N-1
	Montants Bruts	Amortissements provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS	-	-	-	-
Ecart d'acquisition-Good will positif ou negatif	-	-	-	-
Immobilisation Incorporelles	49 169,00	-	49 169,00	-
Immobilisations corporelles	-	-	-	-
Terrains	5 810 586,00	-	5 810 586,00	5 810 586,00
Bâtiments	77 053 960,45	-	77 053 960,45	77 053 960,45
Autres immobilisations Corporelles	600 077 781,26	201 174 309,85	398 903 471,41	122 098 268,22
Immobilisations en concession	-	-	-	-
Immobilisations en cours	-	-	-	-
Immobilisations financières	-	-	-	-
Titres mis en equivalence	-	-	-	-
Autres participations et créances rattachées	-	-	-	-
Autres titres immobilisés	-	-	-	-
Prêts et autres actif financiers non courants	-	-	-	-
Impôts différés actifs	-	-	-	-
TOTAL ACTIF NON COURANT	682 991 496,71	201 174 309,85	481 817 186,86	204 962 814,67
ACTIFS COURANT	-	-	-	-
Stocks en cours	70 985 438,41	-	70 985 438,41	41 794 214,42
Créances et emplois assimilés	-	-	-	-
Clients	-	-	-	-
Autres debiturs	-	-	-	-
Impôts et assimilés	949 291,22	-	949 291,22	154 375,00
Autres créances et emplois assimilés	-	-	-	-
Disponibilités et assimilés	-	-	-	-
Placements et autres actifs Financiers couran	-	-	-	-
Trésorerie	6 260 973,90	-	6 260 973,90	22 898 131,39
TOTAL ACTIF COURANT	78 195 703,53	-	78 195 703,53	64 846 720,81
TOTAL GENERAL ACTIF	761 187 200,24	201 174 309,85	560 012 890,39	269 809 535,48

Designation de l'entreprise : SNC AYACHI SAID

Activité : FABRICATION CARRELAGE

Adresse : Z.I OULED SALAH TAHER

Exercice clos le 31-12-2015

BILAN (PASSIF)

PASSIF	Montant N	Montant N-I
CAPITAUX PROPRES	-	-
Capital émis	15 000 000,00	15 000 000,00
Capital non appelé	-	-
Primes et Reserves	-	-
Ecart de réévaluation	-	-
Ecart d'équivalence	-	-
Resultat Net	12 529 621,97	5 467 200,00
Autres Capitaux propres-Report à Nouveau	87 531 318,71	92 050 694,61
TOTAL I	115 060 940,68	112 517 894,61
PASSIF NON COURANT	-	-
Empruns et Dettes Financières	45 868 447,83	84 635 018,89
Impôts différés et provisionnés	-	-
Autres Dettes non courantes	-	-
Provisions et Produits Constatés d'avance	-	-
TOTAL II	45 868 447,83	84 635 018,89
PASSIFS COURANTS	-	-
Fournisseurs et comptes rattachés	79 237 099,87	67 128 856,75
Impôts	221 679,00	932 306,00
Autres dettes	319 624 723,01	819 611,56
Tresorerie Passives	-	3 775 847,67
TOTAL III	399 083 501,88	72 656 621,98
TOTAL PASSIF (I+II+III)	560 012 890,39	269 809 535,48

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'etas financiers consolidés.

Designation de l'entrepri **SNC AYACHI SAID**

Activité : FABRICATION CARRELAGE

Adresse : Z.I OULED SALAH TAHER

Exercice du **01-01-2015** au **31-12-2015**

COMPTES DE RESULTAT

DESIGNATION	N		N-1	
	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
Vente de Marchandises	-	-	-	-
Produits Fabriqués	-	242 945 498,79	-	234 356 986,85
Production vendue	-	-	-	-
Prestations de services	-	-	-	-
Vente de travaux	-	-	-	-
Prduits Annexes	-	-	-	-
Rabais,remises,ristournes accordées	-	-	-	-
Chiffre d'affaire net des rabais remises et ristou	-	242 945 498,79	-	234 356 986,85
Production stockée ou destockée	-	2 947 290,00	-	27 509 650,00
Production immobilisée	-	-	-	-
Subvention d'exploitation	-	-	-	-
I- Production de l'exercice	-	245 892 788,79	-	261 866 636,85
Achats de marchandises vendues	-	-	-	-
Matières premières	104 381 975,72	-	90 846 907,48	-
Autres approvisionnements	23 959 719,83	-	36 302 200,33	-
Variation des Stocks	-	-	-	-
Achat d'études et de prestations de services	-	-	-	-
Autres consommations	7 279 529,71	-	6 022 448,59	-
Sous-traitance Générale	-	-	-	-
SERVICES Location	375 408,00	-	401 308,00	-
Entretiens réparation et maintenance	333 900,00	-	382 689,12	-
Prime d'assurance	1 427 829,68	-	1 517 869,55	-
EXTERIEURS Personnel exterieur à l'entreprise	-	-	-	-
Rémunerations d'intermediaires et hono	-	-	-	-
Publicité	-	-	-	-
Deplacements missions et réception	-	-	-	-
Autres services	7 703 039,26	-	11 355 706,44	-
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services e	-	-	-	-
II-Consommations de l'exercice	145 461 402,20	-	146 829 129,51	-
III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)	-	100 431 386,59	-	115 037 507,34
Charges de personnel	25 597 889,96	-	24 221 398,84	-
Impôts et taxes et versements assimilés	2 919 203,57	-	3 394 179,63	-
IV-Excédent brut d'exploitation	-	71 914 293,06	-	87 421 928,87

Désignation de l'entrepri **SNC AYACHI SAID**

Activité : FABRICATION CARRELAGE

Adresse : Z.I OULED SALAH TAHER

Exercice du **01-01-2015** au **31-12-2015**

DESIGNATION	N		N-1	
	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
Autres produits opérationnels	-	3 204 733,00	-	-
Autres charges opérationnelles	380 519,68	-	17 557 716,19	-
Dotations aux amortissements	57 603 620,21	-	58 320 960,21	-
Provision	-	-	-	-
Pertes de valeur	-	-	-	-
Reprise sur pertes de valeur et provisions	-	-	-	-
V-Résultat opérationnel	-	17 129 106,12	-	11 543 252,47
Produits financiers	-	77 235,78	-	135 489,94
Charges financières	4 676 719,93	-	6 211 542,41	-
VI-Résultat financier	4 599 484,15	-	6 076 052,47	-
VII-Résultat ordinaire (V+VI)	4 522 248,37	12 529 621,97	5 940 562,53	-
Eléments extraordinaires (produits)	-	-	-	-
Eléments extraordinaires (Charges)	-	-	-	-
VIII-Résultat extraordinaire	-	-	-	-
Impôts exigibles sur résultats	-	-	-	-
Impôts différés (variations) sur résultats ordinai	-	-	-	-
IX - RESULTAT DE L'EXERCICE	-	12 529 621,97	-	5 467 200,00

(*) à détailler sur état annexe

Designation de l'entreprise: SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIE

الملاحق رقم (07)

Activité:

Adresse: TAHER JIJEL

Exercice clos le

31/12/16

BILAN (ACTIF)

ACTIF	2016			2015
	Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles	49 169		49 169	49 169
Immobilisations corporelles				
Terrains	5 810 586		5 810 586	5 810 586
Bâtiments	77 053 960		77 053 960	77 053 960
Autres immobilisations corporelles	731 105 263	257 034 793	474 070 470	398 903 471
Immobilisations en concession				
Immobilisations encours				
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants				
Impôts différés actif				
TOTAL ACTIF NON COURANT	814 018 979	257 034 793	556 984 185	481 817 186
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	60 794 360		60 794 360	70 985 438
Créances et emplois assimilés				
Clients				
Autres débiteurs	445 241		445 241	
Impôts et assimilés	4 153 623		4 153 623	949 291
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	15 168 071		15 168 071	6 260 973
TOTAL ACTIF COURANT	80 561 296		80 561 296	78 195 703
TOTAL GENERAL ACTIF	894 580 276	257 034 793	637 545 482	560 012 890

Désignation de l'entreprise: SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIE

Activité:

Adresse: TAHER JIJEL

Exercice clos le

31/12/16

BILAN (PASSIF)

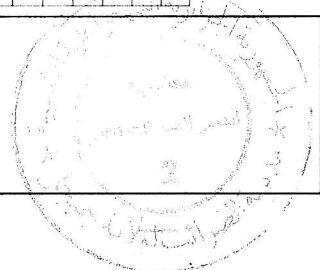
	2016	2015
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	15 000 000	15 000 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)		
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	13 762 774	12 529 621
Autres capitaux propres - Report à nouveau	95 777 118	87 531 318
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
TOTAL I	124 539 892	115 060 940
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	64 379 496	45 868 447
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance		
TOTAL II	64 379 496	45 868 447
PASSIFS COURANTS:		
Fournisseurs et comptes rattachés	73 903 495	79 237 099
Impôts	396 507	221 679
Autres dettes	365 242 090	319 624 723
Trésorerie passif	9 083 999	
TOTAL III	448 626 093	399 083 501
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	637 545 482	560 012 890

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

Designation de l'entreprise: SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIE

Activité: FABRICATION CARRELAGE

Adresse: TAHER JIJEL



Exercice du 01/01/16 au 31/12/16

COMPTE DE RESULTAT

RUBRIQUES	2016		2015	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Ventes de marchandises				
Production vendue	Produits fabriqués	266 863 691		
	Prestations de services			
	Vente de travaux			242 945 498
Produits annexes				
Rabais, remises, ristournes accordés				
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournes		266 863 691		242 945 498
Production stockée ou déstockée	30 456 940			2 947 290
Production immobilisée				
Subventions d'exploitation				
I-Production de l'exercice		236 406 751		245 892 788
Achats de marchandises vendues				
Matières premières	82 191 515		104 381 975	
Autres approvisionnements	12 966 305		23 959 719	
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services				
Autres consommations	29 149 085		7 279 529	
Rabais; remises, ristournes obtenus sur achats				
Services extérieurs	Sous-traitance générale			
	Locations	375 408		375 408
	Entretien, réparations et maintenance	459 361		333 900
	Primes d'assurances	1 423 723		1 427 829
	Personnel extérieur à l'entreprise			
	Rémunération d'intermédiaires et honoraires	124 570		7 703 039
	Publicité	85 000		
	Déplacements, missions et réceptions			
Autres services	8 878 826			
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
II-Consommations de l'exercice	135 653 796		145 461 402	
III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)		100 752 954		100 431 386

... la suite sur la page suivante

FORME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F

Désignation de l'entreprise: SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIE

Activité: FABRICATION CARRELAGE

Adresse: TAHER JIJEL

Exercice du 01/01/16 au 31/12/16

COMPTE DE RESULTAT ././.

RUBRIQUES	2016		2015	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Charges de personnel	24 758 025		25 597 889	
Impôts et taxes et versements assimilés	2 532 240		2 919 203	
IV-Excédent brut d'exploitation		73 462 688		71 914 293
Autres produits opérationnels		3 019 190		3 204 733
Autres charges opérationnelles	124 110		380 519	
Dotations aux amortissements	61 408 916		57 609 400	
Provision				
Pertes de valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
V-Résultat opérationnel		14 948 852		17 129 106
Produits financiers		187 904		77 235
Charges financières	1 373 982		4 676 719	
VI-Résultat financier	1 186 078		4 599 484	
VII-Résultat ordinaire (V+VI)		13 762 774		12 529 621
Eléments extraordinaires (produits) (*)				
Eléments extraordinaires (charges) (*)				
VIII-Résultat extraordinaire				
Impôts exigibles sur résultats				
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaire				
IX-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		13 762 774		12 529 621

(*) A détailler sur état annexe à joindre

Désignation de l'entreprise: SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIE

Activité:

Adresse:

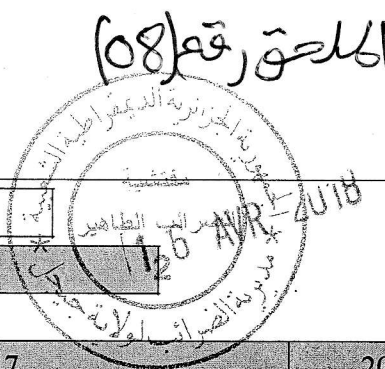
ZI OULED SALAH TAHER JIJEL

Exercice clos le

31/12/17

BILAN (ACTIF)

ACTIF	2017			2016
	Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles	49 169		49 169	49 169
Immobilisations corporelles				
Terrains	5 810 586		5 810 586	5 810 586
Bâtiments	77 053 960		77 053 960	77 053 960
Autres immobilisations corporelles	768 917 190	310 966 972	457 950 218	474 070 470
Immobilisations en concession				
Immobilisations encours				
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants				
Impôts différés actif				
TOTAL ACTIF NON COURANT	851 830 906	310 966 972	540 863 934	556 984 185
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	66 405 298		66 405 298	60 794 360
Créances et emplois assimilés				
Clients				
Autres débiteurs	310 678		310 678	445 241
Impôts et assimilés	984 420		984 420	4 153 623
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	24 351 300		24 351 300	15 168 071
TOTAL ACTIF COURANT	92 051 698		92 051 698	80 561 296
TOTAL GENERAL ACTIF	943 882 605	310 966 972	632 915 633	637 545 482



Dénomination de l'entreprise: SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIE

Activité:

Adresse:

Z.I OULED SALAH TAHER JIJEL

Exercice clos le

31/12/17

BILAN (PASSIF)

	2017	2016
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	15 000 000	15 000 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)		
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	10 430 515	13 762 774
Autres capitaux propres - Report à nouveau	109 539 892	95 777 118
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
TOTAL I	134 970 408	124 539 892
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	46 865 328	64 379 496
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance		
TOTAL II	46 865 328	64 379 496
PASSIFS COURANTS:		
Fournisseurs et comptes rattachés	78 195 331	73 903 495
Impôts	2 147 484	410 532
Autres dettes	364 285 966	365 228 065
Trésorerie passif	6 451 113	9 083 999
TOTAL III	451 079 896	448 626 093
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	632 915 633	637 545 482

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

Dénomination de l'entreprise: SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIE

Activité:

Adresse:

ZI OULED SALAH TAHER JIJEL

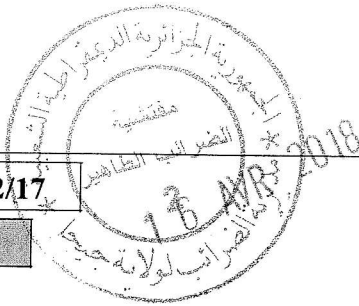
Exercice du

01/01/17

au

31/12/17

COMPTE DE RESULTAT



RUBRIQUES		2017		2016	
		DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Ventes de marchandises					
Production vendue	Produits fabriqués		189 645 721		266 863 691
	Prestations de services				
	Vente de travaux				
Produits annexes					
Rabais, remises, ristournes accordés					
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournes			189 645 721		266 863 691
Production stockée ou déstockée			16 154 725	30 456 940	
Production immobilisée					
Subventions d'exploitation					
I-Production de l'exercice			205 800 446		236 406 751
Achats de marchandises vendues					
Matières premières		79 700 401		82 191 515	
Autres approvisionnements		5 669 979		12 966 305	
Variations des stocks					
Achats d'études et de prestations de services					
Autres consommations		9 648 530		29 149 085	
Rabais; remises, ristournes obtenus sur achats					
Services extérieurs	Sous-traitance générale				
	Locations	430 840		375 408	
	Entretien, réparations et maintenance	268 500		459 361	
	Primes d'assurances	2 090 563		1 423 723	
	Personnel extérieur à l'entreprise				
	Rémunération d'intermédiaires et honoraires	35 000		124 570	
	Publicité	255 520		85 000	
Déplacements, missions et réceptions					
Autres services		2 745 522		8 878 826	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs					
I-Consommations de l'exercice		100 844 857		135 653 796	
II-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)			104 955 589		100 752 954

../.. la suite sur la page suivante

Signature de l'entreprise: SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIE

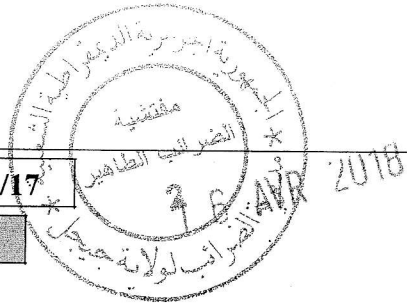
Activité:

Adresse:

ZI OULED SALAH TAHER JIJEL

Exercice du 01/01/17 au 31/12/17

COMPTE DE RESULTAT ../..



RUBRIQUES	2017		2016	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Charges de personnel	25 943 144		24 758 025	
Impôts et taxes et versements assimilés	3 178 425		2 532 240	
IV-Excédent brut d'exploitation		75 834 019		73 462 688
Autres produits opérationnels		5 014 677		3 019 190
Autres charges opérationnelles	670 934		124 110	
Dotations aux amortissements	66 201 409		61 408 916	
Provision				
Pertes de valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
V-Résultat opérationnel		13 976 353		14 948 852
Produits financiers		17 409		187 904
Charges financières	3 563 247		1 373 982	
VI-Résultat financier	3 545 838		1 186 078	
VII-Résultat ordinaire (V+VI)		10 430 515		13 762 774
Eléments extraordinaires (produits) (*)				
Eléments extraordinaires (charges) (*)				
VIII-Résultat extraordinaire				
Impôts exigibles sur résultats				
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaire				
IX-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		10 430 515		13 762 774

(*) A détailler sur état annexe à joindre

Désignation de l'entreprise: SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIE

Activité:

FABRICATION DE CARRELAGE GRANITO

Adresse:

Z.I OULED SALAH TAHER JIJEL

Exercice clos le

31/12/18

BILAN (ACTIF)

ACTIF	Montants Bruts	2018		2017
		Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles	49 169		49 169	49 169
Immobilisations corporelles				
Terrains	5 810 586		5 810 586	5 810 586
Bâtiments	77 053 960		77 053 960	77 053 960
Autres immobilisations corporelles	752 623 311	355 546 833	397 076 477	457 950 218
Immobilisations en concession				
Immobilisations encours				
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants				
Impôts différés actif				
TOTAL ACTIF NON COURANT	835 537 026	355 546 833	479 990 192	540 863 934
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	89 913 657		89 913 657	66 405 298
Créances et emplois assimilés				
Clients				
Autres débiteurs	984 597		984 597	310 678
Impôts et assimilés	1 016 268		1 016 268	984 420
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	47 404 751		47 404 751	24 351 300
TOTAL ACTIF COURANT	139 319 275		139 319 275	92 051 698
TOTAL GENERAL ACTIF	974 856 302	355 546 833	619 309 468	632 915 633

Désignation de l'entreprise: SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIE

Activité: FABRICATION DE CARRELAGE GRANITO

Adresse: Z.I OULED SALAH TAHER JIJEL

Exercice clos le

31/12/18

BILAN (PASSIF)

	2018	2017
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	15 000 000	15 000 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)		
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	8 780 737	10 430 515
Autres capitaux propres - Report à nouveau	147 493 895	109 539 892
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
TOTAL I	171 274 633	134 970 408
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	26 321 924	46 865 328
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance		
TOTAL II	26 321 924	46 865 328
PASSIFS COURANTS:		
Fournisseurs et comptes rattachés	54 877 149	78 195 331
Impôts	1 812 649	2 147 484
Autres dettes	359 502 850	364 285 966
Trésorerie passif	5 520 260	6 451 113
TOTAL III	421 712 910	451 079 896
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	619 309 468	632 915 633

(1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

Désignation de l'entreprise: SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIE

Activité:

FABRICATION DE CARRELAGE GRANITO

Adresse:

Z.I OULED SALAH TAHER JIJEL

Exercice du

01/01/18

du

31/12/18

COMPTE DE RESULTAT

RUBRIQUES	2018		2017	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Ventes de marchandises				
Production vendue	Produits fabriqués	167 252 138		189 645 721
	Prestations de services			
	Vente de travaux			
Produits annexes				
Rabais, remises, ristournes accordés				
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournes		167 252 138		189 645 721
Production stockée ou déstockée		4 868 433		16 154 725
Production immobilisée				
Subventions d'exploitation				
I-Production de l'exercice		172 120 571		205 800 446
Achats de marchandises vendues				
Matières premières	56 936 165		79 700 401	
Autres approvisionnements	5 830 119		5 669 979	
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services				
Autres consommations	9 882 944		9 648 530	
Rabais; remises, ristournes obtenus sur achats				
Services extérieurs	Sous-traitance générale			
	Locations	275 580		430 840
	Entretien, réparations et maintenance	329 998		268 500
	Primes d'assurances	1 329 791		2 090 563
	Personnel extérieur à l'entreprise			
	Rémunération d'intermédiaires et honoraires	560 000		35 000
	Publicité	545 498		255 520
Déplacements, missions et réceptions				
Autres services	3 847 179		2 745 522	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
II-Consommations de l'exercice	79 537 276		100 844 857	
III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)		92 583 294		104 955 589
Charges de personnel	32 062 581		25 943 144	
Impôts et taxes et versements assimilés	1 757 604		3 178 425	
IV-Excédent brut d'exploitation		58 763 109		75 834 019
Autres produits opérationnels		18 948 953		5 014 677
Autres charges opérationnelles	475 374		670 934	
Dotations aux amortissements	65 690 933		66 201 409	
Provision				
Pertes de valeur				

... la suite sur la page suivante

Désignation de l'entreprise: SNC AYACHI SAID ET SON ASSOCIE

Activité: FABRICATION DE CARRELAGE GRANITO

Adresse: Z.I OULED SALAH TAHER JUEL

Exercice du 01/01/18 au 31/12/18

COMPTES DE RESULTAT

17 AVR 2019

RUBRIQUES	2018		2017	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
V-Résultat opérationnel		11 545 753		13 976 353
Produits financiers		169 397		17 409
Charges financières	2 934 413		3 563 247	
VI-Résultat financier	2 765 015		3 545 838	
VII-Résultat ordinaire (V+VI)		8 780 737		10 430 515
Eléments extraordinaires (produits) (*)				
Eléments extraordinaires (charges) (*)				
VIII-Résultat extraordinaire				
Impôts exigibles sur résultats				
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaire				
IX-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		8 780 737		10 430 515

(*) A détailler sur état annexe à joindre

المخلص :

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر قرار التمويل على ربحية المؤسسة الاقتصادية في مؤسسة "عياشي سعيد" لإنتاج البلاط خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2018، باستعمال مجموعة من المؤشرات التي تربط بين المصادر التمويلية وربحية المؤسسة قصد اتخاذ القرار التمويلي الأمثل، وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي لتحليل هذا الارتباط باستخدام الأدوات المتمثلة في المسح المكتبي، المقابلة والوثائق المالية الداخلية للمؤسسة.

تكمن أهمية الدراسة في الدور الفعال لقرار التمويل ضمن الإستراتيجية المالية للمؤسسة، والتي تهدف إلى البحث عن المزيج التمويلي الأمثل لتشكيل هيكلها المالي، من أجل تحقيق أعلى عائد بأقل تكلفة ممكنة.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين ربحية المؤسسة والاستدانة، كما تم التوصل إلى أن المؤسسة محل الدراسة تنتهج خطة تمويلية ملائمة تتناسب مع نشاطها من خلال اعتمادها المتزايد على الأموال الخاصة على حساب الديون.

الكلمات المفتاحية: قرار التمويل، تكلفة التمويل، المردودية، الربحية، الرفع المالي.

Abstract

This study aims at identifying the impact of the financing decision on the profitability of the economic institution in Ayashi Said for the production of tiles during the period from 2009 to 2018 using a set of indicators linking the financial sources and the profitability of the institution in order to make the optimal funding decision. An analytical descriptive approach to analyze this correlation using the tools of office survey, interview and internal financial documents of the institution.

The importance of the study lies in the effective role of the financing decision within the financial strategy of the institution, which aims to find the optimal financial mix to shape its financial structure in order to achieve the highest return at the lowest possible cost.

The study found that there is an inverse relationship between the profitability of the institution and the debt. It was also concluded that the institution under study adopts an appropriate financing plan commensurate with its activity through its increased dependence on private funds at the expense of debt.

Key words: financing decision, cost of financing, profitability, profitability, financial leverage.