

تأثير قرار التمويل على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة  
دراسة حالة مؤسسة حنونة حليب بالمسيلة للفترة (2015-2018)

The impact of the financing decision on the profitability of small and medium enterprises -Hodna Milk enterprise as a case study-

عمار بن حميدة<sup>1\*</sup>، منصر الياس<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مخبر السياسات التنموية والدراسات الإستشرافية، جامعة البويرة (الجزائر).

[a.benhimida@univ-bouira.dz](mailto:a.benhimida@univ-bouira.dz)

<sup>2</sup> جامعة البويرة (الجزائر)، [i.mancer@univ-bouira.dz](mailto:i.mancer@univ-bouira.dz)

تاريخ النشر: 2021/12/31

تاريخ القبول: 2021/12/17

تاريخ الاستلام: 2021/05/28

**Abstract :**

The study aims at revealing the relationship between the decision to reconstruct the establishment financial architecture and the extent to which it contributes in improving its return through studying the leverage. The research importance lies in the way of making the appropriate funding decision, which is reflected, in a way or another, on the establishment present and future.

The study has been concluded with the result that making the financial decision concerning the establishment funding, the study place, has a negative impact on the return rates i.e. whenever the loans volume increases, the return decreases, which means that the leverage effect is negative.

**Keywords:** leverage; funding decision; economic return; financial return; financial construction.

**JEL Classification:** G32; O16.

**مستخلص:**

هدفت الدراسة إلى إبراز العلاقة بين قرار تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة محل الدراسة ومدى مساهمته في تحسين مردوديتها، من خلال دراسة أثر الرافعة المالية، وتكمن أهمية البحث في كيفية اتخاذ القرار التمويلي المناسب الذي سينعكس بصورة أو بأخرى على حاضر ومستقبل المؤسسة.

توصلت الدراسة إلى أن اتخاذ القرار بشأن التمويل في المؤسسة محل الدراسة ذو تأثير سلبي على معدلات المردودية، أي أنه كلما زاد حجم القروض كلما تناقصت المردودية، بمعنى أن أثر الرافعة المالية

**الكلمات المفتاحية:** رافعة مالية؛ قرار تمويل؛ مردودية اقتصادية؛ مردودية مالية؛ هيكل مالي.

**تصنيفات JEL:** G32؛ O16.

## مقدمة

تسعى المؤسسات عموماً إلى تحسين الأداء المالي لها، ولكن المشكلة التي تواجهها تكمن في صعوبة تحديد ذلك المزيج التمويلي الذي يؤدي إلى تحسين مردوديتها وبالتالي تعظيم قيمتها السوقية وكذلك ثروة المالكين. في هذا الصدد يعد قرار التمويل أداة هامة ضمن السياسة المالية التي تسعى من خلالها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى تحقيق أهدافها التي تتمحور أساساً حول مسعى تعظيم العائد من جهة وتخفيض التكاليف والمخاطر من جهة أخرى، فعدم تجانس مصادر التمويل سواء من حيث خصائصها أو تكاليفها أو طريقة الحصول عليها يتيح للمؤسسة الاقتصادية فرصة المفاضلة بغية اتخاذ القرار الأنسب بشأن تشكيل هيكل مالي ينسجم مع واقع المؤسسة ويتماشى وأهدافها المسطرة.

ويعتبر تحسين المردودية من أهم الأهداف التي تسعى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتحقيقها، فهي تعتبر أمراً ضرورياً لبقائها واستمراريتها، كما يتم من خلالها تدعيم المركز المالي للمؤسسة مما يجعلها أكثر قدرة على مواجهة مختلف الالتزامات والأخطار التي قد تعترض طريقها.

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

### ما مدى مساهمة قرار التمويل في تحسين مردودية مؤسسة حضنه حليب؟

تندرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية وهي:

- ما هو مفهوم قرار التمويل وما هي محدداته؟
- ما المقصود بالمردودية وأثر الرافعة المالية؟
- هل يوجد تأثير للرفع المالي مقاساً بالديون المالية إلى إجمالي الأموال الخاصة على نسبة المردودية المالية؟
- من خلال طرح الإشكالية والأسئلة الفرعية لها فإنه من الضروري تقديم بعض الفرضيات التي ستكون منطلقاً للدراسة وهي كما يلي:
- قرار التمويل هو تحديد التوليفة المثلى من أموال الملكية وأموال الاستدانة والتي تسمح للمؤسسة بتغطية احتياجاتها والتزاماتها المالية، بما يضمن لها تحقيق أهدافها الإستراتيجية.
- تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة ويدخل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية، أما أثر الرافعة المالية وتعني قيام المؤسسة باستخدام أموال الغير من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن للمالكين وأصحاب المؤسسة؛

- يوجد أثر للرفع المالي مقاسا بالديون المالية إلى إجمالي الأموال الخاصة على نسبة المردودية المالية لمؤسسة حضنة حليب:

## 1- الإطار النظري

سنقوم في هذه الفقرة بالإطلاع على الجانب النظري للدراسة بإيجاز من خلال التطرق إلى مفهوم قرار التمويل وأهم محدداته، وكذا معرفة المقصود بالمردودية المالية بالإضافة إلى المردودية الاقتصادية، كما تم تبين حالات أثر الرافعة المالية.

**1-1- مفهوم قرار التمويل:** يعد قرار التمويل من أهم القرارات التي يتخذها المسير المالي للمؤسسة لأنه لا يمكن أن يتخذ قرار الاستثمار قبل أن يعرف كيفية توفير التمويل اللازم له، والتأكد من أن الاموال المطلوبة يمكن توفيرها في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة، فقرار التمويل هو " 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. (الشيخي، 1998، صفحة 20) "

ركز هذا التعريف في البحث عن التوليفة المثلى من أموال الملكية وأموال الاستدانة والتي تسمح للمؤسسة بتغطية احتياجاتها والتزاماتها المالية، بما يضمن لها تحقيق أهدافها الإستراتيجية. فالقرار التمويلي يمر بالمراحل التالية (يحياوي، 2002، صفحة 87):

البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال، تقييم البدائل المتوفرة ثم اختيار البديل الأمثل على أساس العائد، التكلفة والمخاطرة، وبعد ذلك تأتي مرحلة التنفيذ والمتابعة.

**1-2- محددات قرار التمويل:** هناك عدة عوامل يجب أخذها بعين الاعتبار قبل اتخاذ قرار التمويل نذكر منها:

**1-2-1- الملاءمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام:** القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الأصول الثابتة من مصادر طويلة الأجل كأموال الملكية أو القروض طويلة الأجل أما المصادر قصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الاستخدامات قصيرة الأجل وتعتبر عملية الملاءمة هذه ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول (عقل، 2006، ص 155).

**1-2-2- الخطر:** ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة من منظورين هما خطر التشغيل وخطر التمويل، ويرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها، ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في

الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على القروض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها. (عقل، 2006، ص 156).  
أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة، ويؤدي مثل هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين، وقد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها.

**1-2-3- التكلفة:** تعتبر تكلفة الأموال من أهم العناصر التي تركز عليها القرارات المالية، وذلك على اعتبار أن تكلفة التمويل هذه تعد بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار (بوراس، 2008، ص 83)، فلكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة خاصة به يجب مراعاتها عند استعماله في تغطية الاحتياجات التمويلية المختلفة، وبالتالي فإن أفضل هيكل مالي هو الهيكل الذي تكون التكلفة المتوسطة المرجحة له في أدنى مستوى لها والذي يعظم أرباح السهم في الشركة بالتبعية.

**1-2-4- حجم المؤسسة:** تتوقف قابلية المؤسسة في اعتماد التمويل المقترض على حجمها، فالمؤسسات صغيرة الحجم تعتمد على التمويل الممتلك بشكل أساسي، بينما يزداد اعتماد المؤسسات على التمويل المقترض كلما توسعت وكبر حجمها، ويتباين مقياس الحجم فإما أن يكون موجودات المؤسسة أو مبيعاتها (العامري، 2010، ص 168).

## 1-2-2- المردودية الاقتصادية والمردودية المالية

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

**1-2-1- المردودية الاقتصادية:** تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من حساب النتائج، والأصول الاقتصادية من الميزانية الاقتصادية.  
تقاس المردودية بمعدل المردودية الاقتصادية كما يلي (قريشي، 2011، ص 281):

**معدل المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة ÷ الأصول الاقتصادية**

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

**1-2-2-المردودية المالية:** تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة ويدخل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية، حيث نأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج، والأموال الخاصة من الميزانية.

ويمكن حساب المردودية المالية بالعلاقة التالية (K.chiha, 2010, p. 58) :

$$\text{المردودية المالية} = \text{م.إ} + (\text{م.إ} - \text{ت.إ}) \times (\text{الاستدانة الصافية} \div \text{الأموال الخاصة})$$

ويقصد بالاستدانة الصافية مجموعة الديون القصيرة والمتوسطة وطويلة الأجل مخصوماً منها النقدية المتاحة في البنك والصندوق والتوظيفات المالية (مولود، 2018، ص 181). كما تحسب بالعلاقة التالية (meyer, 2014, p. 26) :

$$\text{المردودية المالية} = \text{النتيجة الصافية} \div \text{الاموال الخاصة} \times 100$$

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

**1-3- أثر الرافعة المالية:** المقصود بالرافعة المالية استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة، وقد تكون القروض أو الأسهم الممتازة حيث أن كلاهما له تكلفة ثابتة ويجب على المؤسسة الالتزام بدفعها (كراجة، 2006 ص 251)، ونعني بمبدأ أثر الرافعة المالية هو أنه عندما تقوم المؤسسة بالاستدانة واستثمار الأموال المقترضة في مجال نشاطها الصناعي والتجاري، فإنها تحصل من جراء ذلك على نتيجة اقتصادية التي من المفروض أن تكون أعلى من التكاليف المالية للاستدانة، ففي هذه الحالة تحقق المؤسسة فوائض تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الأموال المقترضة، هذا الفائض سوف يعود إلى المساهمين ويرفع بذلك مردودية الأموال الخاصة، و من هذه الخاصية سمي بأثر الرافعة، وتسمى أيضاً بالمتاجرة بالملكية وتعني قيام المؤسسة باستخدام أموال الغير من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن للمالكين وأصحاب المؤسسة (هندي، 2005، ص 265).

تعطى الصياغة الرياضية لأثر الرافعة المالية كما يلي (قريشي، 2011، ص 287):

$$R_{cp} = [R_e + (R_e - i) \cdot D \div C_p] \cdot (1 - i_s)$$

حيث تمثل:

Rcp : مردودية الأموال الخاصة.

Cp: الأموال الخاصة.

Re: معدل المردودية الاقتصادية.

i: المصاريف المالية (تكلفة الاستدانة)

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

iS : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

D÷Cp: الرافعة المالية.

(Re-i) . D÷Cp: أثر الرافعة المالية.

D: الاستدانة الصافية (الديون البنكية والمالية القصيرة والمتوسطة والطويلة الاجل مخفضاً منها القيم المنقولة للتوظيفات المالية و المتاحات.)

تؤثر الرافعة المالية على الربح الصافي بعد الفوائد والضرائب لأن الفوائد الثابتة التي تدفع على القروض يتم احتسابها وتخصم من الدخل الخاضع للضريبة، وبالتالي فإن استخدام الديون في تمويل استثمارات المؤسسة من شأنه تحسين مردوديتها.

## 2- الطريقة والإجراءات

تمت دراسة مردودية مؤسسة حضنة حليب على ضوء مؤشرات الرفع المالي، حيث اعتمدنا في ذلك على القوائم المالية الصادرة عن المؤسسة محل الدراسة من سنة 2015 إلى غاية سنة 2018، اذ قمنا بعرض تحليلي للهيكل المالي للمؤسسة واستخراج أهم النسب المالية، وهذا من أجل اختبار الفرضيات وكذلك اظهار العلاقة بين الهيكل المالي ومردودية المؤسسة. يتكون مجتمع الدراسة من مؤسسة حضنة حليب الرائدة في مجال الحليب ومشتقاته، أما عينة الدراسة فتتشكل من خلال سلسلة البيانات المستخرجة من القوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة من سنة 2015 إلى غاية سنة 2018.

يقسم موضوع البحث الى متغيرين أساسيين هما قرار التمويل كمتغير أول مستقل ومردودية المؤسسة كمتغير ثاني تابع، حيث تمت طريقة المعالجة عن طريق تحليل القوائم المالية للمؤسسة والتي تمثلت في الميزانيات المحاسبية وجدول حسابات النتائج للفترة (2015-2018) حيث قمنا باستخراج مختلف مصادر التمويل التي اعتمدت عليها المؤسسة خلال فترة الدراسة ومن ثم تطرقنا لتطورات كل مصدر خلال نفس الفترة، ثم انتقلنا الى حساب نسب المديونية وذلك لمعرفة الاهمية النسبية لكل مصدر ومدى الأمان المتاح للدائنين. وفي الاخير قمنا

تأثير قرار التمويل على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة  
دراسة حالة مؤسسة حضنة حليب بالمسيلة للفترة (2015-2018)

بحساب أثر الرافعة المالية انطلاقاً من حساب معدلات المردودية الاقتصادية والمردودية المالية لنفس الفترة.

2-1- نتائج الدراسة (التحليل والمناقشة)

يهدف محاولة الإجابة على التساؤل المطروح في بداية هذا البحث وتدعيماً لجانبه النظري، نتناول خلال هذه الفقرة دراسة تحليلية لتركيبية الهيكل التمويلي لمؤسسة حضنة حليب للفترة من سنة 2015 إلى غاية سنة 2018.

2-2- تحليل الهيكل المالي لمؤسسة حضنة حليب للفترة (2015-2018)

سيتم عرض وتحليل مكونات الهيكل التمويلي للمؤسسة، وهذا من أجل معرفة القدرة التمويلية للمؤسسة وحصر جميع مصادرها ومواردها التمويلية المستعملة في تمويل احتياجات دورتي الاستغلال والاستثمار للفترة (2015-2018).

الجدول رقم (01): الهيكل المالي لمؤسسة حضنة حليب للفترة (2015-2018) الوحدة: دج

2018	2017	2016	2015	
2.998.578.343,00	2.739.670.763,06	2.522.606.817,31	2.315.315.842,71	الأموال الخاصة
%30,73	% 28,71	% 28,41	% 24,62	الأموال الخاصة %
6.757.821.975,00	6.803.450.269,74	590,67.6.355.403	672,07.7.088.003	الديون
%69,27	% 71,29	% 71,59	% 75,38	الديون %
9.756.400.318,00	9.543.121.032,80	8.878.010.407,98	9.403.319.514,78	الموارد التمويلية

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية (2015-2018)

من خلال تحليل الهيكل المالي لمؤسسة حضنة حليب فإنه نلاحظ سيطرة الديون في تكوين الهيكل المالي لهذه المؤسسة، بينما كانت نسبة الأموال الخاصة ضعيفة، حيث لم تتجاوز في أقصى قيمة لها 30,73%، وهذا خلال كامل سنوات الدراسة، وهو ما يبين اعتماد المؤسسة على الديون في تمويل مشاريعها الاستثمارية، كما نلاحظ أن نسبة الديون في انخفاض مستمر، من 75,38% سنة 2015 إلى 69,27% سنة 2018، وبالموازاة مع ذلك نلاحظ كذلك أن الأموال الخاصة في ارتفاع مستمر، من 24,62% سنة 2015 إلى 30,73% سنة 2018، وهذا يدل على الإستراتيجية المتبعة من طرف إدارة المؤسسة، والتي تعمل على تسديد أقساط من الديون

والرفع من رأس مال المؤسسة عند تخصيص النتيجة، حيث تعمل هذه الأخيرة كل سنة وخلال عقد الجمعية العامة على توزيع جزء من الأرباح على الشركاء والجزء المتبقي يضاف إلى رأس المال.

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

**2-3- مصادر التمويل الداخلي:** يعتبر التمويل الذاتي أهم مورد داخلي، لذلك سنقوم بعرض

التمويل الذاتي لمؤسسة حضنة حليب للفترة الممتدة بين (2015-2018)

**2-3-1- التمويل الذاتي:** يمكننا حساب قدرة التمويل الذاتي وتطورها لمؤسسة حضنة حليب

للفترة من 2015 إلى 2018 انطلاقا من نتيجة الدورة الصافية مضاف إليها مخصصات

الإهلاكات والمؤونات، وهذا من خلال الجدول الموالي :

الجدول رقم (02): قدرة التمويل الذاتي لمؤسسة حضنة حليب (2015-2018) الوحدة: دج

السنوات	2015	2016	2017	2018
البيان				
نتيجة الدورة الصافية	303.944.156,12	296.037.922,72	298.299.971,06	341.103.826,00
مخصصات الإهلاكات	4.346.829.492,81	5.013.285.324,83	5.765.966.051,49	6.597.429.594,00
قدرة التمويل الذاتي	4.650.773.648,93	5.309.323.247,55	6.064.266.022,55	6.938.533.420,00
نسبة النمو	-	% 14,16	% 14,22	%14,41

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية (2015-2018)

يتبين لنا من خلال النتائج المتحصل عليها في الجدول رقم (02)، أن قدرة التمويل الذاتي

عرفت ارتفاعا مستمر من %14,16 سنة 2016 إلى %14,41 سنة 2018، وهذا مرده إلى ارتفاع

النتيجة الصافية التي حققتها المؤسسة وذلك خلال كامل سنوات الدراسة.

بالرغم من أن هذا الارتفاع في نسبة نمو التمويل الذاتي كان طفيفا إلا انه يدل على أن

المؤسسة تحقق في نتائج ايجابية.

تأثير قرار التمويل على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة  
دراسة حالة مؤسسة حضنة حليب بالمسيلة للفترة (2015-2018)

**2-3-2- الأموال الخاصة:** يحتل التمويل عن طريق الأموال الخاصة (أموال الملكية) حيزا كبيرا ضمن الهيكل التمويلي لمؤسسة حضنة حليب، كما أنه يشهد تطورا ملحوظا من سنة لأخرى خلال الفترة المدروسة (2015-2018).

الجدول رقم(03): تركيبة الأموال الخاصة للمؤسسة للفترة ( 2015-2018 ) الوحدة: دج

السنوات البيان	2015	2016	2017	2018
رأس مال تم إصداره	1.900.000.000,00	2.100.000.000,00	2.100.000.000,00	2.500.000.000,00
علاوات واحتياط ات	111.371.686,59	126.568.894,59	141.370.792,00	156.285.791,00
نتيجة صافية	303.944.156,12	296.037.922,72	298.299.971,06	3.401.103.825,00
مجموع الأموال الخاصة	2.315.315.842,71	2.522.606.817,31	2.739.670.763,06	2.998.578.343,00
نسبة النمو	-	%8,95	%8,60	%9,45

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية (2015-2018)

من خلال النظرة الأولى إلى الجدول رقم (03) نلاحظ أن الأموال الخاصة لمؤسسة حضنة حليب في ارتفاع مستمر على طول الفترة المدروسة، إلا أن سنة 2017 لم تشهد نسبة نمو كبيرة في الأموال الخاصة، وهذا راجع بالأساس إلى عدم ارتفاع رأس المال الاجتماعي خلال هذه السنة حيث تميز بالثبات، نتيجة عدم تخصيص النتيجة كما رأينا سابقا، فالزيادة التي حصلت في مجموع الأموال الخاصة مردها ارتفاع طفيف في النتيجة الصافية والاحتياطيات خلال سنتي 2016 و 2017.

**4-2- مصادر التمويل الخارجي:** نظرا لعدم قدرة الأموال الخاصة وحدها على تلبية مختلف الاحتياجات المالية للمؤسسة خلال الفترة المدروسة (2015-2018)، ما دفع بإدارة المؤسسة إلى

اللجوء لطلب موارد خارجية إضافية تتمثل في أموال الاستدانة، علما أن هذه الأخيرة تأخذ شكل قروض مصرفية قصيرة الأجل، وكذلك قروض مصرفية متوسطة وطويلة الأجل. 2-4-1- التمويل عن طريق الديون قصيرة الأجل: تختلف قيمة الديون قصيرة الأجل من سنة لأخرى والجدول رقم (04) يوضح لنا تطور الديون قصيرة الأجل لمؤسسة حضانة حليب للفترة (2015-2018).

الجدول رقم(04): تطور الديون قصيرة الاجل للمؤسسة للفترة ( 2015-2018) الوحدة: دج

السنوات البيان	2015	2016	2017	2018
موردون وحسابات ملحقة	1.130.508.660,51	980.392.800,29	1.548.945.332,38	1.633.241.391,00
ضرائب	26.567.555,86	60.634.793,68	168.928.364,89	130.777.193,00
ديون أخرى	872.182.371,95	884.938.324,51	509.777.987,77	794.936.677,00
خزينة سلبية	3.254.812.894,56	2.875.101.660,98	3.013.447.016,47	3.070.403.240,00
الديون قصيرة الاجل	5.284.071.482,88	4.801.067.579,46	5.241.098.701,51	5.629.358.501,00
نسبة النمو	-	(%9,14)	%9,17	%7,41

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية (2015-2018)

تمثل الديون قصيرة الأجل حصة جد معتبرة في الميزج التمويلي لمؤسسة حضانة حليب حيث يزيد متوسط ما تمثله من مجموع الخصوم خلال الفترة المدروسة عن 54%، ومن الجدول أعلاه نلاحظ انخفاض مجموع الديون قصيرة الأجل في سنة 2016 بنسبة 9,14% وهذا بسبب تسديد المؤسسة لقسط من القروض البنكية قصيرة الأجل، وفي سنة 2017 فقد شهدت الديون قصيرة الأجل ارتفاع بنسبة 9,17% وهذا راجع لارتفاع ديون الموردن بالإضافة إلى ارتفاع القروض المصرفية قصيرة الأجل.

2-4-2- التمويل عن طريق الديون متوسطة وطويلة الأجل: الجدول الموالي يبين تركيبة الديون متوسطة وطويلة الأجل، وتطورها لمؤسسة حضانة حليب خلال الفترة (2015-2018).

تأثير قرار التمويل على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة  
دراسة حالة مؤسسة حضنة حليب بالمسيلة للفترة (2015-2018)

الجدول رقم (05): تطور الديون متوسطة وط. الأجل للفترة (2015-2018) الوحدة: دج

2018	2017	2016	2015	السنوات البيان
1.128.463.474,00	1.561.162.841,23	1.553.147.284,21	1.802.743.462,19	قروض وديون مالية
1.188.727,00	1.188.727,00	1.188.727,00	1.188.727,00	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا
1.129.652.201,00	1.562.351.568,23	1.554.336.011,21	1.803.932.189,19	مجموع الديون متوسطة الأجل
(% 27,7)	%0,52	(%13,84)	-	نسبة النمو

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية (2015-2018).

نلاحظ من الجدول رقم (05) أن سنتي 2016 و 2018 تميزتا بانخفاض في حجم الديون متوسطة و طويلة الأجل بنسبة 13,84% و 27,7% على التوالي، وهذا بسبب تسديد المؤسسة لقسط من الديون متوسطة وطويلة الأجل، أما سنة 2017 فقد عرفت ارتفاع طفيف في مجموع الديون متوسطة الأجل وهذا بسبب حصول المؤسسة على قرض من البنك.  
2-5- تحليل نسب الهيكل المالي: يبين الجدول التالي نسب الهيكل المالي ذات الأهمية وطريقة حسابها وقيمتها في السنوات محل الدراسة.

الجدول رقم (06): نسب الهيكل المالي للمؤسسة للفترة (2015-2018) الوحدة: (%)

2018	2017	2016	2015	العلاقة	النسبة
%44	%40	%39	%33	الأموال الخاصة / مجموع الديون	الإستقلالية المالية
%69	%71	%72	%75	مجموع الديون / مجموع الأصول	الديون إلى إجمالي الأصول
%225	%248	%252	%306	مجموع الديون / أموال الملكية	المديونية العامة

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية (2015-2018).

**2-5-1- نسبة الاستقلالية المالية:** تشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي لمؤسسة حضانة حليب، ومدى اعتمادها على أموالها الخاصة، وكما نلاحظ من الجدول أن هذه النسبة بالرغم من أنها في تزايد من سنة لأخرى، إلا أنها متقاربة ولم تتجاوز في المتوسط 39% ما يعني أن حجم الديون أكبر من حجم الأموال الخاصة. ومنه نخلص إلى أن المؤسسة غير مستقلة ماليا، مما يعني أنها في وضعية مثقلة بالديون .

**2-5-2- نسبة الديون إلى إجمالي الأصول:** تسمى أيضا نسبة قابلية التسديد، فهي تعبر عن نسبة الضمان التي تمنحها المؤسسة لدائنها، بما يزيد من ثقتهم فيها، وكل ما كانت هذه النسبة أصغر كلما كان المقرضين أكثر ارتياحا اتجاه أموالهم، ولا يجب أن تفوق النسبة 50%، إلا أن هذه النسبة لدى مؤسسة حضانة حليب في الفترة ( 2015-2018 ) فاقت 50% كما هو موضح في الجدول رقم(06)، خلال كامل سنوات الدراسة. بالرغم من أن هذه النسبة في انخفاض مستمر إلا أنها بعيدة عن النسبة المرجعية التي يجب أن لا تفوق 50%، ومنه نخلص إلى أن المؤسسة تعاني من نسبة قابلية تسديد ضعيفة، وهذا ما يعقد عملية حصولها على أموال استنادة إضافية بشروط ميسرة.

**2-5-3- نسبة المديونية العامة:** من خلال الجدول رقم(06) قمنا بحساب نسبة المديونية العامة لمؤسسة حضانة حليب خلال الفترة ( 2015-2018 )، حيث تتراوح هذه النسبة بين 206% و 225%. ما يعني أن أموال الاستنادة تفوق أموال الملكية بنسبة تتراوح بين 206% و 125% خلال الفترة المدروسة، وقد بلغت أقصى قيمة لها في سنة 2015، نتيجة لعملية التوسع التي ميزت هذه السنة، ما أجبر المؤسسة على اللجوء إلى أموال الاستنادة وبالتحديد القروض البنكية متوسطة وطويلة الأجل من أجل تلبية احتياجاتها المالية، وبعد هذه السنة بدأت نسبة المديونية تنخفض إلى أن استقرت في 225% سنة 2018، وهذا نتيجة للثبات النسبي الذي عرفته الاستثمارات في المؤسسة، وكذلك التحجيم من نسب التوزيعات على المساهمين، هذا ما أدى إلى رفع أموال الملكية خلال السنتين الأخيرتين، وعليه حدث انخفاض طفيف لنسبة المديونية. وبالرجوع إلى النسبة المعيارية للمديونية، والتي تقضي بأن يكون الحد الأقصى لنسبة المديونية بأموال الملكية في الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية هو 100%، نخلص إلى أن نسبة المديونية لمؤسسة حضانة حليب للفترة (2015-2018) تعتبر جد عالية.

**2-6- تحليل أثر الرافعة المالية:** قبل تحليل أثر الرافعة المالية لابد من حساب المردودية الاقتصادية للمؤسسة، والتي تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من حساب النتائج، والأصول الاقتصادية من الميزانية الاقتصادية.

تأثير قرار التمويل على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة  
دراسة حالة مؤسسة حضنة حليب بالمسيلة للفترة (2015-2018)

**2-6-1- حساب المردودية الاقتصادية:** تعرف المردودية بأنها قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال نشاطاتها المختلفة، وهي نوعان تم ذكرهما في الجانب النظري، المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، وسنقوم من خلال الجدول رقم (07) بحساب المردودية الاقتصادية لمؤسسة حضنة حليب، وتتبع تطورها خلال سنوات الدراسة.  
الجدول رقم (07): تطور المردودية الاقتصادية للمؤسسة للفترة (2015-2018) الوحدة: دج

2018	2017	2016	2015	السنوات البيان
6.218.781.950,00	5.282.909.071,2	4.605.745.866,24	4.959.115.962,81	الأصول المتداولة معدا النقدية (1)
2.558.955.261,00	2.227.651.685,04	1.925.965.918,48	2.029.258.588,32	الديون ق.أ معدا السلفات المصرفية (2)
3.659.826.689,00	3.055.257.386,16	2.679.779.947,76	2.929.857.374,49	الاحتياج في رأس المال العامل (3)=(2)-(1)
3.360.916.656,00	4.051.227.490,23	4.120.951.859,57	4.161.863.551,06	الاستثمارات الصافية (4)
7.020.743.345,00	7.106.484.876,39	807,33.6.800.731	925,55.7.091.720	الأصول الاقتصادية (5)=(4)+(3)
401.637.251,00	316.947.366,71	288.995.325,06	569.996.129,86	نتيجة الاستغلال (6)
0,06	0,04	0,04	0,08	المردودية الاقتصادية (5)÷(6)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية (2015-2018).

لقد تم حساب المردودية الاقتصادية بالاعتماد على نتيجة الاستغلال إلى الأصول الاقتصادية، فالمردودية الاقتصادية المحققة خلال دورة 2015 هي 0,08 ويعني هذا المعدل أن

الدينار الواحد المستثمر في المؤسسة يحقق ربح مقداره 0,08 دج. وقد تميزت المردودية الاقتصادية لمؤسسة حضنة حليب خلال الفترة المدروسة بتغيرات عديدة، ويعود سبب هذه التغيرات بشكل أساسي إلى التغير في نتيجة الاستغلال المحققة في كل سنة، ومن خلال الجدول رقم (7) نلاحظ أن المردودية الاقتصادية للمؤسسة سنة 2015 بلغت 0,08 لتتخفض بعدها إلى 0,40 سنة 2016 وذلك لانخفاض نتيجة الاستغلال خلال هذه السنة، حيث انخفضت بنسبة 70,9% مقارنة بسنة 2015 وفي سنة 2018 ارتفعت المردودية الاقتصادية إلى 0,06 وهذا راجع لارتفاع نتيجة الاستغلال خلال هذه السنة.

**2-6-2- حساب أثر الرافعة المالية:** سنتناول في الجدول رقم (08) الرفع المالي الذي يدرس أثر لجوء المؤسسة إلى الاستدانة، والذي تم قياسه بالديون المالية إلى إجمالي الأموال الخاصة. الجدول رقم (08): أثر الرافعة المالية للمؤسسة خلال الفترة (2015-2018) الوحدة: (%)

البيان	العلاقة	2018	2017	2016	2015
المردودية الاقتصادية	$Re = Ro/Ae$	0,06	0,04	0,04	0,08
نسبة الاستدانة	$D/Cp$	1,38	1,74	1,72	2,09
المردودية المالية	$Rcp = [Re + (Re-i) \cdot D/Cp] \cdot (1-iS)$	0,037	-0,0098	-0,0094	0,082
أثر الرافعة المالية	$(Re-i) \cdot D/Cp$	-0,0138	-0,052	-0,052	0,021

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية (2015-2018).

حيث تمثل:  $Ro$ : نتيجة الاستغلال  
 $i$ : المصاريف المالية (تكلفة الاستدانة) = 7%  
 $Ae$ : الأصول الاقتصادية  
 $iS$ : معدل الضريبة على أرباح الشركات = 19%  
 $D$ : الاستدانة الصافية  
 $(Re-i)$ : الهامش بين الاقتصادية وتكلفة الاستدانة  
 $Cp$ : الأموال الخاصة

من خلال الجدول رقم (08) نلاحظ أن المردودية المالية لمؤسسة حضنة حليب سنة 2015 بلغت 0,082 وهي السنة الوحيدة التي كانت قيمتها موجبة، أما باقي سنوات الدراسة فكانت قيمة المردودية المالية سالبة وهذا بسبب ارتفاع التكلفة الفعلية لأموال الاستدانة على المردودية الاقتصادية. بالرجوع إلى سنة 2015 نجد أن السبب الرئيسي لارتفاع المردودية المالية هو النمو الذي شهدته نتيجة الاستغلال خلال هذه السنة والذي تجاوز 70% مقارنة بسنة

2014 الامر الذي أدى الى ارتفاع في المردودية الاقتصادية، حيث بلغت 0,08 وهذا راجع للتأثير الإيجابي للاستدانة على مردودية المؤسسة.

بدراسة أثر الرافعة المالية التي تقيس لنا درجة المخاطرة وحدود استخدام الديون وأثرها على مردودية الأموال الخاصة يظهر أن أثر الرافعة المالية كان ايجابيا إلا في سنة واحدة من سنوات الدراسة وهي سنة 2015 حيث بلغت 0,021 في هذه الحالة فإن اللجوء الى الاستدانة مرغوب فيه، بسبب ارتفاع ربحية المؤسسة فكلما زادت الديون كلما أدى ذلك إلى ارتفاع المردودية المالية. أما باقي سنوات الدراسة فإن أثر الرافعة كان سالب، وهذا راجع للأثر السلبي لكل من المردودية الاقتصادية والمردودية المالية للمؤسسة المفسر بنتيجة الاستغلال والنتيجة الصافية خلال هذه السنوات، وكذا لجوء المؤسسة إلى الاستدانة بشكل غير صحيح مما انعكس سلبا على المؤسسة، ذلك أن الاستدانة تؤثر في ربحية المؤسسة عامة، كما أن العلاقة بين نسبة الرافعة المالية والمردودية هي علاقة عكسية فمع زيادة نسبة الرافعة المالية تنخفض معدلات المردودية، والمقصود هنا أن المبالغة في استخدام الرفع المالي أدى إلى انخفاض معدلات المردودية و بالتحديد المردودية المالية، ويمكن تفسير ذلك بسبب الزيادة في تكاليف التمويل (المصاريف المالية) التي تتحملها المؤسسات نتيجة لزيادة حجم ديونها، وكون الرفع المالي سلاح ذو حدين قد يؤدي إلى زيادة ربحية المؤسسة والمساهمين وبالمقابل قد يؤدي إلى الإضرار بربحية المؤسسة، وهذا ما حصل بالفعل بالنسبة للمؤسسة المدروسة.

### الخلاصة

من خلال دراسة تركيبية الهيكل التمويلي لمؤسسة حضنة حليب نخلص إلى أن المؤسسة تمتلك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استدانة أعلى من اللازم حيث بلغت نسبة الاستدانة في المتوسط 257%، فهي بعيدة عن النسبة المعيارية التي هي 100%، وبعد إجراء عملية بحث عن السبب الذي أدى إلى ارتفاع نسبة استدانة المؤسسة، خلصنا إلى أن دورة الاستغلال هي السبب الرئيسي لذلك، نتيجة لارتفاع احتياجاتها المالية الدورية، وعليه فإن ارتفاع الاحتياجات المالية الدورية أدى بالمؤسسة إلى البحث عن مصادر تمويلية لسد الاحتياجات والتي تمثلت في أموال الاستدانة.

ولدراسة أثر قرار التمويل بالاستدانة على مردودية مؤسسة حضنة حليب خلال سنوات الدراسة، تم استخدام مؤشر الرافعة المالية والذي وضح لنا كيف أن أموال الاستدانة كان لها أثر ايجابي على المردودية المالية للمؤسسة لكن هذه الحالة حدثت في سنة واحد فقط وهي

سنة 2015، أما باقي سنوات الدراسة فكان أثر الاستدانة سالب على المردودية المالية للمؤسسة، لأن هذه الأخيرة بلغت في استخدام أموال الاستدانة مما أثر بالسلب على مردوديتها، وبالتالي اللجوء للاستدانة في هذه الحالة غير مرغوب فيه. توصلت الدراسة إلى أن اتخاذ القرار بشأن التمويل بالاستدانة في المؤسسة محل الدراسة، ذو تأثير سلبي على معدلات المردودية، أي أنه كلما زاد حجم القروض كلما تناقصت المردودية. على ضوء النتائج التي المتوصل لها، فقد خلصت هذه الدراسة الى جملة من التوصيات نوجزها فيما يلي:

- ✓ على مسيري مؤسسة حضنة حليب الإمام بجميع مصادر التمويل المتاحة من خلال حصر خصائصها وتحديد تكاليفها الفعلية والتنبؤ بتأثيراتها المحتملة على المؤسسة، وفي هذا الاطار لا يجب أن يقتصر التحليل على مصادر التمويل التي اعتادت المؤسسة اللجوء إليها فقط، بل لا بد أن يتعداه إلى بدائل التمويل الأخرى التي تم تفعيلها في الاقتصاد الجزائري كالقيم المنقولة والقرض الإيجاري؛
- ✓ ينبغي على المؤسسة الاهتمام أكثر بقراراتها التمويلية لأنها تلعب دورا حيويا في التحسين من مردودية المؤسسة؛
- ✓ من أجل تحقيق معدلات مردودية أحسن تقترب أو تفوق المعدلات المرجعية (المعيارية) يجب على المؤسسة تحقيق نتائج تلائم الوسائل المسخرة لها، فلتحقيق معدل مردودية مالية مقبول يجب تحقيق نتيجة صافية تساوي على الأقل ربع الأموال الخاصة بالمؤسسة؛
- ✓ على الإدارة المالية لمؤسسة حضنة حليب العمل على إصلاح هيكلها التمويلي الحالي، وذلك بتخفيض نسبة الاستدانة فيه، وجعلها تقترب من النسبة المثلى.

### قائمة المصادر والمراجع

- أحمد بوراس، (2008)، تمويل المنشآت الاقتصادية، عنابة: دار العلوم للنشر والتوزيع.
- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، (2011). التسيير المالي، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- ريم محسن خضير، (2012). أثر حوكمة الشركات في القيمة السوقية لأسهم رأس المال في الشركات المصرفية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية.
- عبد الحليم كراجة، (2006)، الإدارة والتحليل المالي، عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.
- محمد بشوشة، (2016)، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر.
- محمد علي ابراهيم العامري، (2009)، الإدارة المالية المتقدمة، عمان: إثراء للنشر والتوزيع.

تأثير قرار التمويل على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة  
دراسة حالة مؤسسة حضنة حليب بالمسيلة للفترة (2015-2018)

---

- محمد علي إبراهيم العامري، (2010)، الادارة المالية المتقدمة، عمان: دار إثناء للنشر والتوزيع.
- مفلح محمد عقل، (2006)، مقدمة في الادارة المالية والتحليل المالي، عمان: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.
- مليكاوي مولود، (2018)، الاستراتيجية والتسيير المالي، الجزائر: دار هومة.
- منير ابراهيم هندي، (2005)، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الاسكندرية: المعارف.
- ياسين كاسب خرشة، (2007)، أساسيات في الادارة المالية، عمان: المسيرة للنشر والتوزيع.
- K.chiha. (2010). Gestion et Stratégie Financière. Alger: Edition Houma.
- meyer, G. (2014). analyse financière approche stratégie. paris: hachette.