

جامعة 8 ماي 1945

قالممة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم المالية

تخصص: مالية المؤسسات

تحت عنوان

تأثير القرار التمويلي في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية  
دراسة حالة مؤسسة مطاحن مرمورة -قالمة-  
للفترة 2014-2017

إشراف الأستاذ:

بن الشيخ توفيق

إعداد الطلبة:

زدوري عقبة

حجاجي علاء

السنة الجامعية : 2018/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## الشكر والاعتراف

فالشكر الأول والأخير لله

العلي العظيم، وعملا بقول رسوله

الكريم "من لا يشكر الناس لا يشكر الله"

اعترافا بالود وحفظا للجميل وتقديرا للامتنان، نتقدم

بجزيل الشكر وبأسمى عبارات التقدير والاحترام إلى الأستاذ

المشرف: "بن الشيخ توفيق"

ولن ننسى أن نتقدم بالشكر لكل أساتذتنا على كافة

النصائح والتوجيهات التي قدموها لنا في سبيل إعدادنا لهذا

البحث

نشكر جميع من شجعنا أو ساعدنا من قريب أو بعيد،

وبأي شكل من الأشكال على إتمام هذا العمل.

عسى الله أن يوفقنا لما فيه الخير

## إهداء

إلى من قال فيهما الله عز وجل

" ... وقل رب ارحمهما كما ربياني صغيرا ... "

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله ورعاهما ورزقنا رضاهما

إلى أفراد عائلتنا من الكبير إلى الصغير

إلى حاملي راية العلم والمعرفة الباحثين عن الحقيقة العلمية

إلى الأصدقاء الذين يسعهم القلب ولا تسعهم الصفحة

إلى محبي هذا الوطن والساهرين على رقيه وازدهاره

إلى أرواح شهداء ثورة التحرير المباركة

نهدي ثمرة جهدنا هذا

## قائمة المحتويات:

- ❖ الفهرس العام
- ❖ قائمة الأشكال
- ❖ قائمة الجداول

## الفهرس العام:

صفحة	المحتوى
	شكر وعرهان
	قائمة المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
أ-د	المقدمة العامة
<b>الفصل الأول: إستراتيجية اتخاذ القرار التمويلي في المؤسسة الإقتصادية</b>	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية القرار التمويلي في المؤسسة الإقتصادية
03	المطلب الأول: مفهوم التمويل في المؤسسة الإقتصادية
03	أولاً: تعريف التمويل
04	ثانياً: أهمية التمويل
05	ثالثاً: أهداف التمويل
05	المطلب الثاني: مفهوم قرار التمويل في المؤسسة الإقتصادية
05	أولاً: تعريف القرار التمويلي
06	ثانياً: مراحل اتخاذ القرار التمويلي
06	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في القرار التمويلي وأثره على الهيكل المالي
07	أولاً: العوامل المؤثرة في القرار التمويلي
07	ثانياً: أثر القرار التمويلي على الهيكل المالي
08	المبحث الثاني: مصادر التمويل في المؤسسة الإقتصادية
08	المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلي في المؤسسة الإقتصادية
08	أولاً: التمويل الذاتي
11	ثانياً: التنازل عن الاستثمارات
11	ثالثاً: مميزات وعيوب التمويل الداخلي
12	المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجي المباشر في المؤسسة الإقتصادية
12	أولاً: الأسهم العادية
14	ثانياً: الأسهم الممتازة
16	ثالثاً: السندات

18	المطلب الثالث: مصادر التمويل الخارجي غير المباشر في المؤسسة الاقتصادية
18	أولاً: التمويل المتوسط والطويل الأجل
20	ثانياً: قروض الإيجار
22	ثالثاً: التمويل قصير الأجل
24	<b>المبحث الثالث: تكلفة التمويل في المؤسسة الاقتصادية</b>
24	المطلب الأول: تكلفة التمويل الداخلي في المؤسسة الاقتصادية
24	أولاً: تكلفة الأرباح المحتجزة
24	المطلب الثاني: تكلفة التمويل الخارجي في المؤسسة الاقتصادية
25	أولاً: تكلفة التمويل الخارجي المباشر في المؤسسة الاقتصادية
26	ثانياً: تكلفة التمويل الخارجي غير المباشر في المؤسسة الاقتصادية
28	المطلب الثالث: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال في المؤسسة الاقتصادية
29	خلاصة
	<b>الفصل الثاني: الهيكل التمويلي والنظريات المفسرة لتأثيره على قيمة المؤسسة الاقتصادية</b>
31	تمهيد
32	<b>المبحث الأول: مدخل للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية:</b>
32	المطلب الأول: تعريف الهيكل التمويلي
32	أولاً: هيكل رأس المال
32	ثانياً: الهيكل التمويلي
33	المطلب الثاني: الهيكل المالي الأمثل
33	أولاً: تعريف الهيكل المالي الأمثل
34	ثانياً: محددات الهيكل التمويلي الأمثل
36	المطلب الثالث: نسب الهيكل المالي
36	أولاً: تعريف نسب الهيكل المالي
37	ثانياً: انواع نسب الهيكل المالي
39	<b>المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة الاقتصادية وطرق تقييمها</b>
39	المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة
39	أولاً: تعريف القيمة
40	ثانياً: المفاهيم العشرة للقيمة
41	المطلب الثاني: خطوات عمل المقيم وآليات تحديد قيمة المؤسسة الاقتصادية

41	أولاً: خطوات عمل المقيم
42	ثانياً: آليات تحديد قيمة المؤسسة الاقتصادية
43	المطلب الثالث: طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية والمفاضلة بينها
43	أولاً: طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية
52	ثانياً: المفاضلة بين طرق التقييم
55	المبحث الثالث: النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية
55	المطلب الأول: الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق
55	أولاً: نظرية صافي الربح
56	ثانياً: نظرية الربح التشغيلي
56	ثالثاً: النظرية التقليدية
57	رابعاً: نظرية مودكلياني وميلر في ظل غ الضريبة وتكلفة الإفلاس
58	المطلب الثاني: الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق
58	أولاً: نظرية ميلر ومودكلياني في ظل وجود الضرائب
59	ثانياً: نظرية مودكلياني وميلر في ظل وجود تكلفة الإفلاس
60	ثالثاً: نظرية التسوية
61	المطلب الثالث: الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة
61	أولاً: نظرية ترتيب مصادر التمويل (نظرية الالتقاط)
62	ثانياً: نظرية عدم تماثل المعلومات
62	ثالثاً: نظرية الإشارة:
64	خلاصة
<b>الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة مطاحن مرمورة 'قائمة' للفترة 2014-2017</b>	
66	تمهيد
67	المبحث الأول: التعريف بالمؤسسة محل الدراسة ومصادر التمويل التي تعتمد عليها
67	المطلب الأول: ماهية مؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة-
67	أولاً: نشأة مؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة-
67	ثانياً: تعريف مؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة-
68	ثالثاً: أهداف مؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة-
69	المطلب الثاني: الإطار والهيكل التنظيمي لمطاحن مرمورة -قائمة-



69	أولاً: الإطار التنظيمي لمؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة-
71	ثانياً: الهيكل التنظيمي لمؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة-
73	المطلب الثالث: دراسة الهيكل التمويلي في مؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة-
74	المبحث الثاني: دراسة الهيكل التمويلي لمطاحن مرمورة "قائمة" للفترة 2014-2017
74	المطلب الأول: عرض الميزانيات المالية المفصلة لمطاحن مرمورة -قائمة-
74	أولاً: الأصول
75	ثانياً: الخصوم
76	المطلب الثاني: دراسة تطور مصادر التمويل لمطاحن مرمورة-قائمة-
76	أولاً: تطور التمويل الذاتي
79	ثانياً: تطور الديون الطويلة والمتوسطة الأجل
81	ثالثاً: تطور الديون قصيرة الأجل
82	المطلب الثالث: تشخيص الهيكل التمويلي لمطاحن مرمورة -قائمة-
82	أولاً: المزيج التمويلي للمؤسسة
84	ثانياً: التشخيص باستعمال نسب الهيكل المالي
86	ثالثاً: التشخيص باستعمال مؤشرات التوازن المالي
89	المبحث الثالث: العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة مؤسسة مطاحن مرمورة-قائمة- للفترة 2014-2017
89	المطلب الأول: إعادة تقييم الأصول
89	أولاً: تقييم الاستثمارات
92	ثانياً: تقييم المخزونات
92	ثالثاً: تقييم الحقوق
92	المطلب الثاني: تحديد قيمة مؤسسة مطاحن مرمورة للفترة 2014-2017
93	المطلب الثالث: استنتاج العلاقة بين القرار التمويلي وقيمة مؤسسة لمطاحن مرمورة للفترة 2014-2017
96	الخلاصة
97	الخاتمة العامة
	الملاحق
	الملخص

## قائمة الجداول:

الصفحة	العنوان	رقم
68	هيكل توزيع اليد العاملة حسب الفئة والنشاط	01
75-74	جانب الأصول من الميزانيات المالية المفصلة للفترة 2014 - 2017	02
76-75	جانب الخصوم من الميزانيات المالية المفصلة للفترة 2014 - 2017	03
77	تطور قيمة الاهتلاكات للفترة 2014 - 2017	04
77	تطور قيمة المؤونات للفترة 2014 - 2017	05
78	تطور قيمة الاحتياطات للفترة 2014 - 2017	06
79-78	حساب قيمة التمويل الذاتي للفترة 2014 - 2017	07
80	يوضح تطور قيمة الديون الطويل والمتوسط أجل للفترة 2014 - 2017	08
81	يوضح تطور قيمة الديون قصيرة الأجل للفترة 2014 - 2017	09
84	نسب الهيكل المالي للفترة 2014 - 2017	10
87-86	مؤشرات التوازن المالي للفترة 2014 - 2017	11
90	تقييم الأراضي العارية	12
90	تقييم الأراضي المبنية	13
91	تقييم البنايات	14
92	تقييم المعدات والاستثمارات الأخرى	15
93	قيمة مؤسسة مطاحن مرمورة-قالمة-للفترة 2014-2017	16

## قائمة الأشكال:

الصفحة	العنوان	الرقم
57	أطروحة ميلر ومودكلياني في ظل غياب الضرائب	01
60	أثر تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة	02
69	تقسيم مديرية الوحدة	03
70	تقسيم مصلحة المحاسبة والمالية	04
70	تقسيم مصلحة الإنتاج	05
71	تقسيم مصلحة المشتريات والمخزونات	06
72	الهيكل التنظيمي لوحدة مطاحن مرمورة - قالمة -	07
79	منحنى بياني يوضح تطور قيمة التمويل الذاتي للفترة 2014-2017	08
80	منحنى بياني يوضح تطور قيمة ديون طويلة ومتوسطة الأجل للفترة 2014-2017	09
82	يوضح تطور قيمة الديون القصيرة الأجل 2014-2017	10
83	يوضح المزيج التمويلي للمؤسسة للفترة 2014-2017	11
88	التمثيل البياني لمؤشرات التوازن المالي للمؤسسة	12

# المقدمة العامة

## المقدمة العامة

تكتسب مسألة تمويل المؤسسات الإقتصادية أهمية كبيرة في مختلف الدراسات المهمة بالتسيير وذلك نظرا للأهمية البالغة للتمويل من أجل استمرار المؤسسة وقدرتها على المنافسة ومواجهة مختلف التهديدات المحتملة، حيث تسعى المؤسسة دائما إلى ضمان التمويل اللازم، من خلال تحديد المزيج التمويلي الأمثل الذي يحقق الأهداف المسطرة.

إن عملية اختيار التمويل الأمثل تستوجب تحديد الخيارات المتاحة والمفاضلة بينها والتي يمكن تحديدها في اتجاهين: الاتجاه الأول يتمثل في اقتصاد المديونية وهو الاقتصاد القائم على التمويل البنكي وذلك من خلال القروض التي تمنحها أين تحتل البنوك دورا كبيرا في اقتصاديات المديونية، أما الاتجاه الآخر فهو اقتصاد الأسواق المالية من خلال العديد من مصادر التمويل المتاحة في هذا النوع من الاقتصاديات، فعملية اختيار المزيج التمويلي تشكل ما يسمى بالهيكل المالي.

وبالتالي إن تنوع مصادر التمويل تتنوع معه تكلفة وشروط كل مصدر مما يضع متخذ القرار أمام مسألة المفاضلة بين المصادر التمويلية المتاحة بطريقة تمكن من تحديد المزيج التمويلي الذي يحقق أهداف المؤسسة هذا المزيج يسمى بالهيكل المالي الأمثل، وفي الواقع يدور جدل بين العلماء والممارسين في حقل الإدارة المالية، ما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل من عدمه، وما إذا كان الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة أم لا، ويعتبر هذا الجدل المدخل الطبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، حيث يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة الهيكل المالي إلى أقصى حد ممكن.

وقد تعددت النظريات الخاصة بالهيكل المالي، فظهرت مقاربات تفر بوجود هيكل مالي أمثل بناء على عدة فرضيات وتحليلات تصب كلها في خانة تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتخفيض تكلفة التمويل إلى حدها الأدنى، في المقابل تنفي العديد من الدراسات إمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل انطلاقا كذلك من عدة فرضيات وتفسيرات للاستراتيجيات التمويلية.

ومما سبق نطرح الإشكالية التالية:

**كيف يؤثر قرار التمويل في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الإقتصادية؟**

بغية الإجابة عن هذا التساؤل سوف نقوم بطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ماهي مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الإقتصادية لتلبية احتياجاتها؟، وكيف يتم الاختيار بينها؟

## المقدمة العامة

- كيف يؤثر القرار التمويلي على الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية؟
  - كيف يعظم الهيكل التمويلي من قيمة المؤسسة الاقتصادية؟
- وعلى ضوء الإشكالية الرئيسية تم صياغة الفرضية التالية:
- يؤثر القرار التمويلي من خلال اختيار توليفة من مصادر التمويل التي تشكل هيكل تمويلي بأقل تكلفة وما يحقق أكبر عائد يؤدي إلى تعظيم قيمة السوقية المؤسسة.
  - كما نجد أن أهمية الموضوع تكمن في توجيه الأنظار إلى أهمية اختيار إستراتيجية تمويلية للمؤسسة الاقتصادية وترشيد قراراتها التمويلية، لتحقيق توليفة مثلى لهيكلها التمويلي بغية تعظيم قيمتها السوقية.
- وتبرز أهم أهداف الموضوع في النقاط التالية:
- معرفة أهم مصادر التمويل وتكلفة كل مصدر؛
  - تحديد أهم المحددات الكيفية والكمية لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الاقتصادية؛
  - إستعراض أهمية وجود الدراسات التي تهتم بالاختيار الأمثل للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؛
  - تقديم تعريف لقيمة المؤسسة ، والإلمام بطرق تقييمها؛
- وهناك عدة أسباب لاختيار الموضوع من بينها:
- المشاكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية على الرغم من التطور المالي وظهور بعض مصادر التمويل الحديثة؛
  - أهمية ترشيد القرارات التمويلية في المؤسسات الاقتصادية نظرا لحدائته، كذلك للنقص الملاحظ في هذا المجال بالنسبة لحالة الجزائر.
- أما فيما يخص المنهج المتبع وأدوات التحليل فقد تم الاعتماد على منهجين الوصفي والتحليلي، المنهج الوصفي من خلال التعرض لعدة مفاهيم حول التمويل وكذا توضيح مختلف مصادره والقرارات التمويلية، واعتماد المنهج التحليلي في دراسة العوامل المحددة للهيكل التمويلي الأمثل، وكذا دراسة حالة مؤسسة اقتصادية من خلال تناول حالة مؤسسة مطاحن مرمورة-قالمة-.
- نظرا لتشعب الموضوع وكثرة العناصر ذات الصلة به، ارتأينا ضبط حدوده ومعالمه، بهدف معالجته بأكثر تحليل ودقة، سواء من حيث المحتوى أو من ناحية المكان والزمان، حيث ينحصر الإطار المكاني في دراسة حالة مؤسسة مطاحن مرمورة-قالمة-، أما الإطار الزمني فقد تم دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة خلال الفترة 2014-2017.

وقد تمت **هيكلية البحث**، بتقسيم البحث إلى ثلاث فصول كالآتي:

الفصل الأول: إستراتيجية اتخاذ القرار التمويلي في المؤسسة الإقتصادية: عرجنا في هذا الفصل على مفهوم التمويل والقرار التمويلي، ثم التعرف على مصادر التمويل وقمنا بتصنيفها إلى مصادر تمويل داخلية وخارجية مباشرة وأخرى غير مباشرة، وخصصنا الجزء الأخير لتقدير تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل ومن ثم التكلفة الوسطية المرجحة.

الفصل الثاني: الهيكل التمويلي والنظريات المفسرة لتأثيره على قيمة المؤسسة الإقتصادية: تطرقنا في هذا الفصل إلى تعريف هيكل رأس المال والهيكل التمويلي و نسبه ثم محددات الهيكل التمويلي الأمثل، ثم وضعنا مفهوم قيمة المؤسسة وطرق تقييمها والمفاضلة بينها وآليات تحديد قيمة المؤسسة الاقتصادية، ثم تناولنا بعد ذلك أهم النظريات المفسرة لتأثير الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق وعدم كمال الأسواق والتيارات المالية الحديثة.

الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة- للفترة 2014-2017: تم تجسيد الجانب النظري عن طريق دراسة حالة مؤسسة مطاحن مرمورة، حيث تم تقديم عام للمؤسسة عن طريق التعريف بها ووظائفها ومراحل تطورها، ثم التعرض إلى مصادر التمويل المستخدمة من قبل المؤسسة، وصولاً إلى تركيبة الهيكل المالي المناسب للمؤسسة ثم تحديد قيمتها خلال الفترة المدروسة، لنستنتج في الأخير تأثير القرار التمويلي على قيمة المؤسسة الإقتصادية.

نشير في الأخير إلى بعض **الصعوبات** التي واجهتنا في إعداد هذا البحث والتي تمكنا من تخطي بعضها، من بينها عدم الحصول على بعض الوثائق ذات الأهمية في دراستنا من قبل مؤسسة مطاحن مرمورة-قائمة-، ما يجعل عملية الوصول الى معلومات دقيقة حول المؤسسة أمراً مستحيلاً، بالإضافة إلى صعوبة الحصول على المراجع المتعلقة بدراسة نظريات الهيكل المالي.

الفصل الأول: إستراتيجية اتخاذ القرار  
التمويلي في المؤسسة الاقتصادية



## تمهيد:

يهدف علم الاقتصاد إلى تسيير الموارد المحدودة لتلبية احتياجات غير محدودة، فعلى مستوى المؤسسة هناك احتياجات ذات طبيعة تشغيلية واستثمارية وأخرى استثنائية، ويقع على عائق المسير المالي تمويل هذه الاحتياجات بطريقة عقلانية ورشيدة.

شهدت الأسواق المالية تطورا كبيرا في الآونة الأخيرة مما أدى إلى التحول من اقتصاديات الاستدانة إلى اقتصاديات رأس المال ونمو عمليات الوساطة المالية، كل هذا ساهم في إنتاج أدوات مالية جديدة، مما أتاح إمام المسير بدائل متعددة وما عليه إلى اتخاذ قرار اختيار الهيكل المالي الذي أصبح جد معقد في ظل هذه الظروف.

وعليه، فإننا نسعى من خلال هذا الفصل إلى إبراز معايير الكفاءة التمويلية باستخدام مفهوم تكلفة رأس المال كمعيار لاتخاذ قرارات التمويل، ومن أجل الإحاطة بالعملية التمويلية سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الثلاثة الآتية:

- ماهية القرار التمويلي في المؤسسة الإقتصادية؛
- مصادر التمويل في المؤسسة الإقتصادية؛
- تكلفة مصادر التمويل في المؤسسة الإقتصادية.

## المبحث الأول: ماهية القرار التمويلي في المؤسسة الإقتصادية:

يعتبر التمويل وسيلة مهمة لتشجيع الاستقرار الاقتصادي، وتكتسب قرارات التمويل أهمية كبيرة في إدارة المؤسسة باعتباره المزيج الأنسب من مصادر التمويل لتحقيق الهيكل التمويلي الأمثل ومن أجل التعريف بالتمويل والقرارات المتعلقة به سيتم تناول مايلي:

- مفهوم التمويل في المؤسسة الإقتصادية ؛
- قرار التمويل في المؤسسة الإقتصادية ؛
- العوامل المؤثرة في القرار التمويلي وأثره على الهيكل المالي؛

## المطلب الأول: مفهوم التمويل في المؤسسة الإقتصادية:

يمكن التطرق إلى مفهوم التمويل من خلال:

**أولاً: تعريف التمويل:** نظرا لقيام المؤسسات على مبدأ الاستمرارية والتوسع، فإنها تحتاج وبشكل مستمر إلى رؤوس الأموال لاستثمارها في شكل أصول مختلفة من معدات، آلات، ومخزون وغيرها لتنفيذ البرامج والخطط، ويمكن إبراز التمويل من خلال التعاريف التالية:

**التعريف الأول:** التمويل لغة هو: "الإمداد بالمال"،

التمويل اصطلاحاً هو "مجموعة الأعمال والتصرفات التي تمدنا بوسائل التمويل".<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** التمويل هو "الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها"، وهذا التعريف يتكون من العناصر التالية: تحديد دقيق لوقت الحاجة له؛ البحث عن مصادر التمويل؛ المخاطر التي تعترض نشاط المؤسسة.<sup>2</sup>

**التعريف الثالث:** التمويل هو: "الوظيفة التي تسعى إلى توفير الأموال الكافية للمؤسسة الإقتصادية، من مختلف المصادر، بحيث تكون هذه المؤسسة قادرة على مواجهة التزاماتها في الأجل المحددة".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عبيد علي احمد حجازي، مصادر التمويل: مع شرح لمصدر القروض وبيان كيفية معاملته ضريبيا، دار النهضة العربية، بيروت، 2001، ص11.

<sup>2</sup> سعد طه علام، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، الطبعة 2، دار طيبة، الأردن، 2004، ص64.

<sup>3</sup> [http://www.onefd.edu.dz/nouveau\\_3as/...nt%20L\\_001.pdf](http://www.onefd.edu.dz/nouveau_3as/...nt%20L_001.pdf), 02/04/2019, 21:52.

**التعريف الرابع:** التمويل هو: "مجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة الإقتصادية، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة"<sup>1</sup>.

ومن خلال التعاريف، يمكن أن نستخلص أن التمويل هو: "تلك الوظيفة الإدارية في المؤسسة التي تختص بعملية التخطيط للأموال والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الاحتياجات المالية اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة، مما يساعد على تحقيق أهدافهم، وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة للفئات المؤثرة في نجاح واستمرار المؤسسة والتي تشمل المستثمرين والعمال والمديرين".

**ثانيا: أهمية التمويل:** من أبرز العناصر الدالة على أهمية التمويل ما يلي:<sup>2</sup>

- يساهم التمويل في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل تحديد أو تحسين رأس المال للمؤسسة أو تستخدمه لتواجه احتياجاتها الجارية والخروج من حالة العجز المالي؛
- تجهيز المشروعات الاستثمارية بالمعدات أو الأصول الرأسمالية سواء عند إنشاء مشروع أو عند إحلال معداته وتحديث تجهيزاته؛
- يضمن التمويل السير الحسن للمؤسسة فهو يعمل على تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها، ويوفر احتياجات التشغيل؛
- يساعد المؤسسة على تسوية توازنها المالي؛
- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية.

وللتمويل أهمية كبيرة، لا يمكن إنكارها، أو التغاضي عنها، فلا يمكن أن تقام المشروعات أو أي وسيلة إنتاج دون تمويل، فلا استثمار دون تمويل، ولا تمويل دون استثمار، فهما وجهان لعملة واحدة.

<sup>1</sup> حمزة الشخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة 1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص20.

<sup>2</sup> هاجر عزوز، دور القروض البنكية في تمويل وترقية المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماستر، جامعة تيسة، الجزائر، 2012-2013، ص44.

ثالثا: أهداف التمويل: تلخص أهم أهداف التمويل فيما يلي<sup>1</sup>:

- تحديد الهيكل التمويلي بالمؤسسة من خلال خطة قصيرة وطويلة الأجل؛
- سد الاحتياجات المالية للمؤسسة سواء كانت احتياجات قصيرة الأجل (دورة الاستغلال) او احتياجات طويلة الأجل (دورة الاستثمار)؛
- ضمان توافر الأموال اللازمة لتمويل نمو المؤسسة وتطويرها؛
- توفير المصادر المالية للمؤسسة لضمان استمرار نشاطها التجاري في حالة حدوث كساد أو تراجع في أسواق العمل التي تتعامل بها تلك المؤسسة؛
- تحديد حجم الاقتراض ومصدره والموعود الذي سيتم به والفترة التي يستغرقها هذا القرض، والعملية التي سيتم بها الحصول على القرض.

### المطلب الثاني: مفهوم قرار التمويل في المؤسسة الإقتصادية:

تعتبر عمليات اتخاذ القرار التمويلي من العمليات المهمة في المؤسسة الإقتصادية لذلك تعطى لها أهمية بالغة وتهدف إلى إشباع حاجة المؤسسة للأموال واستغلالها في خلق استثمارات جديدة وتمويل عملياتها الاستغلالية.

**أولاً: تعريف قرار التمويل:** يتمثل القرار في اختيار أحسن البدائل المتاحة بعد دراسة النتائج المتوقعة من كل بديل في تحقيق الأهداف المطلوبة.<sup>2</sup>

من منطلق ذلك يعرف قرار التمويل على أنه "ذلك القرار الذي يسعى لإيجاد الكيفية التي تحصل بها المؤسسة على الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات، بحيث على المؤسسة اختيار مصدر التمويل الذي يناسبها".<sup>3</sup>

كما يعرف أيضا قرار التمويل بأنه "القرارات التي تعنى باختيار المزيج المناسب من مصادر التمويل المختلفة، والتي تهدف إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم وهو ما يطلق عليه الهيكل المالي الأمثل".

<sup>1</sup> برايان كويل، هيكل رأس مال الشركات، دار الفاروق، الطبعة 1، مصر، 2006، ص 08.

<sup>2</sup> بن عودة صبرينة، علواش سعديّة، دور لوحة القيادة في ترشيد قرار التمويل في المؤسسة الإقتصادية، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، علوم التجارية، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، 2015، ص 23.

<sup>3</sup> بن شعبان عصام، بوقريوة حسين، اتخاذ قرار التمويل من قراءة القوائم المالية وفق SCF، مذكرة ماستر، تخصص إدارة مالية، علوم التسيير، جامعة قلمة، الجزائر، 2014، ص 11.

من خلال ما سبق يمكن أن نستنتج هذا النوع من القرارات يعد من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة المالية وعادة ما تلجأ هذه الأخيرة إلى استخدام استراتيجيات محددة توضح طبيعة وأنواع مصادر التمويل التي تحتاجها المؤسسة سواء على المدى القريب أو البعيد، والهدف الاستراتيجي من اتخاذ المؤسسة لقرار التمويل يتمثل في تعظيم ثروة المالكين، عن طريق تعظيم قيمة المؤسسة.

**ثانياً: مراحل اتخاذ القرار التمويلي:** من أجل اتخاذ قرار تمويلي لابد من المرور بالمرحل التالية:

**1. تحديد احتياجات المؤسسة لرؤوس الأموال:** تقدير حجم الأموال اللازمة التي تحتاجها المؤسسة إما لتغطية العمليات الجارية أي عمليات الاستغلال، وهي احتياجات قصيرة المدى، أو لتغطية الاحتياجات المرتبطة بعمليات الاستثمار، وتتميز بأنها احتياجات طويلة المدى.

**2. تحديد مختلف المصادر الممكنة:** وذلك من خلال تحديد جميع مصادر التمويل الممكنة أمام المؤسسة الإقتصادية والتي يمكن أن تعتمد عليها في تلبية احتياجاتها، والمتمثلة في: - الاقتراض من البنوك؛ الاقتراض من الجمهور العام؛ الشراء من الموردين على الحساب أو بالتقسيط.

**3. جمع المعلومات حول مختلف البدائل المتاحة:** وذلك عن طريق جمع مختلف المعلومات حول كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، والتي تختلف من مصدر إلى آخر ومن أبرز هذه المعلومات نجد: التكلفة، الخطر، حجم التمويل، فترة التمويل... الخ

**4. تقييم البدائل من خلال المعايير المستعملة من طرف المؤسسة:** بعد جمع المعلومات عن مصادر التمويل يتم ترتيبها حسب أولويات السياسة المنتهجة من طرف المؤسسة في بناء هيكلها التمويلي.

**5. اختيار البديل الأمثل:** تحديد المزيج التمويلي الأنسب من مصادر التمويل المختلفة التي تلبية احتياجات النشاط الإستثماري والإستغلالي للمؤسسة، وتعظم من قيمتها السوقية.

**6. متابعة القرار المتخذ:** ويتم فيها قياس النتائج المحققة والمتولدة عن القرار التمويلي ومقارنتها مع النتائج المسطرة من طرف المؤسسة ومدى تحقيقه لأهداف المؤسسة الإقتصادية.

**المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في القرار التمويلي وأثره على الهيكل المالي:**

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى:

أولاً: العوامل المؤثرة في قرار التمويل: وتتمثل أهم العوامل في الآتي<sup>1</sup>:

- تكلفة المصادر المختلفة للتمويل، أي تكلفة الدينار الواحد من كل مصدر؛
- عنصر الملائمة، بمعنى أن يكون مصدر التمويل ملائماً مع المجال الذي تستخدم فيه الأموال؛
- وضع السيولة النقدية في المؤسسة لدى متخذ القرار، وسياساتها المتبعة في إدارة هذه السيولة، فإذا كان هذا الوضع حرجاً قد تضطر المؤسسة لتجاوز عامل التكلفة والبحث عن مصادر تمويل طويل الأجل، لتجنب عوامل الضغط على السيولة في المستقبل؛
- القيود التي يفرضها المقرض على المؤسسة المقترضة والتي تتعلق عادة بالضمانات المقدمة، أو سياسات توزيع الأرباح أو قيود على مصادر تمويل أخرى؛
- المزايا الضريبية، فمصادر التمويل الخارجي تحقق وفورات ضريبية تخفض من تكلفة التمويل.

ثانياً: أثر القرار التمويلي على الهيكل المالي:

تأتي أهمية قرارات التمويل من الحاجة إلى الأموال وتتعاظم كلما تعاظمت الحاجة إليها، ويعد قرار التمويل من أهم وظائف الإدارة المالية من حيث حجم ونوع ومدى التمويل المناسب لكل نوع من أنواع الموجودات من أجل تحقيق أهداف المنشأة، إذ أن قرار التمويل يعد من أهم القرارات التي تتخذها الإدارة لأنه لا يمكن أن يتخذ قرار استثماري أو استغلالي قبل أن يعرف كيفية توفير التمويل اللازم له وقبل اتخاذ القرار التمويلي لابد للإدارة المالية من التأكد من أن الأموال المطلوبة يمكن توفيرها في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة وخلال فترة زمنية مناسبة ويمكن استثمارها في أكثر المجالات فائدة، ولابد التأكد من أن جوهر قرارات التمويل تدور حول تحديد المزيج التمويلي الأمثل من مختلف مصادر التمويل، فاختيار تشكيلة هيكل التمويل من الأموال المقترضة وأموال الملكية تمثل محور القرار المالي.

<sup>1</sup> عبد الغفار الحنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 17.

## المبحث الثاني: مصادر التمويل في المؤسسة الإقتصادية

يتكون الهيكل المالي من مختلف مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسة الإقتصادية ويمكن تقسيم مصادر التمويل تبعا لمعيار العلاقة بالمؤسسة إلى مصادر داخلية (أو ذاتية) ومصادر خارجية وسيوضع ذلك في المبحث من خلال:

- مصادر التمويل الداخلي في المؤسسة الإقتصادية؛
- مصادر التمويل الخارجي المباشر في المؤسسة الإقتصادية ؛
- مصادر التمويل الخارجي غير المباشر في المؤسسة الإقتصادية؛

## المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلي في المؤسسة الإقتصادية:

نقصد بالتمويل الداخلي للمؤسسة الإقتصادية مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى الخارج أي أن مصدرها ناتج عن دورة الإستغلال، وهناك من ربط التمويل الداخلي بالنمو الداخلي للمؤسسة، فنجد جاكمين " Jacquemine " عرف النمو الداخلي بأنه "استخدام المؤسسة لمواردها الخاصة لتنفيذ سياستها الإستثمارية، والتي تمول بالأرباح غير الموزعة أو باللجوء إلى الجمهور العام". وتكون مصادر التمويل الداخلي من الفائض النقدي، والذي يتمثل في مجموع الأرباح غير الموزعة ومخصصات الاهتلاكات والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي بالإضافة إلى قيمة التنازل عن الأصول غير المستخدمة ولذلك فقد قمنا بتقسيم مصادر التمويل الداخلي في المؤسسة الإقتصادية إلى تمويل ذاتي والتنازل عن الاستثمارات<sup>1</sup>.

**أولاً: التمويل الذاتي:** يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل الداخلية التي تلعب دورا هاما في تنمية المؤسسة، حيث أنه يضمن توفير الإحتياجات المالية للمؤسسة دون اللجوء إلى مصادر خارجية. ويمكن تعريف التمويل الذاتي على أنه مصدر من مصادر أموال الملكية تستخدمه المؤسسة الإقتصادية في تمويل احتياجاتها، ويعتبر مؤشر على صحتها المالية، وذلك بقياس مدى قدرتها على تمويل نفسها

<sup>1</sup> نظرية فلادي، دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية،

جامعة سكيكدة، 2011، ص66.

بنفسها دون اللجوء إلى مصادر خارجية<sup>1</sup>، و يمكن تعريفه أيضا على أنه مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها العادي أو الاستغلالي والتي يبقى تحت تصرفها بصورة دائمة أو لمدة طويلة، ومنه فالتمويل الذاتي يتكون من العناصر الأساسية التالية<sup>2</sup>: الإهلاكات؛ المؤونات ذات الطابع الاحتياطي؛ الأرباح المحتجزة،

**1. الإهلاكات:** تعتبر الإهلاكات من العوامل المهمة المحددة لقدرة المؤسسة الإقتصادية على تحقيق التمويل الذاتي، ويمكن تعريف الإهلاك كمايلي:

- مفهوم النظام المحاسبي المالي للإهلاك: " استهلاك المنافع الإقتصادية المرتبطة بأصل مادي"<sup>3</sup>.
- المفهوم الإقتصادي للإهلاك : "توزيع تكلفة الأصل على مدة حياته المحتملة توزيعا نظاميا لمبلغ الأصل القابل للإهلاك نتيجة لإستعماله خلال مدة زمنية معينة"<sup>4</sup>.

ومنه الإهلاك يعني ماتفقد الأصول الثابتة من تكلفتها خلال العمر الإنتاجي فهو تخصيص التكلفة على الفترات المحاسبية التي تستفاد منه، ويعتبر أيضا كتقدير للخسارة الناتجة عن قيمة الأصل الثابت، التي تهتك عبر الزمن أي عملية تناقص القيمة المحاسبية للأصل<sup>5</sup>.

**2. المؤونات ذات الطابع الاحتياطي<sup>6</sup>:** تعد المؤونات من العناصر المهمة المكونة للتمويل الذاتي للمؤسسة الإقتصادية، واستنادا إلى مبدأ الحيطة والحذر، فإن المؤسسات ملزمة بتكوين مؤونات وتسجيلها بالدفاتر المحاسبية، بغض النظر إذا كانت نتيجة الدورة إيجابية أم سلبية، وهذا من أجل المحافظة على صدق الوضعية المالية للمؤسسة.

<sup>1</sup> شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس، 2010، ص 03.

<sup>2</sup> راضية قربوع، محددات اختيار الهيكل الأمثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المديرية الجهوية للمنطقة الصناعية "Drik سكيكدة"، مذكرة ماستر ، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2016، ص 11.

<sup>3</sup> محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم إقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2016، ص ص 102-103.

<sup>4</sup> Catherine Deffains-Crapsky, *Comptabilité général, 4eme édition*, Bréal, Paris, 2006, P 134 .

<sup>5</sup> ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير: التحليل المالي، الجزء الأول، مطبعة دار البعث، 1990، ص 27.

<sup>6</sup> محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 108.



حيث إن تخصيص المؤونات يساهم في تكوين أموال من أجل تغطية التكاليف أو التدني الذي يحصل في بعض عناصر الأصول، وبمقتضى مبدأ الحيطة يجب على المؤسسات الإقتصادية أن تكون مؤونات لمواجهة ظروف طارئة<sup>1</sup>، ويمكن التطرق إليها من خلال:

▪ **تعريفها:** يمكن تعريف المؤونات على أنها مقابلة الإنخفاض غير العادي في قيمة الأصول، وعلى المؤسسة أن تسعى إلى تفادي هذا الإنخفاض<sup>2</sup>.

▪ **أصنافها:** ويمكن التمييز بين ثلاثة مجموعات للمؤونات وهي:<sup>3</sup>

- مؤونات تدهور قيمة الإستثمارات غير القابلة للإهلاك مثل: المصاريف الإعدادية والقيم المعنوية، وتشمل أيضا عناصر المخزونات؛

- مؤونات قيم الحقوق من الزبائن، الأوراق المالية والتجارية ... الخ؛

- مؤونات الأعباء والخسائر من أخطار وضمادات.

فالمؤونات لا تدخل ضمن مكونات التمويل الذاتي،<sup>4</sup> إلا إذا كانت طابع احتياطي، فهذه المؤونات متعلقة بالأعباء والخسائر محتملة الحدوث خلال الدورة المالية، أما في حالة عدم حدوثها فتبقى هذه المؤونات تحت تصرف المؤسسة وتفرض عليها الضرائب في نهاية السنة المالية، و يحول الجزء الباقي إلى احتياطات تشكل أحد مكونات التمويل الذاتي للمؤسسة.

**3. الأرباح المحتجزة:** تعرف الأرباح المحتجزة: على أنها عبارة عن تلك الأجزاء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة الإقتصادية من ممارسة نشاطها في السنة الجارية و/أو السنوات السابقة ولم يدفع في شكل توزيعات والذي يظهر في الميزانية العمومية للمؤسسة ضمن عناصر حقوق الملكية، وتعتبر الأرباح المحتجزة أحد مصادر الأموال من التكوين الذاتي للشركة، فبدلا من توزيع كل الفائض المحقق على المساهمين قد تقوم الشركة بتجنيب جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة يطلق عليها اسم «احتياطي» بغرض تحقيق هدف معين، مثل احتياطي إعادة سداد القروض، أو إحلال وتجديد آلات ومعدات ومباني جديدة، أو احتياطي عام<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> <https://fr.scribd.com/document/82171597/>, 09/06/2019, 19:19.

<sup>2</sup> ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير: التحليل مالي، الجزء الأول، 1990، مرجع سبق ذكره، ص 28.

<sup>3</sup> نظيرة قلادي، مرجع سبق ذكره، ص ص 11-12.

<sup>4</sup> عبد القادر بوعزة، التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة: دراسة حالة مؤسسة صيدال، مذكرة ماجستير، تخصص مالية، معهد علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص ص 13-14.

<sup>5</sup> سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997، ص 55.

وتعرف الأرباح المحتجزة أيضا: بأنها ذلك الجزء الغير موزع من الأرباح حيث تقسم الأرباح الصافية التي تحققها المؤسسة إلى قسمين، قسم يوزع على المساهمين والعمال والقسم الآخر يبقى كاحتياطات توضع تحت تصرف المؤسسة أو مايسمى الأرباح المحتجزة<sup>1</sup>.

وتتمثل عناصر الأرباح المحتجزة فيما يلي<sup>2</sup>:

- 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 لتغير ظروف السوق.

**ثانيا: التنازل عن الإستثمارات:** إن التنازل عن الإستثمار يمكنه أن ينتج عن التجديد العادي للإستثمارات وذلك في كل مرة تسمح ظروف المؤسسة الإقتصادية بذلك، نتيجة بيع الاستثمارات التي يتم تحديدها، كما أن المؤسسة قد تتخلى عن بعض الاستثمارات التي ترى أنها لم تعد ضرورية في نشاطها، ويمكن للمؤسسة أيضا أن تتنازل عن مصانع وحتى عن فروع بأكملها في حالة ما إذا أصبحت هامشية مقارنة بالنشاطات المسطرة التي تمارسها، نجد أن معظم مؤلفات الإدارة المالية تعتبر التنازل على الاستثمارات كمصدر للتمويل، وذلك نظرا لطابعه الإستثنائي وقلة موارده في معظم الأحيان<sup>3</sup>.

### ثالثا: مميزات وعيوب التمويل الداخلي في المؤسسة الإقتصادية:

#### 1. المميزات: من بين مزايا التمويل الداخلي في المؤسسة الإقتصادية مايلي:

- توفير الاستقلالية المالية للمؤسسة، كما يجنبها تحمل أعباء تعاقدية، وكل هذا من خلال عدم الاعتماد على الاستدانة؛
- يمنح المؤسسة صورة جيدة أمام الوسطاء الماليين، ما يمكنها من مواجهة مختلف المخاطر المالية؛
- يعتبر من أهم مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لما لهذه الأخيرة من صعوبات في الحصول على أموال من مصادر خارجية.

#### 2. العيوب: ومن بين عيوب التمويل الداخلي مايلي:

<sup>1</sup> عمار زيتوني، مصادر تمويل المؤسسات مع دراسة للتمويل البنكي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 09، جامعة محمد خيضر، بسكرة، مارس 2006، ص 47.

<sup>2</sup> نظيرة قلاوي، مرجع سبق ذكره، ص 12.

<sup>3</sup> راضية قريوع، مرجع سبق ذكره، ص 15.

- عادة ما يكون التمويل الداخلي غير كافي لتمويل مختلف احتياجات المؤسسة، ما يؤدي إلى تباطؤ عملية نمو المؤسسة، بسبب عدم استغلال مختلف الفرص الاستثمارية المربحة.
- يمكن أن يؤدي إلى عدم اهتمام المساهمين بالمؤسسة بسبب انخفاض الأرباح الموزعة<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجي المباشر في المؤسسة الإقتصادية:

تتم عمليات التمويل الخارجي المباشر بين المقرضين والمقرضين بدون تدخل وسيط مالي، من خلال إصدار مستخدمى الأموال، أصل مالي (تدفق مباشر للأوراق المالية) عادة ما يتعهد المدين المقرض بدفع سلسلة من المدفوعات للدائن في المستقبل حتى يسترد صاحب الأموال مدفوعاته، بالإضافة إلى عائد مناسب مقابل مخاطر الإقراض. وتتمثل مصادر التمويل الخارجي المباشر بالنسبة للمؤسسة الإقتصادية في الآتي:

**أولاً: الأسهم العادية:** هي مصدر من مصادر التمويل الخارجي المباشر للمؤسسة حيث تمثل جزء أو حصة من رأس المال وتعطي صاحبها جملة من الحقوق، وتقوم مؤسسات المساهمة عادة بإصدار هذه الأسهم التي يكون لها نفس القيمة الإسمية ولها نفس الحقوق والواجبات.

هذا النوع عبارة عن حصة في ملكية المنشأة يحق لصاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الإلتزامات اتجاه الآخرين كما يحق له حضور إجتماعات الجمعية العمومية والتصويت<sup>2</sup>.

كما أن نسبة الأرباح التي يحصل عليها السهم العادي، غير ثابت كما هو الحال في الأسهم الممتازة<sup>3</sup>، فالمؤسسة المساهمة غير ملزمة بدفع أي عائد ثابت أو محدد لحملة الأسهم العادية مقابل استخدامها لأموالهم، فإذا حققت المؤسسة أرباحاً كبيرة توقع الحملة خلال فترة أو أكثر من الزمن، الحصول على عائد مرتفع أما إذا تحملت المؤسسة خسائر أو رأت عدم توزيع أية أرباح، فلا يحصل بالتالي حملة الأسهم العادية على العائد، وهذه الحقيقة وحدها تكفي لإظهار الميزة الرئيسية الناجمة عن استخدام الأسهم العادية بواسطة المؤسسات المساهمة في الحصول على ما يلزمها من أموال<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> <https://specialties.bayt.com/fr/specialties/q/114512/>, 13/03/2019, 07:15.

<sup>2</sup> عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 89.

<sup>3</sup> محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2008، ص 27.

<sup>4</sup> محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، سنة 1999، ص 307.

1. قيم الأسهم العادية: تتمثل قيم الأسهم العادية في<sup>1</sup>:

1.1. القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يصدر فيها السهم عند تأسيس المؤسسة، وتكتب على وجه السهم، ويحدد هذه القيمة قانون الشركات في الدولة، ويجب أن تكون قيم جميع الأسهم متساوية. وتستخدم القيمة الإسمية للأسهم في عملية احتساب رأس مال المؤسسة، كما يلي:

$$\text{رأس مال المؤسسة} = \text{عدد الأسهم} \times \text{القيمة الإسمية}$$

2.1. القيمة السوقية: عبارة عن سعر السهم في السوق المالي، وهو غير ثابت، بل يرتفع وينخفض على ضوء تغير قوى العرض والطلب.

3.1. القيمة الدفترية: وهي عبارة عن قيمة السهم في الدفاتر المحاسبية للمؤسسة، وتمثل حصة حامل السهم من مجمل حقوق المساهمين ويعبر عنها بالمعادلة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \text{حقوق المساهمة} / \text{عدد الأسهم}$$

4.1. القيمة التصفوية: عبارة عن قيمة السهم عند تصفية المؤسسة وهذه القيمة يحصل عليها حامل السهم العادي بعد دفع جميع الإلتزامات المترتبة على المؤسسة وقد تكون هذه القيمة ضئيلة جدا. ويطلق على نصيب حامل السهم العادي بعد التصفية بالقيمة الحقيقية للسهم، ويمكن احتساب هذه القيمة من خلال المعادلة التالية:

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = (\text{قيمة الموجودات في السوق} - \text{الإلتزامات وحقوق الأسهم الممتازة}) / \text{عدد الأسهم العادية}$$

5.1. القيمة الحالية<sup>2</sup>: وفقا لأسلوب القيمة الحالية فإن القيمة الحقيقية أو العادلة للورقة المالية تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات التي يتوقع حائز الأصل الحصول عليها.

<sup>1</sup> طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة 1، دار الصفاء، عمان، الأردن، 2002، ص ص 128-129.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الإستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 48.

2. حقوق حملة الأسهم العادية<sup>1</sup>: تتمثل فيمايلي:

- حق الحصول على الأرباح عندما تتحقق ويتم توزيعها؛
- حق نقل ملكية السهم بيعا وشراء، أو عن طريق آخر؛
- حق التصويت والترشيح لعضوية مجلس الإدارة، كما لها حق الإنابة أيضا؛
- حق الاطلاع على سجلات المؤسسة وحق الطعن بسلامة الحسابات فيه؛

## 3. مميزات وعيوب التمويل بالأسهم العادية: هناك العديد من المزايا والسلبيات تتمثل فيمايلي:

1.3. المميزات: من المزايا التي تحصل عليها المؤسسة بإصدارها للأسهم العادية هي<sup>2</sup>:

- المؤسسة غير ملزمة بدفع الأرباح إلا إذا تحققت ويمكنها اتخاذ قرار بتوزيعها كلها أو جزء منها؛
- يعطي للمؤسسة مصادر متنوعة في التمويل مما يمكنها من مواجهة تغيرات الظروف الاقتصادية.

2.3. العيوب: من عيوب الأسهم العادية بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية هي<sup>3</sup>:

- قد ينشأ اعتقاد لدى المستثمرين أنه في حالة إصدار الأسهم العادية أن القيمة السوقية للأصول تكون مرتفعة وبالتالي سوف يمتنعون عن شراء الأسهم القديمة أو الجديدة؛
- يترتب على إصدار أسهم جديدة، دخول مساهمين جدد مما يعني تشتت الأصوات مما يؤدي إلى إضعاف سيطرة المساهمين سواء الجدد أو القدامى، وهذا يؤدي إلى زيادة صلاحيات مجلس الإدارة وبالتالي ارتفاع تكلفة الوكالة التي يتحملها حاملي الأسهم العادية.

## ثانيا: الأسهم الممتازة: تعد ضمن حقوق الملكية تختلف عن الأسهم العادية أنه يكون لها الأولوية

على الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح كما لها الأولوية في السداد في حالة التصفية<sup>4</sup>. وفي حالة عدم تحقق الأرباح في سنة ما، أو تحققت أرباح لكن قررت المؤسسة عدم توزيعها، فلا

<sup>1</sup> حسناء هميلي ورميساء معلم، القرارات التمويلية الإستراتيجية في تعظيم قيمة المؤسسة: دراسة حالة المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز "سونلغاز"، مذكرة ماستر، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة، 2017، ص14.

<sup>2</sup> شبياكي سعدان، تقنيات المحاسبة حسب المخطط الوطني المحاسبي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص10.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص11.

<sup>4</sup> حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2005، ص504.

يحق لحملة الأسهم الممتازة المطالبة بها، وفي الوقت ذاته لا يحق إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على حقهم في توزيعات السنوات السابقة<sup>1</sup>.  
تجمع الأسهم الممتازة ما بين الأسهم العادية وهي أنها أموال ملكية. ليس لها موعد استحقاق. تحصل على نصيبها من الأرباح<sup>2</sup>.

### 1. قيم الأسهم الممتازة: تتمثل فيمايلي:

#### 1.1. القيمة الإسمية: وهي قيمة السهم عند الإصدار.

2.1. القيمة الدفترية: وهي نصيب حامل السهم من حقوق المساهمين، لكن القيمة الدفترية تساوي القيمة الإسمية لأن الأسهم الممتازة لا تشترك في الأرباح المحجوزة.

#### 3.1. القيمة السوقية: وهي قيمة السهم في السوق المالية، وتخضع لقوى العرض والطلب<sup>3</sup>.

2. أنواع الحوافز التي تمنح لحاملي الأسهم الممتازة: لغرض تحفيز المستثمر على شراء الأسهم الممتازة تعتمد بعض المؤسسات إلى تضمين شروط الإصدار بعض أو كل من الحوافز الآتية:

1.2. الأسهم مجمعة الأرباح: يتم منح حامل السهم الممتاز الحق في الحصول على الأرباح، حتى وان لم يتم توزيعها في نفس السنة المالية التي تحققت بها، أي يتم ترحيل نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح المحققة في سنوات سابقة، ودفعها في سنوات لاحقة عند اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح.

2.2. الأسهم الممتازة متقاسمة الأرباح: يقصد بها أن يحصل حامل السهم الممتاز على حصته من الأرباح المقررة في شروط الإصدار، بالإضافة إلى المشاركة في الأرباح الباقية مع حملة الأسهم العادية ضمن شروط يتفق عليها.

3.2. الأسهم القابلة للاستبدال: وهذا يعني أن حامل السهم الممتاز يستفيد من الحق بتغطية درجة المخاطر التي قد يتعرض لها، ما يعني ذلك يستفيد في حالة وجود كساد من النسبة الثابتة المحددة من الأرباح للسهم الممتاز.

<sup>1</sup> غنية بوربيعة، محددات إختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة: دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركييب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماستر، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012، ص22.

<sup>2</sup> حسناء هميلي ورميساء معلم، مرجع سبق ذكره، ص 14.

<sup>3</sup> طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 136.

**4.2 الأسهم القابلة للاستدعاء:** في هذا النوع من الأسهم تقوم المؤسسة المصدرة للأسهم الممتازة، بفرض شرط الإستدعاء بغرض شراء الأسهم الممتازة التي قامت بإصدارها، أي يتم إعادة الأسهم الممتازة مقابل دفع قيمة السهم نقدا إلى حامله، وعادة ما يتم منح علاوة عند استدعاء السهم الممتاز، وتمنح هذه العلاوة لتغطية الخسارة التي قد يتحملها مستثمر الأسهم الممتازة جراء التنازل عن حقه<sup>1</sup>. ولإدارة المؤسسة المساهمة عدة أسباب تدفعها لإصدار الأسهم الممتازة، وأهم هذه الأسباب باختصار هي زيادة موارد الأموال المتاحة للشركة<sup>2</sup>.

### 3. مميزات وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

#### 1.3. المميزات: ومن أهم هذه المزايا<sup>3</sup>:

– المؤسسة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات في كل سنة تتحقق فيها الأرباح؛

– إصدار الأسهم الممتازة يخفض نسبة القروض وبالتالي إمكانية الحصول على القروض مستقبلا.

#### 2.3. العيوب: ومن العيوب التي تأتي من التمويل بالأسهم الممتازة:

– ارتفاع تكلفتها مقارنة بتكلفة الإقتراض؛ والزامية التوزيعات حيث يحق لحملة الأسهم الممتازة الإحتفاظ بحقوقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يتم فيها توزيعها، وذلك قبل حصول أصحاب الأسهم العادية على أية توزيعات.

**ثالثا: السندات:** السند هو عبارة عن: "قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت، وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع فوائد سنوية<sup>4</sup>؛ ويجب على المؤسسة أن ترفع القيمة الاسمية للسند كاملة عند الاستحقاق ويختلف السند عن القروض بأن يباع إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو المؤسسات أيضا ويمكن بيع السند إلى شخص آخر أو مؤسسة قبل تاريخ استحقاقه ولكن بسعر أقل من قيمته عند الاستحقاق<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج، عمان، الأردن، 2006، ص ص 126-127.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، إبراهيم اسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 309 .

<sup>3</sup> بلكيف اسماعيل، سعدون الحسين، مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسة: دراسة تطبيقية لتعاونية الحبوب والخضر الجافة لولاية البويرة، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، قسم العلوم التجارية، جامعة البويرة، 2014-2015، ص ص 22-23 .

<sup>4</sup> Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Christophe Pérignon, **Marchés Financiers : Gestion De Portefeuille Et Des Risques**, Dunod 06 Eme Edition ,Paris, 2014, P 14.

<sup>5</sup> عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 85.

هي مصدر من مصادر التمويل الخارجي المباشر تلجأ إليها المؤسسة وفق إتفاق تعهدي مكتوب ويختم الطرف الذي أنشأه، وفيه يتعهد بدفع فائدة دورية ودفع المبلغ المتفق عليه في تاريخ مستقبلي محدد<sup>1</sup>. ويعرف أيضا على أنه وثيقة تتبعها المنشأة للجمهور بقيمة إسمية محددة وتحمل فائدة محددة يتم دفعها إما كل ستة شهور مرة أو كل سنة مرة ولها موعد إستحقاق طويل نسبيا قد يبلغ عشرة سنوات إلى خمسة عشر سنة أو أكثر<sup>2</sup>. حيث تتميز السندات بالعديد من الخصائص من بينها:<sup>3</sup>

- حامل السند تكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية؛
- حامل السند يسترد ماله في الموعد المحدد لإستحقاق السداد وبالكامل؛
- يحصل أصحاب السندات على فوائد ثابتة بغض النظر عما إذا كانت الجهة المصدرة قد حققت أرباحا أم لا و مهما كان حجمها، وتكون هذه الفائدة سنوية بالمعدل المحدد في السنة؛
- إن ضمانات حقوق أصحاب السندات، قد تنصب على الموجودات التي أصدرتها المؤسسة كما أنها قد تنصب على بعض أو جزء من هذه الأصول.

### 1. أنواع السندات: تصنف السندات حسب العديد من المعايير كما يلي:

#### 1.1. من حيث الضمان:<sup>4</sup> نجد:

- سندات مضمونة لرهن أصول المؤسسة؛
- سندات غير مضمونة بأصول معينة.

#### 2.1. من حيث سعر الفائدة: نجد:

- السندات ذات سعر فائدة ثابت: وهي السندات التي يحدد لها سعر فائدة معروف ويبقى ثابتا حتى موعد الإستحقاق.
- السندات ذات سعر فائدة متغير: وهي السندات التي لها سعر فائدة متغير تبعا لحركات أسعار الفائدة في السوق، بأن يتم ربط سعر الفائدة للسند بسعر إعادة الخصم.

#### 3.1. من حيث الجهة المصدرة: نجد:

- السندات الحكومية: وهي السندات التي تصدرها جهات حكومية.

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص 113.

<sup>2</sup> طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 114.

<sup>3</sup> شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص 21.

<sup>4</sup> هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2000، ص ص 99-100 .



– السندات الخاصة: وهي السندات التي تصدرها المؤسسات الخاصة.

#### 4.1. من حيث القابلية للإستدعاء: نجد:

– السندات القابلة للإستدعاء: وهي التي يمكن للمؤسسة بإستدعائها وطلب سداد قيمتها قبل موعد استحقاقها مقابل تعويض لحامل السند (علاوة الإستدعاء).

– السندات غير القابلة للإستدعاء: وهذا النوع لا يسمح بسداد قيمتها قبل موعد استحقاقها.

#### 5.1. من حيث الملكية:<sup>1</sup>

– السند لحامله: إذ تدفع فائدة السند وقيمه عند استحقاقها لحامل السند.

– السند الإسمي: إذ تدفع فائدة السند عند استحقاقها للشخص المسجل نفسه في السند.

#### 2. مميزات وعيوب التمويل بالسندات:<sup>2</sup>

##### 1.2 المميزات: من المزايا التي تحصل عليها المؤسسة عند إصدار السندات:

- سهولة تحديد تكلفة التمويل بالسندات؛
- انخفاض تكلفة السندات مقارنة بتكلفة الأسهم العادية والأسهم الممتازة؛
- في العادة لا يحق لحملة السندات المشاركة في الإدارة؛
- السندات محددة المدة والقيمة والفائدة، فالمؤسسة يسهل عليها توقع الإحتياطي لامتلاكها وعليه فإنه يعتبر من مصادر التمويل المرنة في التأثير على الهيكل المالي.

##### 2.2 العيوب: كما يمكن أن نذكر بعض عيوب التمويل عن طريق السندات فيما يلي:

- تكلفة التمويل بالسندات تكلفة ثابتة واجبة الدفع مهما كان الوضع المالي للمؤسسة الإقتصادية؛
- إذا تعرضت المؤسسة إلى ضائقة مالية، فإن دفع المؤسسة لمستحققاتها اتجاه حملة السندات يقلل من إيراد حملة الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم في السوق المالية.

#### المطلب الثالث: مصادر التمويل الخارجي غير المباشر في المؤسسة الإقتصادية:

تتمثل مختلف مصادر التمويل الخارجي غير المباشر فيما يلي: القروض المصرفية طويلة ومتوسطة الأجل؛ قروض الإيجار؛ القروض قصيرة الأجل.

#### أولاً: التمويل المتوسط والطويل الأجل:

<sup>1</sup> مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 186.

<sup>2</sup> مرجع نفسه، ص ص 188-189.

1. القروض المصرفية طويلة الأجل:<sup>1</sup> وهي القروض التي تزيد أجالها عن سبع سنوات وقد تصل إلى عشر سنوات أو عشرين سنة تمنح لتمويل بناء المصانع أو إقامة مشاريع جديدة .. إلخ، وللقرض طويل الأجل خصائص عديدة من بينها، أنه:<sup>2</sup>

- محدد الوجهة أي يكون موجه لإستعمال محدد بدقة؛
- تفاوضي أي لا يكون الحصول عليه إلا بعد مفاوضات مع البنك.

### 1.1. مميزات وعيوب التمويل بالقروض طويلة الأجل:<sup>3</sup>

#### 1.1.1 المميزات: ونذكر منها مايلي:

- عملية الحصول على القروض طويلة الأجل لا تستغرق وقتا طويلا مقارنة بالوقت الذي يتطلب إجراء عملية الإصدار العام للجمهور؛
- سهولة التفاوض بين المؤسسة والجهة المقترضة خصوصا إذا كان المقترض طرفا وحيدا؛
- الإستعانة بالقروض طويلة الأجل يجنب اللجوء إلى القروض قصيرة الأجل وبالتالي تفادي مخاطر احتمال عدم التجديد أو مواعيد الإستحقاق القصيرة.

#### 2.1.1 العيوب: ونذكر منها:

- في العادة تتضمن اتفاقيات تقديم القروض نصوصا مقيدة للمؤسسات المقترضة لحماية حقوق الدائنين ،بينما تخلو مصادر التمويل الأخرى من هذا القيد؛
- كون هذه القروض طويلة الأجل ،فالمقرض يطلب ضمانات قد لا تكون في متناول المؤسسة، يلجأ إلى دراسات معمقة لوضعية المؤسسة وقد تكون تكاليف هذه الدراسات عالية، لذا فالمقرض يضع حدا للقروض المقدمة لتغطية هذه التكاليف.

2. القروض المصرفية متوسطة الأجل:<sup>4</sup> وهي القروض التي تتراوح مدتها إلى خمس سنوات (وأحيانا سبع سنوات) ويمنح بغرض تمويل بعض العمليات الرأسمالية للمؤسسات، مثل شراء آلات جديدة أو إجراء تعديلات لزيادة الإنتاج.

<sup>1</sup> عبد المعطي رضا، رشيد وآخرون، إدارة الإئتمان، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، الأردن، 1999، ص 104.

<sup>2</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، ص 76.

<sup>3</sup> مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 191.

<sup>4</sup> عبد الحميد عبد المطلب، البنوك الشاملة، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2000، ص 113.

1.2. مميزات وعيوب التمويل بالقروض متوسطة الأجل:<sup>1</sup>

- 1.1.2. المميزات: يرجع اهتمام المؤسسات بهذا النوع من القروض للعديد من الأسباب من أهمها:
- أن هذه القروض تلائم ظروف المؤسسة في الإنفاق على المشروعات قيد الإنجاز، حيث تقترض في حدود متطلبات كل مرحلة من مراحل الإنجاز مما يؤدي إلى تخفيض التكاليف؛
  - يساعد في سد الفجوة التضخمية، خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي التي تحدث عندما تصبح المؤسسة عاجزة عن الإستمرار في التمويل القصير الأجل، حيث يمكن للمؤسسة أن تلجأ إلى القرض المتوسط الأجل بشكل أساسي لسد هذه الفجوة؛
  - يمكن استخدام هذه القروض في حالة عدم إمكانية تجديد القروض القصيرة الأجل، خاصة في فترات ارتفاع أسعار الفائدة أو مواجهة الظروف الطارئة.

## 2.1.2. العيوب: قد يترتب على القروض المتوسطة الأجل العديد من العيوب من أهمها:

- تعهد المؤسسة المقترضة بعدم إدخال تعديلات جذرية على أصولها والتي من شأنها تضعف قدرة المؤسسة على السداد كأن تتعهد المؤسسة بعدم بيع بعض الأصول الثابتة إلا بإذن المقرض.
- قد تشترط الجهة المقرضة على المؤسسة عدم شراء أصول جديدة، وذلك لأنها لا ترغب في إعادة توظيف أرباح المؤسسة المحققة في إجراء توسيعات جديدة.

**ثانيا: قروض الإيجار (الإستئجار):** هي اتفاق (عقد) بين مؤجر ومستأجر بموجبه يمنح المؤجر للمستأجر حق استخدام أصلا معيناً منقولاً كان أو غير منقول، يمتلكه المؤجر خلال فترة محددة مقابل مبلغ نقدي يدفع دورياً و يسمى بالإيجار<sup>2</sup>، ويرجع الباحثين أصل هذه التقنية التمويلية إلى رجل أعمال أمريكي يدعى "شوان فولد"، الذي أسس أول شركة "LEASINEG" وكان مديراً لها في سنة 1952<sup>3</sup>.

## 1. أنواعه: تتمثل فيمايلي: البيع ثم الإستئجار؛ التأجير التشغيلي؛ التأجير التمويلي.

1.1. البيع ثم الإستئجار: إذا كانت المؤسسة تمتلك قطعة أرض أو مباني أو جهاز معين، فإنه يمكنها بيع هذا الأصل وفي نفس الوقت تستأجره بناء على اتفاق بين مشتري الأصل والمؤسسة بذات الأصل<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> نظير رياض، محمد الشحات وآخرون، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر، 2001، ص178.

<sup>2</sup> سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص 77.

<sup>3</sup> Giovanoli Mario , le crédit Bail en europe : developement et nature juridique, libraires techniques , Paris, 1980, P 356.

<sup>4</sup> راضية قربوع ، مرجع سبق ذكره ، ص 23.

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

**3.1. التأجير التمويلي:** هو ذلك التأجير الذي يتم بموجبه إطفاء كامل قيمة الأصل المؤجر خلال فترة العقد، ويسمى هذا التأجير بالتأجير الرأسمالي لأن إجمالي دفعات الإيجار المتفق عليها تغطي كامل تكلفة الأصل مع عائد مناسب على رأس المال المستثمر، ويختلف عن الاستئجار التشغيلي من حيث:

- أنه لا يوفر خدمات الصيانة؛
- أن عقود الاستئجار التمويلي لا يمكن إلغائها؛
- يدفع المستأجر تكاليف التأمين والضرائب إذا كان الأصل عقارا؛
- ينتهي هذا العقد بتملك المستأجر للأصل المؤجر<sup>1</sup>.

## 2. مميزات وعيوب التأجير:

### 1.2. المميزات<sup>2</sup>: نذكر منها:

- دفع قسط التأجير يعتبر أخف ماليا من تكلفة استثمار جديد؛
- يتيح التأجير للمؤسسة مواكبة التطور من خلال استخدام الأجهزة الأكثر حداثة؛
- يعتبر قسط التأجير قابلا للطرح من الضريبة.

### 2.2. العيوب: نذكر منها:

- لا يسمح القرض الإيجاري للمؤسسة المستأجرة بإدخال أي تحسينات على الأصول المستأجرة لأن ملكيتها تعود للمؤجر (تبعية المستأجر للمؤجر).
- تكلفة القرض بالإستئجار تكون أعلى من تكلفة القروض المصرفية الأخرى حيث أن هذه الأخيرة تعتمد على معدل سعر الفائدة المحدد حسب التنظيم النقدي وتقلبات سوق النقد، بينما القرض الإيجاري فتحدد التكلفة فيه حسب شروط السوق العامة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 412.

<sup>2</sup> Patrice Vizzavona , *gestion financiere analyse previsionnelle* ,8eme ed-berti,1994,P 399.

<sup>3</sup> كاملي مليكة وآخرون ،تمويل المؤسسات الصغير والمتوسطة عن طريق القرض الإيجاري: دراسة حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية، مذكرة لنيل شهادة ليسانس، تخصص: مالية، جامعة المدية، 2009-2010، ص ص 55-56.

**ثالثاً: التمويل قصير الأجل:** يتم استخدامه من قبل المؤسسة لتمويل الأصول المتداولة ويعرف الائتمان قصير الأجل بأنه ذلك الالتزام (الخصم) الواجب السداد خلال مدة لا تزيد عن سنة واحدة.<sup>1</sup> تواجه المؤسسة في الأجل القصير مجموعة من الإحتياجات وذلك من أجل تمويل عملية استغلالها والتي تزيد عن سنة لذلك يجب على المسير المالي البحث عن مختلف الموارد لتغطية هذه الإحتياجات حيث يتاح أمام المؤسسة العديد من مصادر التمويل القصيرة الأجل، والتي من أهمها:<sup>2</sup>

**1. أنواعه:** وتتمثل في: الائتمان التجاري؛ الائتمان المصرفي؛ الأوراق التجارية.

**1.1. الائتمان التجاري:** يمكن تعريف الائتمان التجاري من وجهة نظر الإدارة المالية بأنه "تسهيلات قصيرة الأجل يحصل عليها المشتري من المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها، وأحيانا يحصل عليها بدون تكلفة إذا ما تم منح الائتمان بدون شروط دفع".<sup>3</sup>

كما يعرف أيضا الائتمان التجاري بأنه "الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم الأخير بشراء البضائع لغرض إعادة بيعها ويحتاج المشتري إلى الائتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأسماله العامل لمقابلة الحاجات الجارية وعدم مقدرة الحصول على القروض المصرفية وغيرها من القروض القصيرة ذات التكلفة المنخفضة".<sup>4</sup>

ويعرف أيضا على أنه "عبارة عن تمويل قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة".<sup>5</sup>

**2.1. الائتمان المصرفي:** القروض المصرفية القصيرة الأجل هي من مصادر التمويل المهمة التي قد يلجأ إليها العديد من المؤسسات، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة والمصرف، فعندما تحتاج المؤسسات إلى الأموال لفترات قصيرة ولا يمكن توفيرها عن طريق الائتمان

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 220 .

<sup>2</sup> بلكيف اسماعيل، سعدون الحسين، مرجع سابق، ص 41.

<sup>3</sup> دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 221.

<sup>4</sup> عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 474.

<sup>5</sup> Jonathan Berk, Peter Demazro, *Finance D'entreprise*, Pearson Education Edition , France, 2008, P836.

التجاري فإنها تلجأ إلى استخدام الإئتمان المصرفي<sup>1</sup>، ويتمثل الإئتمان المصرفي في القروض والتسهيلات قصيرة الأجل التي تقدمها البنوك للمؤسسة وتكون آجالها في حدود السنة<sup>2</sup>.

**3.1. الأوراق التجارية<sup>3</sup>:** الورقة التجارية هي "عبارة عن سندات أذنية (كمبيالات) تتراوح فترة استحقاقها بين الشهرين والسنة الواحدة، تصدرها مؤسسات كبيرة للحصول على حاجاتها من التمويل، وتشتريها (بشكل رئيسي) مؤسسات الأعمال الأخرى ومؤسسات التأمين والبنوك ومؤسسات التقاعد والمعاشات، وتعد الورقة التجارية حالياً إحدى المصادر الهامة للتمويل، وقد أخذت تنمو سريعاً في السنوات الأخيرة.

**2. مميزات وعيوب التمويل قصير الأجل<sup>4</sup>:**

**1.2 المميزات:** من مزايا التمويل قصير الأجل نذكر مايلي:

- الحصول على المال بسرعة، حيث يمكن الحصول على المال في الحالات الطارئة بمدة قصيرة، ما يجعل القروض قصيرة الأجل الحل الأسرع في الضائقات المالية مقارنة مع القروض طويلة الأجل.
- لا تقيدك القروض قصيرة الأجل بالرهن والضمانات، وبذلك لن تكون بخطر كبير عند التأخر عن تسديد القرض لأن القروض قصيرة الأجل لا تتطلب ضمانات تتمثل بالرهن على شيء من ممتلكاتك، ومن ثم تجريدك منه في حالة التخلف عنه.
- توفر القروض قصيرة الأجل درجة من المرونة، فمثلاً يمكنك دفع كل الفوائد المترتبة على القرض، ومن ثم تسديد القرض في الأشهر اللاحقة.

**2.2 العيوب:** من عيوب التمويل قصير الأجل مايلي:

- ارتفاع سعر فائدها، حيث فوائد القروض قصيرة الأجل أعلى من فوائد القروض طويلة الأجل.

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، طبعة 2، دار المسيرة والتوزيع والطباعة، الأردن، 2007، ص 353.

<sup>2</sup> حسناء هميلي، رميساء معلم، مرجع سبق ذكره، ص 18.

<sup>3</sup> سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص 163.

<sup>4</sup> <https://aliqtisadi.com/928146-%d9%8-%d8%a7%d9%84%d8%a3%d%a...../13/03/2019,08:23>.

### المبحث الثالث: تكلفة مصادر التمويل في المؤسسة الإقتصادية

تعتبر تكلفة التمويل بمثابة الحد الأدنى للعائد المطلوب على الأموال المستخدمة، ولتقدير تكلفة رأس المال أهمية بالغة في اتخاذ القرارات المكونة لهيكل رأس المال فالهيكل المالي المناسب هو الذي يحقق ادنى تكلفة وبالتالي سيتم تحديد تكلفة كل مصدر من مصادره في هذا المبحث على النحو التالي:

- تكلفة التمويل الداخلي في المؤسسة الإقتصادية؛
- تكلفة التمويل الخارجي في المؤسسة الإقتصادية؛
- التكلفة الوسطية المرجحة في المؤسسة الإقتصادية؛

#### المطلب الأول: تكلفة التمويل الداخلي في المؤسسة الإقتصادية:

**أولاً: تكلفة الأرباح المحتجزة:** تمثل الأرباح المحتجزة التي تحققت غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلاً من توزيعها على حملة الأسهم وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلية، حيث تعتبر من أسهل مصادر التمويل وتكلفتها تماثل تكلفة الفرصة البديلة لهذه الأموال، والفرص المتاحة أمام حامل السهم كلها تكون مقاربة لتكلفة السهم لأنه في حال أتيحت له فرصة أفضل من السهم لقام ببيعه.<sup>1</sup> وتحسب تكلفة الأرباح المحتجزة وفق يلي:<sup>2</sup>

▪ في حالة عدم وجود ضرائب:  $K_r = K_n$

تكلفة الأرباح المحتجزة = تكلفة الأسهم العادية

▪ في حالة وجود ضرائب:

$$K_r = \frac{D1 (1 - t)}{P0 (1 - F0)} + g$$

#### المطلب الثاني: تكلفة التمويل الخارجي في المؤسسة الإقتصادية:

**أولاً: تكلفة التمويل الخارجي المباشر:**

<sup>1</sup> رضوان العامر وليد، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 1997، ص173.  
<sup>2</sup> هاجر بورصاص، ريمة نوري، الإدارة المالية ومصادر التمويل في المؤسسة، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، فرع علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قالمة، 2011-2012، ص 56.

1. تكلفة الأسهم العادية: وتعرف على أنها "العائد الذي يطلبه المستثمرون (حملة الأسهم) لقاء امتلاكهم له"، وتزيد تكلفة الأسهم العادية الجديدة أو رأس المال المملوك الخارجي عن طريق تكلفة الأرباح المحتجزة بسبب تكلفة الإصدار المرتبطة ببيع الأسهم الجديدة.<sup>1</sup> ويمكن حساب تكلفة الأسهم العادية وفقا لنموذج "جوردن - شابيرو" كما يلي:<sup>2</sup>

$$K_n = \frac{D1}{P0 (1-F0)} + g$$

حيث أن: **D1**: الأرباح المتوقعة لكل سهم؛ **P0**: القيمة السوقية للسهم؛

**F0**: تكلفة إصدار السهم؛ **g**: معدل النمو في الأرباح.

كما يمكن حساب تكلفة الأسهم العادية من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وهو نموذج بديل لنموذج التدفقات النقدية المخصومة "جوردن - شابيرو"، ويسعى إلى حساب معدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية، وهو ذاته التكلفة التي تتحملها المؤسسة المصدرة لهذه الأسهم، وتحسب من خلال

$$K_n = R_f + B (R_m - R_f)$$

المعادلة التالية:

**Rf**: معدل العائد الخالي من المخاطرة؛ **Rm**: معدل العائد على محفظة السوق؛ **B**: معامل بيتا لعائد السهم.

$$B = \frac{\text{Cov} (R_i , R_m)}{\text{Var} (R_m)}$$

مع أن:

**Cov (Ri, Rm)**: معامل التباين المشترك لعائد **i** حد من الأصول (الأسهم) مع عائد السوق؛

**Var (Rm)**: معامل الاختلاف لعائد مؤشر السوق.<sup>3</sup>

2. **تكلفة الأسهم الممتازة**: تعبر تكلفة الأسهم الممتازة عن العائد الذي يطلبه المستثمرون مقابل الاستثمار في المشروع وبالتالي فإن تكلفة الأسهم الممتازة هي عبارة عن نسبة التوزيعات التي يحصل

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي، وراشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص372.

<sup>2</sup> مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص181.

<sup>3</sup> عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص410.



عليها حملة هذه الأسهم إلى سعر السهم الممتاز بعد استبعاد تكاليف الإصدار.<sup>1</sup> وعليه تحسب تكلفة الأسهم الممتازة كالآتي:<sup>2</sup>

$$K_p = \frac{D1}{P0 (1 - F0)}$$

حيث: **D1** عائد السهم الممتاز؛ **P0**: السعر الاسمي للسهم الممتاز؛ **F0**: نسبة نفقات الإصدار.

### ثانيا: تكلفة التمويل الخارجي غير المباشر:

**1. تكلفة الاقتراض طويل الأجل:** تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المنشأة للمقرض، وذلك بعد تعديله لأغراض الضريبة أي بعد استبعاد الوفورات الضريبية، ولكن كيف يمكن تقدير هذه التكلفة؟ سواء كان الاقتراض في صورة قرض سندي أو في صورة قرض تتعاقد عليه، فإن عملية الاقتراض يترتب عليها تدفقات داخلية تحصل عليها المنشأة عند بيع السندات أو التعاقد على القرض، كما يترتب عليها تدفقات خارجية تتمثل في الفوائد التي تدفعها سنويا، بالإضافة إلى قيمة الأموال المقرضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الاستحقاق. ونظرا لتفاوت تواريخ التدفقات النقدية الخارجة، فإنه يمكن الاستعانة بفكرة معدل العائد الداخلي لتقدير تكلفة الاقتراض<sup>3</sup>. بعبارة أكثر تحديدا، سوف تتمثل تكلفة الاقتراض في معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية مساويا للصفر، ويمكن استخراجها باستخدام المعادلة التالية:

$$Nd = \frac{I_t}{(1 + kd)^n} + \frac{M}{(1 + kd)^n}$$

حيث أن: **K<sub>d</sub>**: تكلفة الدين (السند)؛ **N<sub>d</sub>**: مبلغ القرض السندي/المصرفي؛ **n**: الفترة الزمن؛

**I<sub>t</sub>**: الفوائد المدفوعة في نهاية السنة **t**؛ **M**: القيمة الاسمية للسند عند الاستحقاق.<sup>4</sup>

**2. تكلفة الائتمان التجاري:** تعتمد تكلفة هذا النوع على عدة عوامل، من شروط التسديد للموردين من حيث الفترة الزمنية الممنوحة للتسديد، ومدى توفر أو عدم توفر الخصم النقدي، إذ يعتبر الائتمان

<sup>1</sup> نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 279.

<sup>2</sup> علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، مكتبة الرائد العلمية، الأردن، 2002، ص 176.

<sup>3</sup> أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص 88.

<sup>4</sup> فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 238.

التجاري في ظل وجود خصم النقدي في حكم التمويل المجاني، أما في حالة عدم توفر الخصم النقدي يصبح للائتمان التجاري تكلفة على الشركة تأخذ بعين الاعتبار عند حصولها على مثل هذا النوع من الائتمان، وتحسب تكلفة للائتمان التجاري حسب المعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$\frac{360}{\text{فترة الائتمان} - \text{فترة الخصم}} \times \text{معدل الخصم النقدي} = \text{التكلفة السنوية للائتمان التجاري}$$

**3. تكلفة الائتمان المصرفي:** تتمثل تكلفة التمويل في حالة هذا الائتمان في الفائدة التي تدفعها المؤسسة كنسبة مئوية من قيمة القرض الذي تحصلت عليه، ويمكن أن يطلق على هذه التكلفة بتكلفة الاسمية تمييزا لها عن التكلفة الفعلية المرتبطة بشروط الاتفاق بين المؤسسة والجهة المانحة للقرض، والمتأثرة أيضا بمعدل الضريبة الخاضعة له أرباح المؤسسة، وهناك احتمالات بشأن هذه الشروط هي:<sup>2</sup>

- أن يطلب من المؤسسة الاحتفاظ برصيد معين؛
- أن يطلب من المؤسسة سداد الفائدة مقدما؛
- أن يطلب من المؤسسة سداد القرض على دفعات.

ويمكن احتساب الفائدة وفق الأساليب التالية:

▪ **احتساب الفائدة البسيطة:** يمكن احتساب الفائدة وفق هذه الطريق على أساس قيام العميل بتسديد مبلغ الفائدة عند استحقاق القروض مع أصل قيمة القرض ويكون معدل الفائدة الحقيقي مساويا لمعدل الفائدة الاسمي وتحسب كمايلي:<sup>3</sup>

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

▪ **الفائدة المخصومة:** وهي الفائدة التي يتم خصمها من قيمة القرض عند توقيع العقد مع البنك، وذلك يسمى بالقرض المخصوم وبموجب هذا الشرط لن يحصل المقرض على كامل قيمة القرض، وهنا

<sup>1</sup> نور الدين خبابة، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، لبنان، الطبعة الأولى، 1997، ص477.

<sup>2</sup> فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسيوط، مصر، 2007، ص06.

<sup>3</sup> طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص60.

سيختلف معدل الفائدة الحقيقي إذ يكون أكبر من معدل الفائدة الاسمي.<sup>1</sup> ولمعرفة كلفة القرض الحقيقي يتم احتساب معدل الفائدة الحقيقي بالطريقة التالية:

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

■ احتساب القرض بطريقة الرصيد المعوض: تتضمن بعض الشروط عند منح الائتمان المصرفي إلزام العميل بالاحتفاظ بحد أدنى من الرصيد لدى حسابه في البنك وتتراوح هذه النسبة بين 10% و 20% من قيمة القرض، والغرض من ذلك تقوية المركز النقدي للعميل وإن هذا الشرط سيؤدي إلى رفع معدل الفائدة الحقيقي للقرض لإنخفاض المبلغ المستثمر فعلا من قبل العاميين.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال في المؤسسة الإقتصادية:<sup>3</sup>

بعد أن تم احتساب كل مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل من الممكن تحديد تكلفة الوسط المرجح لرأس المال، ويمكن القيام بذلك عن طريق حساب الوسط المرجح لتكلفة رأس المال  $k_a$  والذي يمكن إيجاده بضرب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل في وزن كل مصدر بالنسبة إلى مجموع جميع المصادر التمويل التي استخدمت في الهيكل التمويلي للشركة، وباستعمال الرموز يمكن التعبير عن الوسط المرجح لتكلفة رأس المال بالمعادلة التالية:

$$K_a = w_d k_d + w_p k_p + w_s k_r \text{ (or) } w_s k_s$$

حيث أن:  $w_d$ : وزن الدين طويل الأجل في الهيكل المالي للشركة؛

$w_p$ : وزن الأسهم الممتازة في الهيكل المالي للشركة؛

$w_s$ : وزن الأسهم العادية في الهيكل المالي للشركة.

$$w_s + w_p + w_d = 1$$

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، مرجع سبق ذكره، ص 233.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 233.

<sup>3</sup> فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 250.

## خلاصة:

إن القرار التمويلي في المؤسسة الاقتصادية من أهم القرارات الإستراتيجية المتحكمة في تشكيلة الهيكل التمويلي الخاص بها، وإن أحد العوامل المحددة للإستراتيجية التمويلية هي اختيار التمويل الملائم فينبغي على المؤسسة المفاضلة بين المصادر المتاحة واختيار الأنسب منها بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطر ويكون بأدنى تكلفة، ولن يأتي ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها، حيث تقسم مصادر التمويل تبعاً لمعيار العلاقة بالمؤسسة إلى مصادر تمويل داخلية تتضمن التمويل الذاتي والتنازل عن الاستثمارات، ومصادر تمويل خارجية تشمل القروض المصرفية طويلة وقصيرة الأجل والأسهم العادية والممتازة والسندات... الخ.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا بد من القيام بتقدير تكلفة الأموال من كل مصدر تمهيدا للوصول إلى تكلفة إجمالية لجميع الأموال التي يتكون منها الهيكل المالي، التي يجب أن تكون في حدها الأدنى بهدف تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية حتى نكون بصدد الهيكل المالي المناسب.

وقد تباينت الآراء والمداخل حول تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، ومن فكرة وجود هيكل أمثل من عدمه، وفي الواقع تمثل قضية الهيكل المالي أحد القضايا الهامة في نظريات التمويل وسوف نحتول دراسة هذه المقاربات والنظريات. في الفصل القادم.

**الفصل الثاني: الميكل التمويلي والنظريات  
المفسرة لتأثيره على قيمة المؤسسة  
الإقتصادية**

## تمهيد:

تقوم المؤسسة بدراسة عدة بدائل تمويلية متاحة لتشكيل هيكلها المالي الأنسب الذي يمكنها من تعظيم قيمتها، وذلك بناء على معايير متنوعة تتماشى مع طبيعة نشاطها واستراتيجياتها المتبعة، ويتكون الهيكل المالي عموماً من الأموال الخاصة (رأس المال الصادر، الاحتياطات) والديون بشتى أنواعها، ولما كانت المؤسسة تهدف إلى تعظيم قيمتها من خلال تعظيم ثروة المساهمين، ظهرت مجموعة من النظريات والمداخل حاول المفكرون من خلالها دراسة العلاقة بين تركيبة الهيكل المالي وقيمة المؤسسة.

لذلك ارتأينا في هذا الفصل التعرض إلى تعريف الهيكل المالي و المحددات التي تمكننا من الحصول على هيكل مالي أمثل ومن ذلك التطرق إلى تعريف قيمة المؤسسة الاقتصادية وطرق تقييمها والمفاضلة بينها وفي الأخير تطرقنا إلى مختلف النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية.

## المبحث الأول: مدخل للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية:

منذ أبحاث العالمين الأمريكيين مودكلياني وميلر سنة 1958 حول أسلوب التمويل الأمثل للمؤسسات، تزايد اهتمام الباحثين في مجال تمويل المؤسسات بقرار التمويل في المؤسسة وتحديد مختلف المحددات التي تتحكم في عملية اتخاذ القرار التمويلي لتحقيق الهيكل المالي الأمثل وأثر ذلك على القيمة السوقية للمؤسسة.

### المطلب الأول: تعريف الهيكل المالي:

تعتبر وظيفة التمويل بما تتضمنه من بحث عن مصادر التمويل والاختيار من بينها، والتقرير بخصوص المزيج الأفضل منها عملية مهمة بالغه التعقيد لدى المؤسسات، لذلك يتطلب القيام بهذه الوظيفة توافر كفاءة متميزة لدى الإدارة المالية لما للقرارات المتعلقة بموضوع التمويل أثر هام في تحقيق ربحية المؤسسة وسلامة وضعها المالي، حيث تنعكس قرارات الاستثمار في الجانب الأيمن من الميزانية العمومية، وهو ما يعرف بهيكل الأصول، في حين نجد أن قرارات التمويل تظهر في الجانب الأيسر من الميزانية العمومية وهو ما يعرف بالهيكل التمويلي.

لكن علينا أن نميز بين مصطلحين شائعين في هذا المجال هما:

**أولاً: هيكل رأس المال:** يعتبر جزءاً من الهيكل المالي للمؤسسة، ويتكون من حقوق الملكية من الأسهم العادية و رأسمال والأرباح المحتجزة المجمعة... الخ<sup>1</sup>

**ثانياً: الهيكل التمويلي:** تعددت تعاريفه ويمكن إيجازها في الآتي:

يعرف الهيكل التمويلي للمنشأة على أنه هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف الميزانية.<sup>2</sup>

كذلك هو كيفية تمويل إجمالي موجودات استثمارات الشركة، ويتمثل ذلك بالجانب الأيسر للميزانية، أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل الذي تستخدمه الشركة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، سمية قفياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 1996، ص 319.

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي، ياسين الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص 138.

<sup>3</sup> محمد أيمن الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكات، السعودية، 1999، ص 591.

ويعرف الهيكل التمويلي أيضا بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر المكونة لجانب الخصوم سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.<sup>1</sup>

من خلال ما سبق يمكن أن نستخلص أن الهيكل التمويلي (المزيج التمويلي) ما هو إلا تشكيلة الأموال التي تستخدمها المؤسسة في تمويل موجوداتها على اختلاف مصادر الحصول عليها سواء كانت داخلية أو خارجية، أو على اختلاف آجال استحقاقها سواء كانت قصيرة أو متوسطة وطويلة الأجل.

### المطلب الثاني: الهيكل المالي الأمثل:

إن أي مؤسسة تسعى لأن يكون لها هيكل مالي أمثل وهذا الأخير تحكمه عدة محددات ولذلك سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى مفهوم الهيكل المالي الأمثل وأهم محدداته.

**أولاً: تعريف الهيكل المالي الأمثل:** يجب على المؤسسة أن تحسن في الاختيار بين مصادر التمويل المتاحة أمامها ويندرج ذلك ضمن أحد أهم الأهداف التمويلية للمؤسسة للوصول إلى الهيكل المالي الأمثل، بناء على مفهوم الهيكل المالي الذي تم التطرق له في المطلب السابق، يمكن تعريف الهيكل المالي الأمثل من خلال مايلي:

يعرف الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة بأنه: " ذلك المزيج من الأموال الخاصة والديون الذي يخفض تكلفة الأموال ويعظم في نفس الوقت قيمة المؤسسة مما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين".<sup>2</sup>  
كما يعرف بأنه: " ذلك الهيكل الذي يعظم القيمة السوقية للأموال الخاصة من خلال تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة ككل وذلك من خلال اختيار مزيج تمويلي يخفض تكلفة التمويل لأقصى درجة ممكنة".<sup>3</sup>

ويترتب على تحديد المؤسسة للهيكل المالي الأمثل المزايا التالية:

- المعدل الموزون لتكلفة التمويل؛
- تعظيم معدل العائد على حق ملكية؛

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة 6، كلية التجارة، جامعة طنطا، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007، ص 527.

<sup>2</sup> Jean Marie Gagnon, Nabil Khouri , *Traité de gestion financière, 3e édition*, Gaëtan Mourin, Québec, 1988, P 343.

<sup>3</sup> Pierre Conso, Farouk Hemici, *Gestion financière de l'entreprise*, 11<sup>ème</sup> édition ,Dunod, Paris, 2005, P 579.



– تعظيم ثروة المالكين من خلال زيادة قابلية المؤسسة على إيجاد فرص استثمارية جديدة.

**ثانياً: محددات الهيكل المالي الأمثل:** تختلف الهياكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية في مكوناتها فبعضها يعتمد بشكل رئيسي على الأموال الذاتية لتلبية احتياجاتها المالية في حين يعتمد الآخر على الأموال المقترضة والبعض قد يختار مزيجاً بين ذلك.

وهذه الاختلافات هي نتيجة عدة عوامل منها ما هو كمي وآخر كيفي حيث تتعلق أساساً بعلاقة المفاضلة بين الخطر ومردود العائد للمؤسسة، وعوامل أخرى تتراوح بين ظروف المؤسسة نفسها وتوفر مصادر التمويل، وفي ما يلي استعراض لأهم هذه العوامل:

### 1. المحددات الكمية للهيكل التمويلي: وتتمثل في مايلي:

**1.1 الربحية:** اختلفت النظريات المالية في تفسيرها لتأثير ربحية الشركات في الهيكل المالي، حيث نجد ان نظرية التبادل تؤكد وجود أثر ايجابي بين الربحية ونسبة الدين، فالشركات التي لها نسبة ربحية عالية لها القدرة على زيادة نسبة الدين.

ومن ناحية أخرى، نجد أنه في سنة 1984 (Myers) اقترح أن يتم التمويل بالأرباح المحتجزة أولاً ثم بالدين، ومن ثم التمويل بالملكية، من هذا المنطلق فإن هناك أثراً سلبياً بين الربحية ونسبة الدين، أي أن الربحية العالية تتضمن اعتماداً أكثر في التمويل على الأموال الداخلية، واستعمالاً أقل للدين.

إن الأرباح قبل الفوائد والضرائب، نسبة إلى إجمالي الأصول بالشركة، تعتبر المتغير الذي يكون مستخدماً لقياس قدرة الشركة على توليد أموال داخلية.<sup>1</sup>

**2.1 السيولة:** تعبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل عند أجال استحقاقها، والمتمثلة في مجموع التدفقات النقدية المحصلة من مختلف أنشطة المؤسسة، وتسمح السيولة بتعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها، وتمكنها من الوفاء بتسديد التزاماتها، ووجود السيولة في المؤسسة يعطي لها المرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة، ويمكنها من مجابهة متطلبات النمو والتوسع ومواجهة الأزمات الطارئة عند وقوعها... الخ.

**3.1 الدخل:** إن من أهم المميزات التي يحققها التمويل عن طريق الاقتراض في الحالات التي تكون فيها كلفة الاقتراض أقل من العائد على الموجودات، هو تحسين العائد على حقوق أصحاب المؤسسة بشكل أفضل مما لو كانت عمليات المؤسسة ممولة جميعاً من قبل أصحابها، أي دون اقتراض، أما إذا كانت

<sup>1</sup> غازي فلاح مومني وعلي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الاعمال: دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2، 2001، ص 369.

كلفة الاقتراض أعلى من العائد المحقق على الموجودات، فإن نتائج الرفع المالي ستكون عكسية حيث سينخفض العائد على حقوق المالكين.<sup>1</sup>

**4.1 الخطر:** ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة من منظورين هما خطر التشغيل وخطر التمويل، ويرتبط خطر التشغيل 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 الاقتراض.

أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل المؤسسة، ويؤدي هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين، وقد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها، وعندما تواجه المؤسسة الفشل تتهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم لأنهم آخر من يستوفي حقه عند تصفية المؤسسة.<sup>2</sup>

**2. المحددات الكيفية للهيكال التمويلي:** ونذكر منها:

**1.2 معدل النمو:** فالمنشأة التي تنمو بمعدلات عالية، في حال ثبات العوامل الأخرى، تعتمد بشكل كبير على التمويل الخارجي، الأمر الذي يدفعها إلى استخدام التمويل المقترض بشكل واسع لتمويل مشاريعها التوسعية مقارنة بالمنشآت ذات معدلات النمو المنخفضة.<sup>3</sup>

**2.2 قاعدة الملائمة:** يقصد بها، هو مدى ملائمة مصادر الأموال المستخدمة مع طبيعة الأصول التي ستمول من هذه المصادر، ويحتاج هذا العامل إلى إيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من استخدام الأصول والتدفقات النقدية الخارجة لتسديد الالتزامات الناشئة عن امتلاك هذه الأصول. ثم إن القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل، كأموال الملكية أو القروض طويلة الأجل، أما المصادر القصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الأصول قصيرة

<sup>1</sup> مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، الطبعة 2، عمان، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2000، ص183.

<sup>2</sup> مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة 1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص402.

<sup>3</sup> عدنان تايه النعيمي، ياسين الخرشنة، مرجع سبق ذكره، ص201.

الأجل (حيث أن طبيعة الأصول المتداولة تسمح بتحويلها بعد فترة قصيرة إلى سيولة نقدية نستطيع منها أن نسدد القروض قصيرة الأجل وفوائدها).<sup>1</sup>

**3.2 الإدارة والسيطرة:** إن صلاحية اختيار الإدارة في أغلب الحالات يتم من قبل حملة الأسهم العادية، وبناء عليه فإن كان الميل لدى الإدارة لإبقاء الرقابة وعدم توسيع نطاقها، فإنها تكون أكثر ميلاً لاستخدام نسب عالية من التمويل المقترض والأسهم الممتازة عند وجود حاجة إلى أموال إضافية. إلا أنه من الجدير بالذكر إن توفير الأموال عن طريق التمويل المقترض بنسب عالية قد يجعلها خارج حدود إمكانات المنشأة في تسديد الفوائد أو إعادة الأموال المقترضة، الأمر الذي قد يدفع بالمقرضين إلى الحجز على الأصول لتطمين حقوقهم، وبذلك فإن الإدارة يمكن أن تفقد الرقابة بالكامل.<sup>2</sup>

#### 4.2 العوامل الأخرى:

- التوقيت؛
- المرونة؛
- حجم المؤسسة... الخ.

#### المطلب الثالث: نسب الهيكل المالي:

عند تحليل الوضع المالي لمؤسسة ما، يصعب الاستدلال بكل رقم على حدى فالرقم المالي المجرد في كثير من الأحيان يكون الاعتماد عليه مضللاً، عندما يكون بشكل منفرد وبالتالي يجب النظر إلى الأرقام وهي مرتبطة أو منسوبة إلى بعضها، حتى تتمكن من الوصول إلى صورة معينة عن الوضع المالي لهذه المؤسسة.

**أولاً: تعريف نسب الهيكل المالي:** ويمكن تعريف نسب الهيكل المالي على أنها: "علاقة بين رقمين من أرقام الميزانية أو قوائم مرافقة بحيث تؤدي عملية المقارنة إلى إعطاء نتائج ذات معنى فيما يخص الوضع المالي للمؤسسة".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، الطبعة 1، دار أجنادين للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 115.

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي، ياسين الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص 203.

<sup>3</sup> ناصر داداي عدون، تقنيات مراقبة التسيير (التحليل المالي)، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1999، ص 52.

وتعرف أيضا: "بنسب الرفع حيث تقيس المدى الذي تلجأ إليه المؤسسة في اعتمادها على أموال الغير في تمويل احتياجاتها".

**ثانيا: أنواع نسب الهيكل المالي:** تعبر هذه النسب عن الهيكل التمويلي للمؤسسة ومكوناته ومدى اعتمادها على المصادر المختلفة في التمويل، ومن أهم النسب نجد:

### 1. نسب التمويل الدائم والتمويل الخاص: تشمل:

**1.1 نسبة التمويل الدائم:** تعبر هذه النسبة عن مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة للمؤسسة وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{ن ت د} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

وحتى تكون هذه النسبة كمؤشر إيجابي للمؤسسة فإنه يجب أن تكون قيمتها تساوي الواحد على الأقل.

**2.1 نسبة التمويل الخاص (الذاتي):** توضح هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها بإمكانياتها الخاصة وتحسب كما يلي:

$$\text{ن ت ذ} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

كلما كانت هذه النسبة أكبر من الواحد كان ذلك مؤشرا على الاستقلالية المالية للمؤسسة في تمويل استثماراتها.<sup>1</sup>

### 2. نسبة الديون إلى رأس المال وإلى إجمالي الخصوم: تشمل:

**1.2 نسبة الديون إلى رأس المال:** تظهر هذه النسبة مدى استخدام الديون في المؤسسة مقارنة بحقوق الملكية، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{ن د إلى ر م} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{حقوق الملكية}}$$

وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما زادت متطلبات الدائنين مقارنة بحقوق المالكين.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> بلكيف اسماعيل، سعدون الحسين، مرجع سبق ذكره، ص 91.

<sup>2</sup> حسناء هميلي، رميساء معلم، مرجع سبق ذكره، ص 40.

2.2 نسبة الديون إلى إجمالي الخصوم: تعبر هذه النسبة عن مدى اعتماد المؤسسة على الأموال الخارجية في عملية التمويل وتحسب بالعلاقة التالية:

$$ن د إلى إ خ = مجموع الديون / مجموع الخصوم$$

كلما قلت هذه النسبة زادت ثقة الممولين في قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها.<sup>1</sup>

3. نسبة الأصول لحق الملكية ونسبة الاستقلالية المالية: تشمل:

1.3 نسبة الأصول لحق الملكية: تمثل جميع الالتزامات على المؤسسة وتفيد في التعرف على أهمية مساهمة الرفع المالي في ربحية المؤسسة، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$ن أ ل ح م = مجموع الأصول / حق الملكية$$

كلما كان هذا المؤشر كبيرا كلما دل ذلك على زيادة الرفع المالي وانخفاض حقوق الملكية في مجموع التمويل الداخلي.<sup>2</sup>

2.3 نسبة الاستقلالية المالية: تقيس هذه النسبة درجة استقلالية المؤسسة عن دائئها، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$ن إ م = الأموال الخاصة / مجموع الديون$$

عادة ما يفضل المليون أن تكون هذه النسبة محصورة بين 1 و2، وإذا كانت كذلك يوافق البنك على إقراض المؤسسة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> بلكيف اسماعيل، سعدون الحسين، مرجع سبق ذكره، 91.

<sup>2</sup> حسناء هميلي، رميساء معلم، مرجع سبق ذكره، ص 41.

<sup>3</sup> بلكيف اسماعيل، سعدون الحسين، مرجع سبق ذكره، 91.

## المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة الاقتصادية وطرق تقييمها:

## المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة:

يعتبر هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، وهذا من أجل المحافظة على إستمراريتها، إلا أن مفهوم القيمة ليس واضح ومباشر وذلك كونه يتوقف على العديد من العوامل، والمفاهيم الداخلة في تحديده.

أولاً: تعريف قيمة المؤسسة: تعددت مفاهيم القيمة باختلاف الأزمنة والاتجاهات، ونحصرها فيما يلي: تعرف القيمة على أنها: "ذلك المستوى من النوعية الذي يعطى لشيء ما بعد إجراء عملية خبرة وتقييم عليه".<sup>1</sup>

كما تعرف القيمة في المفهوم الاقتصادي بـ "مبلغ - معبر عنه بالجنيهات - يدفع مقابل أصل أو مقابل الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، ولذلك فالقيمة الاقتصادية هي القيمة النقدية لأصل ما، وتتوقف قيمة أي أصل على عدة عوامل يمكن أن تتغير بمرور الزمن مثل البيئة الاقتصادية، والاستخدام المحتمل للأصل، وتوقيت تقدير القيمة، وموقع الأصل، والندرة النسبية وقيمة البدائل، ومدى أو درجة الملكية ذات الصلة... الخ".<sup>2</sup>

وفي مفهوم آخر تتمثل قيمة المؤسسة في "ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها، الذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانيات المؤسسة المستغلة".<sup>3</sup>

ومن الهام تمييز مفهوم القيمة عن مفاهيم السعر والتكلفة معا لعدم الدقة في استخدام المصطلحات، حيث يعرف السعر بأنه "المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، وهو حقيقة تاريخية يتم الإفصاح عنها بشكل عام أو تحفظ بشكل سري وترتبط بتبادل حقيقي للأصول"، بينما تعرف التكلفة بأنها "المبلغ المطلوب لإنشاء الأصل"، أي هي قيمة عوامل الإنتاج (الأرض، العمالة، رأس المال..) المطلوبة لخلق الأصل أو تكلفة البضاعة المباعة، وعندما يصبح الأصل جاهزا تصبح تكلفته حقيقة تاريخية ويصبح السعر

<sup>1</sup> محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، الجزء الأول، طبعة 1، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011، ص 173.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 11.

<sup>3</sup> هوارى سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص 37.

المدفوع تكلفة للمشتري، أما القيمة فهي ليست حقيقة وإنما هي تقدير للسعر الأكثر احتمالاً أن يتم دفعه مقابل الأصل في وقت محدد وتبعاً لتعريف محدد للقيمة، ويعكس هذا المفهوم الاقتصادي نظرة السوق للمنافع التي تعود على الشخص الذي يمتلك الأصل كما هي في تاريخ التقييم حيث يمكن اشتقاق القيمة من المنفعة الاقتصادية البديلة أو من وظائف تعكس ظروف سوقية غير مألوفة أو غير اعتيادية.

**ثانياً: المفاهيم العشرة للقيمة:** أشار الدكتور عبد العال حماد، إلى أن للقيمة عدة مفاهيم أوجزها في عشرة مفاهيم أساسية، يمكن تحديد أهمها فيما يلي:

**1. القيمة السوقية العادلة:** عرفت لجنة معايير التقييم الدولية (IVSC) في المعيار الثالث الخاص بتقييم الأصول لأغراض إعداد القوائم المالية والحسابات المرتبطة بها كما يلي: "مبلغ تقديري يمكن من مقابلة تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتري وبائع راغبين في تنفيذ عقد الصفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما على المعلومات الكافية ولهما مطلق الحرية وبدون وجود إكراه على إتمام الصفقة".<sup>1</sup>

**2. القيمة الاستثمارية:** "هي نوع من القيمة المألوفة لدى المهنيين العاملين في مجال الاندماج والتملك، وهي عبارة عن قيمة المنافع الاقتصادية المستقبلية النابعة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين، والقيمة الاستثمارية مفهوم أسهل في الفهم لأنها قيمة أصل محدد بالنسبة لمشتري معين".

**3. قيمة شهرة المحل:** "هي مجموع الصفات غير قابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب العملاء إلى مؤسسة معينة، وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب".

**4. قيمة المؤسسة المستمرة:** "تبرز هذه القيمة عندما يتم تقدير قيمة مؤسسة ما باعتبارها وحدة عاملة قابلة للاستمرار والنمو ولا يهددها أي خطر بوقف عملياتها، وتتمثل هذه القيمة في أصل معنوي غير قابل للاستهلاك وتبرهن على وجود شهرة محل".

**5. القيمة الدفترية:** "إن الاستخدام الأكثر تضليلاً لمصطلح القيمة ترتبط بالقيمة الدفترية، وهي عبارة عن مفهوم محاسبي وضريبي فقط، وليس تقويمي أو اقتصادي، و تتمثل القيمة الدفترية في التكلفة التاريخية منتقصة منها الإهلاك المتراكم".<sup>2</sup>

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص14.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 11.

6. قيمة التصفية: "هذه القيمة لا تعتبر نوعاً مستقلاً وإنما طرفاً معيناً؛ وهي ذلك المبلغ الصافي المحقق في حالة وضع حد لنشاط المؤسسة وبيع أصولها كل على حدى والوفاء بالتزاماتها".<sup>1</sup>
7. القيمة الإستعمالية والتبادلية: "تعتبر القيمة الإستعمالية عن المنافع الاقتصادية المتوقعة من استخدام الأصل في نشاطات المؤسسة، أما القيمة التبادلية فتعبر عن سعره في السوق، والذي يصطلح عليه بصافي القيمة البيعية، والقيمة الإستعمالية لأصل لا ترتبط بملكيتها وإنما بكيانه المادي، أما القيمة التبادلية فترتبط بالأصل المملوك".<sup>2</sup>
8. القيمة القابلة للتأمين: "هي عبارة عن قيمة الأجزاء القابلة للتلف من أصل ما والتي يتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة وقوع الخسارة".
9. القيمة الإحلالية: "هي تكلفة تملك أصل جديد ذو منفعة مساوية لمنفعة أصل معين بالاستبدال".
10. القيمة المتبقية: "هي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى بعد أن يصبح عديم الفائدة ويتقرر إخراجها من الخدمة".<sup>3</sup>

### المطلب الثاني: خطوات عمل المقيم وآليات تحديد قيمة المؤسسة الاقتصادية:

ترتكز عملية تحديد قيمة المؤسسة الاقتصادية على عدة آليات وعدة خطوات ينبغي على الخبير المقيم للمؤسسة إتباعها.

أولاً: خطوات عمل المقيم<sup>4</sup>: لتحقيق الهدف المنشود المتمثل في الوصول إلى قيمة المؤسسة يتم المرور بمجموعة من المراحل وهي:

1. تحديد الهدف: يعتبر تحديد الهدف أول عمل تسييري والذي يمثل حجر الأساس لكل المراحل اللاحقة وذلك لتحديد الوسائل والمعطيات انطلاقاً من الأهداف، وكذلك اختيار الطريق المناسب؛

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم: وإعادة هيكلة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 19.

<sup>2</sup> بلال كيموش، الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة ماستر، تخصص دراسات مالية محاسبية معمقة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2010-2011، ص 42.

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم: وإعادة هيكلة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 20.

<sup>4</sup> علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، مذكرة الماجستير، تخصص: مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2008-2009 ص 21.



2. وضع مخطط العمل: بالتركيز على الوقت المتاح للتقييم، فترة التقييم، جمع المعلومات ثم تحليلها، اختيار المرافقين... الخ؛

3. تقييم عناصر المؤسسة: يتضمن اختيار الطريقة المناسبة باعتماد على الأهداف والمعلومات المتاحة، وخطة العمل؛

4. كتابة التقرير: والذي يحتوي على قيمة المؤسسة التي تم تحديدها و هي مجرد رأي فقط. بعد وضع أهداف من عملية التقييم، وضبط خطة العمل يبقى أمام المقيم اختيار الطريقة المناسبة والتي تكون بالضرورة استنادا إلى نتائج عمل المراحل السابقة.

ثانيا: آليات تحديد قيمة المؤسسة الاقتصادية: تعتبر عملية تحديد قيمة المؤسسة محدودة الدقة، كونها تبنى على مجموعة من الآراء والافتراضات المبنية أساسا على كفاءة المقيم، وهذا من خلال استخدامه لمجموعة من الأساليب التي تركز على قواعد علمية وعملية مقبولة، ولهذا فإن آلية التقييم لا تخرج عن كونها تعتمد على إحدى الأساليب الموالية:<sup>1</sup>

1. الإعتدال على ميزانية المؤسسة: وهذا بمعادلة قيم الأصول والخصوم مع الأخذ بالإعتبار الإختلاف بين القيمة الدفترية لها والقيمة السوقية، مما يستدعي القيام ببعض التعديلات من أجل التقييم بأكثر دقة.

2. المقارنة بين المؤسسة محل التقييم مع مثيلاتها من المؤسسات: والتي تكون قيمتها معروفة سلفا، باستعمال إحدى طرق تحديد القيمة.

3. استعمال التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة بعد خصمها: وهذا للوصول إلى القيمة الحالية، والغرض الأساسي الذي تقوم عليه هذه الآلية هو أنه لا يهتم المنتج الذي تنتجه المؤسسة، لأن المستثمر طالما يحمل الأوراق المالية للمؤسسة فإن اعتقاده الراسخ يتمثل في أنه سيحصل على عائد من استثماره في المستقبل، وتعتمد هذه الطريقة على إتباع المراحل الآتية:

– التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، إلا أن المؤسسة تلجأ إلى تحديد مدة لعملية التنبؤ بالتدفقات، وتحديد قيمة المؤسسة وهذا لعدم قدرتها على التنبؤ بها طيلة حياة المؤسسة؛

<sup>1</sup> سارة مجدوب، ياسمين بوحسان، دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في السوق المالي، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، 2014-2015، ص ص 9-10.

- اختيار المدة والكيفية التي يتم بها تقدير القيمة المستثمرة للمؤسسة؛
- إيجاد معدل الخصم المناسب والذي غالبا ما يكون تكلفة رأس المال.

**4. جمع مختلف القيم السوقية للأوراق المالية للمؤسسة:** إذ تقوم هذه الطريقة على مبدأ كفاءة السوق، مما يعني أن قيم الأوراق المالية تعكس القيمة الحقيقية للمؤسسة في حالة الكفاءة العالية للسوق المالي.

### المطلب الثالث: طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية والمفاضلة بينها:

تقييم المؤسسات هو أداة لقياس القيمة العادلة لها ولنشاطها عند نقطة معينة من الزمن، ومن ثم تحديد سعرها وسعر أسهمها، وهناك العديد من الطرق المطبقة لتقييم المؤسسات، وهذه الطرق لها تقسيمات متعددة، فمنها من يركز على مقارنة الذمة المالية، ومنها من يركز على مقارنة التدفقات، ومنها من يركز على مقارنة فائض القيمة وهو ما يعني أنه ليس هناك طريقة تكون بمثابة الوسيلة الفعالة التي تحقق النجاح لأي عملية تقييم للمؤسسة.

**أولاً: طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية:** بصفة عامة يمكن تحديد ثلاث طرق أساسية تعتمد في عملية تقييم المؤسسات وهي:

- طرق التقييم التي تركز على مدخل الذمة المالية؛
- طرق التقييم التي تركز على مدخل التدفقات؛
- طرق التقييم التي تعتمد على فائض القيمة **GOOD WILL**.

**1. طرق التقييم التي تركز على مدخل الذمة المالية:** تعتبر هذه الطريقة من أبسط الطرق، حيث أنها عبارة عن قراءة بسيطة لمجموع الممتلكات الخاصة بالمؤسسة<sup>1</sup>. وتهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة بتجميع كل القيم الحقيقية الخاصة بممتلكاتها مع طرح الديون.

مقارنة الذمة المالية تشمل كل طرق التقييم التي تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية، حيث أنها تعتمد أساساً على ذمة المؤسسة (الميزانيات، عدد من الملاحق.... إلخ) فهي مقارنة تتصف بالسكون وهذا عكس المقاربات التقديرية التي تعتمد على تقدير التدفقات المستقبلية للأرباح<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Jean-Claude Tournier, Jean Baptiste Tournier, « Evaluation d'entreprise, que vaut une entreprise ? », Editions d'organisation, 2007, P 177.

<sup>2</sup> Emmanuel Tchameni, « L'évaluation des entreprises », 3ème édition, Economica, 2003, P 08 .

يمكن تقسيم هذه الطريقة إلى مجموعة من الطرق الفرعية من أهمها<sup>1</sup>:

- طريقة الأصول الصافية المحاسبية (ANC)؛
- طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصححة (ANCC)؛
- الطريقة الجوهرية (VSB)؛
- طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE).

**1.1. طريقة الأصول الصافية المحاسبية (ANC):** انطلاقاً من هذه الطريقة، فإن تقييم أصول المؤسسة يتم تحديدها مباشرة من عناصر الميزانية على أساس التكلفة التاريخية، حيث تمثل الفرق بين الأصول الصافية (رأس المال الاجتماعي، الإحتياطات، المؤنونات ذات الطابع الإحتياطي والأرباح غير الموزعة) والديون المقيدة في دفاترها وسجلاتها، مع افتراض أن جميع عمليات المؤسسة تثبت في الدفاتر والسجلات طبقاً للأسس المحاسبية الصحيحة، وذلك حسب المراحل التالية:<sup>2</sup>

- جرد كل ما تملكه المؤسسة من موجودات وأموال؛
- جرد الإلتزامات المترتبة على المؤسسة؛
- فحص فني محايد لدفاتر وسجلات ومستندات المؤسسة.

لا تعد هذه الطريقة مقياساً صحيحاً للقيمة الفعلية للمؤسسة محل التقييم خاصة في الدول التي تعاني من ارتفاع معدلات التضخم، ومع هذا فإنها تبقى الأساس ونقطة البداية لطرق التقييم الأخرى لأنها تتميز بجانب كبير من الموضوعية لإعتمادها على عمليات فعلية مما يتيح إمكانية التحقق منها عبر مراجعتها، نحصل على قيمة المؤسسة باستعمال هذه الطريقة على النحو التالي:<sup>3</sup>

$$VE = \text{TOTAL ACTIF} - \text{DETTES}$$

قيمة المؤسسة = إجمالي الأصول - الديون

<sup>1</sup> بن حمو عصمت محمد، طرق و محددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخصخصة: دراسة حالة مؤسستي صيدال والاوراسي، أطروحة الدكتوراه، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة تلمسان، 2015-2016، ص33.

<sup>2</sup> محمود علي الجبالي، تقييم الأصول الثابتة لأغراض الخصخصة حالة مؤسسة سكة حديد العقبة في الأردن، مجلة الباحث، عدد1، 2012، ص 255.

<sup>3</sup> سالم عبد الله، الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة، القاهرة، 1996، ص 71.

إن بطرح مجموع الديون (الإلتزامات) من إجمالي الأصول (الممتلكات) يتم تحديد قيمة المؤسسة، ولكن ما يعاب على هذه الطريقة اعتمادها على القيمة التاريخية، حيث لا تأخذ بعين الإعتبار القيم المعنوية، وتهمل العناصر غير الموجودة في الميزانية، كما أنه حين استعمال قيم الأصول المسجلة في الميزانية يكون جزءا كبيرا منها قد اهتلك، وفي هذه الحالة يجب استعمال ما يعرف بالقيمة السوقية للممتلكات (القيمة الحقيقية) من أجل تحديد القيمة الحقيقية للمؤسسة .

**2.1. طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصححة (ANCC):**<sup>1</sup> تقوم هذه الطريقة على إعادة تصحيح وتقييم مختلف عناصر الأصول والخصوم في المؤسسة، ليتم بعد ذلك جمعها للحصول على قيمة المؤسسة لاعتبارات محاسبية، ضريبية، تاريخية، فإن القيم التي تظهرها الميزانية بعيدة عن "القيم الحقيقية" مما يستدعي إعادة التقييم فهي طريقة مماثلة لسابقتها إلا إن الإختلاف يكمن في الأصول المادية المعاد تقييمها.

وهناك ضرورة لإعادة التقييم والتي تنشأ من الإنخفاض النقدي، طرق الإهلاك التي تم استخدامها، تغير بعض الأسعار في السوق، الطرق المحاسبية التي من الممكن أن تتجر عنها فروقات كبيرة بين الميزانية الإقتصادية والميزانية المحاسبية.

والهدف من إعادة التقييم المطبقة هو الحصول على ميزانية قريبة من الحقيقة لكافة الأطراف المهتمة، حيث يتم حساب قيمة المؤسسة من خلال المعادلة التالية:

قيمة المؤسسة = مجموع الأصول المعدلة - مجموع الديون المعدلة

$$VE = AC - DC$$

**3.1. الطريقة الجوهرية (VSB):** القيمة الجوهرية تمثل مجموع الأصول المادية للمؤسسة المستعملة والمنظمة من أجل تحقيق الأهداف بدون الأخذ بعين الاعتبار طرق تمويل هذه الأصول<sup>2</sup>، ولحساب هذه القيمة يجب إتباع الخطوات التالية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> علاء بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، مجلة علمية محكمة العدد الإقتصادي رقم 21 أ، جامعة عمار تليجي-الأغواط-، 2014، ص ص 30-31.

<sup>2</sup> Patrice Vizzavona, « Exercices corrigés de gestion financière et d'évaluation des entreprises », Berti éditions, P15.

<sup>3</sup> Emmanuel Tchameni, Op.cit, P 13.

- يجب الحذف من قيمة الأصول كل العناصر المادية والمعنوية غير اللازمة للاستغلال؛
  - العناصر المعنوية مثل: براءات الاختراع، الماركات تأخذ بعين الاعتبار حين حساب الـ VSB ؛
  - يضاف للأصول كل الاستثمارات اللازمة للاستغلال والتي تستعملها المؤسسة بدون أن تكون ملكا لها (إضافة إلى كل الاستثمارات المؤجرة: (Crédit Bail)؛
  - تستعمل المصاريف الإعدادية كطرف في حساب قيمة VSB.
- بصفة عامة يتم حساب VSB بالطريقة التالية<sup>1</sup>:

القيمة الجوهرية الإجمالية = الأصول الإجمالية المصححة + مصاريف الاستثمار الضرورية  
للحفاظ على الأدوات الموجودة + الأملاك المستأجرة (بقيمتها الإستعمالية) - العناصر خارج  
الاستغلال

هذه الطريقة قامت بحساب القيمة الجوهرية بصورة إجمالية أي أخذت بعين الاعتبار قيم كل الاستثمارات الضرورية للنشاط وكذلك كل الديون.

لكن المدرسة الوطنية للخبراء المحاسبين بلجيكا قد أوجدت مفهومين آخرين للقيمة الجوهرية وهما: القيمة الجوهرية المخفضة والقيمة الجوهرية الصافية، حيث يكتبان بالعلاقة التالية:

القيمة الجوهرية المخفضة = القيمة الجوهرية الإجمالية - الديون بدون فوائد

القيمة الجوهرية الصافية = القيمة الجوهرية الإجمالية - مجموع الديون

**4.1. طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE)<sup>2</sup>:** يعتبر هذا المفهوم أقرب للحقيقة من سابقه، لأنه يهدف إلى تحديد ما هو حجم الأموال الدائمة اللازمة للنشاط الاستغلالي للمؤسسة مع الإشارة إلى أن الأموال الدائمة تمول جزءا من الاستثمارات والجزء المتبقي يمثل رأس المال العامل الموجه لتمويل النشاط الاستغلالي بغية تحقيق التوازن المالي.

<sup>1</sup> أشواق بن قدور، تقييم المؤسسات وفقا لرأس المال غير مادي، دار الولاية للنشر والتوزيع، 2013، ص 138.

<sup>2</sup> بن حمو عصمت محمد، مرجع سبق ذكره، ص 110-111.

هذا المفهوم تم التطرق إليه لأول مرة من طرف **Cabla** و **Barnay** وتمثل قيمة الأموال الدائمة طويلة الأجل اللازمة للعمل العادي للمؤسسة بما في ذلك كتلة الموارد اللازمة لتمويل الاستثمارات وكذلك الاحتياج للرأس المال العامل (**BFR**) حتى يمكن للمؤسسة أو تكون في حالة توازن مالي، وبصفة عامة يمكن حسابه بهذه الطريقة:

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (**CPNE**) = الأصول الثابتة اللازمة للاستغلال + الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (**BFR**) + الأصول الثابتة لقرض الإيجار (**Crédit Bail**) + الأصول الثابتة المستأجرة

من الملاحظ أن الأموال الدائمة الضرورية متكونة من الأموال الخاصة من جهة ومن جهة أخرى تتكون من الأموال المستعارة أو المستأجرة.

كما يلاحظ أن طريقة الذمة المالية هي عبارة عن طريقة بسيطة تساهم في تحديد قيمة المؤسسة بالاعتماد على ممتلكاتها هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإنها تعاني من مجموعة من النقائص المتمثلة في اتصافها بالسكون أي أنها لا تأخذ بعين الاعتبار المداخل المستقبلية لنشاط المؤسسة يضاف إلى ذلك إهمالها للأصول المعنوية الخاصة بالمؤسسة مثل (شهرة المحل) والذي يعتبر محددًا أساسيًا في تحديد القيمة.

**2. الطرق التي تعتمد على مدخل التدفقات:** يعتمد هذا التصور على فكرة أن قيمة المؤسسة لا تعبر عن تراكم عناصر ممتلكاتها وإنما عن توقع الأرباح المستقبلية<sup>1</sup>، فالمشتري لمؤسسة ما يهتم أولاً بالمداخيل المستقبلية المتوقعة، ومن ثم فهذا المدخل يركز على التدفقات في تحديد القيمة بدلا من الجرد الساكن لعناصر الأصول، في هذه الحالة تمثل قيمة المؤسسة في القيمة الحالية للمداخيل المستقبلية المنتظرة.

هذا النوع من المقاربات والتي نعتمد فيها على جملة المداخيل المستقبلية للمؤسسة في عملية التقييم يحدد بالاعتماد على الأساسيات التالية:<sup>2</sup>

– ما هي النتيجة التي يجب اختيارها في عملية التقييم (الربح الصافي، إمكانية التمويل الذاتي، الخزينة..؟)

<sup>1</sup> نعيمة غلاب، زينات دراحي، تحليل مقاربات تقييم المؤسسة، الملتقى الدولي: اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، أكتوبر 2004، ص 06.

<sup>2</sup> Claude-Annie DUPLAT, « Evaluez votre entreprise », Vuibert, 2007, P 107.

- هل يجب الاهتمام بالمرودية الحالية للمؤسسة أو المردودية المستقبلية؟
  - ما هي طريقة التقييم التي يجب الاعتماد عليها؟
- ويمكن تقسيم هذه الطريقة إلى مجموعة من الطرق الفرعية التي يمكن حصرها في النقاط التالية:
- طريقة التدفق النقدي المتاح (CFD)؛
  - طريقة قيمة المردود؛
  - لتقييم بواسطة سعر السهم (الربح).

## 1.2. طريقة التدفق النقدي المتاح (CFD):

يعد مفهوم التدفق النقدي<sup>1</sup>: مفهوماً أنجلوساكسونياً ويتجلى هذا من خلال تسميته حيث يمثل الفرق بين النقدية المحصلة (تدفقات نقدية داخلية) والنقدية المدفوعة (تدفقات نقدية خارجية) خلال فترة زمنية ما. طريقة استحداث التدفقات النقدية المتاحة هي تلك الطريقة التي تقيم المؤسسة انطلاقاً من قدرتها على تحقيق التدفقات النقدية المتاحة والتي تقوم باستحداثها. فمجموع هذه التدفقات المستقبلية يكون وفق أفق توقعية يتراوح عموماً بين 5 و 10 سنوات، وبعد هذه الفترة تأتي إضافة قيمة نهائية (قيمة باقية)، حيث تكتب علاقتها على النحو الآتي:

$$V = \sum_{i=1}^n DCF_i (1 + K)^{-i} + VR(1 + K)^{-n}$$

حيث أن: V: قيمة المؤسسة؛ DCF: التدفق النقدي المتاح الخص بالسنة i؛ K: معدل الإستحداث؛

n: عدد السنوات المأخوذة كأفاق للتقدير؛ VR: القيمة الباقية.

التدفقات النقدية المستعملة في هذه الطريقة هي تدفقات نقدية متاحة مرتبطة بنشاط الإستغلال فقط، يعني ذلك أنه لا ندخل التدفقات المرتبطة بالهيكل المالي للمؤسسة (كدفع عوائد الأسهم، أو الأعباء المالية...) وبحسب التدفق النقدي المتاح على النحو التالي<sup>2</sup>:

$$DCF = \text{نتيجة الاستغلال خارج الأعباء المالية والصافية من الضرائب} + \text{مخصصات الاهتلاكات} \\ +/\text{-التغير في احتياج رأس المال العامل} + \text{التنازل عن الأصول} - \text{حيازة الاستثمارات}$$

<sup>1</sup> علال بن ثابت، مرجع سبق ذكره، ص ص 32-33.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص ص 32-33.

إن طريقة التدفق النقدي المتاح تفترض معرفة عميقة بالمؤسسة وكذا توقعات أكثر صدقا وهي تعتبر من الطرق الأكثر تعبيراً عن حقيقة قيمة المؤسسة، هذا إذا تمت العناية الدقيقة بالعناصر المكونة له، كونها تنطلق من إمكانياتها المستقبلية.

**2.2. طريقة قيمة المردود:** تعتبر المردودية ذلك المقياس النقدي لكفاءة الوسائل البشرية والمالية الموضوعة للعمل من خلال عملية اقتصادية معينة، فهي تسمح لنا بمقارنة النتائج مع الوسائل المستخدمة، تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة مؤسسة على الربح المتوقع وعلى معدل استحداث وهو معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين، وفي المؤسسات غير المدرجة في السوق هو المعدل المطلوب في سوق السندات مضاف إليها علاوة تعكس مستوى المخاطرة التي تتعرض لها المؤسسة، وهي تعتبر من الطرق الأكثر استعمالاً من طرف الخبراء وتكتب وفق العلاقة الآتية:

$$V = B / r$$

حيث تعبر  $V$  عن قيمة المردود وهو قيمة رأس مال المستثمر بمعدل  $r$  للحصول على الربح المتوقع  $B$ . أما الربح المتوقع  $B$  فحسابه نتخذ الطرق التقليدية ذلك الربح المحصل عليه من خلال متوسط الربح للسنوات الثلاث أو الخمس الماضية التي تسبق عملية التقييم.

لكن ما يلاحظ عليها أنها لا تعكس قيمة المؤسسة، كون هذه الطريقة ليست مرتبطة بنتائجها الماضية بل بما ستحققه من نتائج مستقبلية، ونعلم جيداً بأن المبدأ الأساسي لقيمة المردودية هو ما ستحققه المؤسسة مستقبلاً وليس ما حققته في الماضي، لذا كان هناك ما يسمى بالربح الناتج والذي يطرح مشكلة صحة التوقعات عموماً، واحتراماً لمبدأ قيمة المردودية فإنه يتم استعمال الأرباح المقدرة، أما إذا تعذر الأمر في إيجادها أو كان هناك سوء لتقديرها فلا مانع لإستعمال الأرباح الماضية .

**3.2. التقييم بواسطة سعر السهم (الربح)<sup>1</sup>:** تلعب هذه العلاقة دوراً هاماً في عملية تقييم المؤسسات حيث تستخدم مصطلح **Price Earning Ration (PER)** وهو يشير إلى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته:

$$PER = \text{سعر السهم في البورصة} / \text{ربحية السهم الواحد.}$$

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص 34.



كما يمكن حساب PER بالمعادلة التالية<sup>1</sup>:

$$\text{PER} = \text{قيمة المؤسسة في البورصة} / \text{أرباح المؤسسة}$$

علما أن:

قيمة المؤسسة = عدد الأسهم X سعر السهم

أرباح المؤسسة = عدد الأسهم X الربح المخصص للسهم الواحد.

في هذه الحالة قيمة المؤسسة تساوي:

$$V = E * P/E$$

V: قيمة المؤسسة؛ E: الربح الإجمالي للمؤسسة؛ P/E: يمثل (نسبة سعر السهم / الربح).

### 3. طرق التقييم التي تعتمد على فائض القيمة GOOD WILL:

يعرف "بريلمان و مار"<sup>2</sup> مفهوم فائض القيمة أو شهرة المحل على أنها القدرة التي تتمتع بها المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال استغلال عناصر مختلفة (بشرية، منتجات، معدات، أسواق وزبائن).

حيث يقول Georges LEGROS<sup>3</sup>: أن أساسيات مقارنة فائض القيمة هو أن للمؤسسة قيمة أعلى من مجموع عناصر الأصول و الخصوم (المراد تقييمها) وذلك بسبب المزايا المعنوية المتاحة في المؤسسة والتي يمكن حصرها في النقاط التالية<sup>4</sup>:

– كفاءة العمال والخبرة؛ زبائن المؤسسة؛ الماركة؛ التقييم التكنولوجي؛ التموقع التجاري....الخ.  
هذه المزايا تسمح للمؤسسة بتحقيق عوائد أعلى من العوائد العادية المبررة للأصل الصافي المصحح؛  
إذا يمكن اعتبار مقارنة فائض القيمة (GW) على أنها أداة تصحيحية لقيمة الذمة المالية. وبصفة عامة يعرف فائض القيمة<sup>5</sup>: على أنه محصلة جميع العناصر الداخلة والخارجة التي تعمل على تعظيم الأرباح

<sup>1</sup> بن حمو عصمت محمد، مرجع سبق ذكره، ص 114.

<sup>2</sup> Brilman Et C.Maire , « Manuel d'évaluation des entreprises » , Les éditions Dorganisation, Paris,1987, P112 .

<sup>3</sup> Georges Legros, « L'évaluation des entreprises », 2e édition, Dunod, Paris, 2015, P 127-128 .

<sup>4</sup> أشواق بن قدور، مرجع سبق ذكره، ص 139 .

<sup>5</sup> بن شرشار أحمد، نواورية جمال الدين، طرق التقييم المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة ميدانية بالمؤسسة الوطنية لصناعة الرخام، مذكرة الليسانس، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قالمة، 2013-2014، ص 40.

المحققّة أو التي يمكن تحقيقها في الماضي، الحاضر، والمستقبل من طرف المؤسسة، ويحسب فائض القيمة بعدة طرق والتي تقسم إلى صنفين من الطرق مباشرة وغير مباشرة.

### 1.3. الطرق المباشرة: تنقسم إلى:

#### 1.1.3. طريقة اتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين: حيث تحسب قيمة المؤسسة كمايلي<sup>1</sup>:

$$V = ANCC + \sum_{i=1}^n \left( \frac{B_i - i \times ANCC}{(1+r)^i} \right) = ANCC + GW$$

حيث:

- ANCC: تمثل الأصل الصافي المصحح؛
- Bi: الربح في السنة i؛
- N: عدد السنوات المقدره لتحقيق الشهرة؛
- i: سعر الفائدة؛
- GW: قيمة الشهرة أو الشهرة السالبة؛
- r: معدل الإستحداث.

2.1.3. طريقة المردودية المباشرة أو الطريقة الأنجلوسكسونية: في هذه الحالة نفترض أن المداخل أو الأرباح الناتجة عن استغلال الأصول المعنوية ثابتة وتؤول إلى اللانهاية، في هذه الحالة يتم حساب قيمة فائض القيمة (GW) على الشكل التالي<sup>2</sup>:

$$GW = \text{Rente de GW} / KGW$$

- GW: فائض القيمة؛
- KGW: معدل التحيين الخاص بGW؛
- Rente de GW: مردودية (GW) يتم حسابها بالطريقة التالية:

$$\text{Rente de Good Will} = RPE - RPT$$

- RPE: يمثل النتيجة التقديرية للاستغلال (استغلال كل الأصول)؛
- RPT: يمثل النتيجة التقديرية النظرية.

وهو يمثل النتيجة المتوقعة في حالة عدم امتلاك المؤسسة للأصول المعنوية، حيث أنه لحساب قيمة المؤسسة يكون كالاتي:

<sup>1</sup> علال بن ثابت، مرجع سبق ذكره، ص 35.

<sup>2</sup> Jean-Etienne Palard, Franck Imbert, « Guide pratique d'évaluation d'entreprise », Editions Eyrolles, 2013, P 183 .

$$V = ANCC + GW$$

2.3، الطرق غير المباشرة: تنقسم الطرق غير المباشرة إلى<sup>1</sup>:

1.2.3. الطريقة غير المباشرة الصافية: قيمة المؤسسة تمثل المتوسط بين قيمة المردودية والأصل

الصافي المصحح:

$$V = (ANCC + VR) / 2$$

حيث:  $V = B/r$

والطريقة غير المباشرة تنص على أن  $GW$  هي الفرق بين قيمة المؤسسة الكلية والأصل الصافي المصحح ومن ثم تصبح:

$$GW = 1/2r (B - r * ANCC)$$

2.2.3. الطريقة غير المباشرة الإجمالية: وذلك بتعويض الأصل الصافي المصحح بالقيمة الجوهرية

الإجمالية:

$$GW = 1/2r (B - r * VSB)$$

ثانيا: المفاضلة بين طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية: لكل مؤسسة خصائص معينة، هذه الأخيرة تساهم في عملية اختيار والمفاضلة بين مختلف طرق التقييم المذكورة سابقا ويمكن تلخيصها في النقاط التالية<sup>2</sup>:

- الاندماج من عدمه في الأسواق المالية؛
- قطاع النشاط الاقتصادي؛
- حجم المؤسسة (رقم الأعمال، عدد العمّال... الخ)؛
- نوع الأصول المستغلة (مادية، معنوية، مالية)؛
- مستوى المردودية و الهامش التشغيلي؛
- معدل نمو رقم الأعمال؛
- سياسة توزيع الأرباح.

<sup>1</sup> علال بن ثابت، مرجع سبق ذكره، ص 36.

<sup>2</sup> Jean-Etienne Palard, Franck Imbert, Op.cit, P115.

من خلال هذه الخصائص المذكورة ومدى تأثيرها على عملية الاختيار ومدى نجاعة عملية التشخيص بنوعيه المالي والاستراتيجي للمؤسسة، يمكن تعريف المنشأة على أنها:

- مجموعة من الفروع المالكة للحصص؛

- محفظة من الأنشطة أو الأصول المادية أو المعنوية؛

- وحدة أو كيان يقوم بعملية تقسيم الأرباح؛

- وحدة أو كيان يولد تدفقات نقدية؛

- مجموعة من المشاريع

كل تعريف يفرض على المقيم استعمال طريقة تقييم خاصة تتماشى ونتائج التشخيص، فمثلا في الحالة الأولى يتم تطبيق طريقة التقييم التي تعتمد على الأصول الصافية المحاسبية المصححة (ANCC) وذلك بغرض تحديد القيمة العادلة لمجموع الأصول الخاصة بالمؤسسة والتي تكون عبارة عن منطلق في تحديد القيمة، أما في حالة تعريف المؤسسة على أنها عبارة عن محفظة أو مجموعة من الأصول المالية والمعنوية ففي هذه الحالة يتم استعمال طريقة فائض القيمة (GOOD WILL) الذي يهدف إلى تقييم جملة الأصول المعنوية تماشيا مع تقييم الأصول المادية باعتبارها طرفا مهما في عملية تحديد القيمة.

وأخيرا في حالة تعريف المنشأة على أنها كيان يولد تدفقات نقدية، ففي هذه الحالة يمكن تطبيق طرق التقييم التي تعتمد على قيم المردودية بكل أنواعها (الريح، تدفقات الخزينة، التدفق النقدي...الخ).

فإن خصائص طرق التقييم يمكن أن يكون لها تأثير كبير على عملية المفاضلة حيث أن طريقة التقييم المرتكزة على الذمة المالية والتي ترفق قيمة المؤسسة بقيمة ممتلكاتها (الأصول والخصوم) أو طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصححة (ANCC) والذي يتم حسابه بعد إعادة تقييم أصول وخصوم المؤسسة، وتحديد السعر الحقيقي لها، فهذه الطريقة يمكن استخدامها في حالة تقييم المؤسسات التي تنشط في القطاعات التي تتطلب استثمارات ضخمة مثل: العقارات أو الصناعات التحويلية التي تتطلب أصولا ضخمة، ومن افتراضات هذه الطريقة:

✓ قيمة المؤسسة مساوية لقيمة ممتلكاتها؛

✓ المداخل المتحصل عليها نتيجة استغلال هذه الأصول ضعيفة مقارنة بقيمة هذه الأصول.

أما طريقة فائض القيمة (GW) فتستعمل عادة في المؤسسات الضخمة التي تحتوي على أصول غير مادية (معنوية) ضخمة يكون لها تأثير مباشر في تحديد القيمة مثل: الماركة، الكفاءات، التكنولوجيا... الخ ففي هذه الحالة قيمة المؤسسة (VE) تساوي<sup>1</sup>:

$$VE = ANCC + GW$$

– VE: قيمة المؤسسة؛

– ANCC: الأصول الصافية المحاسبية المصححة؛

– GW: قيمة فائض القيمة الخاصة بالأصول المعنوية.

ومن فرضيات هذه الطريقة أن:

– قيمة الأصول المعنوية أكبر مقارنة بالأصول المادية الأخرى؛

– مردودية المؤسسة أكبر مما هو متوقع من الأصول المادية.

أما طريقة التقييم على أساس المردودية، ففي هذه الحالة فيتم اعتبار المؤسسة على أنها وحدة أو كيان يولد تدفقات نقدية ويقوم بتوزيع أو تقسيم الأرباح، ففي هذه الحالة قيمة المؤسسة مساوية لمجموع التدفقات النقدية المستقبلية المحيطة.

من هذا الملخص نلاحظ أن عملية المفاضلة بين طرق التقييم المختلفة هي عملية جد معقدة تأخذ بعين الاعتبار خصائص المؤسسة وكذلك خصائص طرق التقييم المختلفة (الذمة المالية، المردودية، GW) من أجل المطابقة والاستنتاج.

<sup>1</sup>Florence Pierre, « Valorisation d'entreprise et théorie financière », Editions d'organisation, 2003, P 72 .

### المبحث الثالث: النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية:

مما سبق استخلصنا أن الهيكل المالي يعبر عن مختلف التوليفات من مصادر التمويل التي يمكن للمؤسسة المفاضلة بينها، ومن باب الرشادة أن تحسن المؤسسة اختيار هيكلها المالي وهو ما يتطلب ترشيد السياسة المالية للمؤسسة، ويكون اختيار الهيكل المالي المناسب بما يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة ويخفض التكلفة إلى الحد الأدنى مما يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية.

وتعتبر دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة من أهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية، حيث انه منذ أزيد من أربعين عاما يدور جدل بين العلماء والممارسين في مجال الإدارة المالية حول وجود هيكل مالي أمثل من عدمه، وما إذا كان هذا الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة أم لا ويعتبر هذا الجدل المدخل الطبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات.

ومن هذا المنطلق تناولنا في هذا المبحث تحليل المقاربات النظرية الأساسية للهيكل المالي في ظل كمال الأسواق وفي ظل عدم كمال الأسواق وأخيرا في ظل التيارات المالية الجديدة.

#### المطلب الأول: الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق:

في هذا المطلب تطرقنا لمختلف وجهات النظر أو المقاربات التي قامت بدراسة الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق، بين مؤيدة ومعارضة لوجود هيكل مالي أمثل والمتمثلة في المقاربات التالية:

- نظرية صافي الربح؛
- نظرية الربح التشغيلي؛
- النظرية التقليدية؛
- نظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضريبة وتكلفة الإفلاس.

**أولا: نظرية صافي الربح<sup>1</sup>:** حسب مدخل صافي الربح إن استمرار ارتفاع نسبة الرفع المالي في الهيكل المالي للمؤسسة يعني استمرار انخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل (WACC) واستمرار ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، ويعني ذلك من الناحية النظرية الوصول بنسبة الرفع المالي إلى أقصاها في المؤسسة ستكون التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى، ومن المنطق أن يتحقق ذلك عندما تعتمد المؤسسة كليا على الديون فقط، رغم أن ذلك لا

1 حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2008، ص763.

يسمح به من الناحية القانونية، وما يعاب على هذا المدخل إهماله للمخاطر المالية الناتجة عن زيادة نسبة الرفع المالي والتي تؤدي إلى إرتفاع تكلفة الديون وتكلفة التمويل الخاص.

**ثانيا: نظرية الربح التشغيلي:** يؤكد مؤيدي نظرية صافي الربح التشغيلي (NOI) في صياغة الهيكل المالي إلى أن التغير في الرفع المالي لا يسبب أي تغير في تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ولا في قيمة المؤسسة حيث تكون هذه الأخيرة مستقلة عن أي تغيرات في الهيكل المالي وهي أيضا مستقلة عن تأثير تكلفة الأموال المرجحة (WACC).<sup>1</sup>

إن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي أي زيادة حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك) وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لابد وأن يطلبوا معدل العائد المطلوب ويمثل تكلفة التمويل الممتك لذلك فإن تكلفة التمويل الممتك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي.<sup>2</sup>

إن هذا الارتفاع في تكلفة التمويل الممتك يعوضه الانخفاض في تكلفة التمويل المقترض الأمر الذي يجعل تكلفة الأموال المرجحة ثابتة لا تتغير والقيمة السوقية للمؤسسة ثابتة لا تتغير أيضا.

حيث أن المنهج العام لنظرية صافي الربح التشغيلي في صياغة الهيكل المالي يؤكد فكرة استقلالية مخاطر الأعمال عن تكلفة الأموال المرجحة (WACC)، وأيضا عن تشكيلة هيكل رأس المال وهو ما يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة ستظل ثابتة رغم التغيرات التي تحصل في مستويات الرفع المالي، مما يعني أن التغيرات في هيكل الأموال لا تأثير لها على القيمة السوقية للمؤسسة وأيضا لا تأثير لها على تكلفة الأموال المرجحة الأمر الذي يجعل فكرة وجود هيكل مالي أمثل فكرة غير مقبولة إطلاقا.<sup>3</sup>

**ثالثا: النظرية التقليدية<sup>4</sup>:** يقر أصحاب هذه النظرية بوجود هيكل مالي أمثل ينشأ عن نقطة إقتراض مثلى تتحقق عند تشكيلة مميزة من الديون والأموال الخاصة تجعل التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل عند حدها الأدنى، لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مميزة من الرفع

<sup>1</sup>Jacques Teulie, Patrick Topsacalian , « Finance » , 4ème Edition, Vuibert, 2005, P 354 .

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 769.

<sup>3</sup> منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 184.

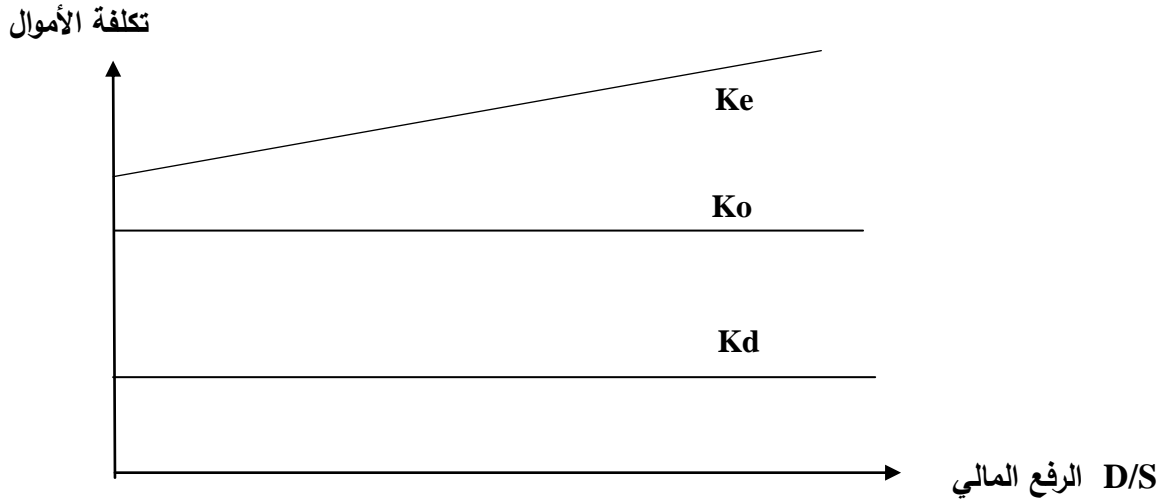
<sup>4</sup> نبيلة سهيلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات العدد الخامس، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف-ميلة-، الجزائر، 2017، ص 246.

المالي، إضافة إلى ارتفاع تكلفة التمويل الخاص مع كل زيادة في هذه المستويات وذلك نتيجة زيادة درجة الخطر المالي التي يتعرض لها الملاك.

ووجهت لهذه النظرية عدة انتقادات منها؛ تجاهل الضرائب، تكاليف الإفلاس والمراقبة وتجاهل المخاطر المالية الناتجة عن الديون، وثبات معدل العائد المطلوب من المساهمين وهذا غير واقعي فالمساهمون لا ينتظرون المستوى الأقصى للديون للمطالبة بعلاوات المخاطرة تعويضهم عن الخسائر المحتملة.

رابعاً: نظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضريبة وتكلفة الإفلاس<sup>1</sup>: إن كل من مودكلياني وميلر لا يوافق على نتائج التحليل التقليدي، فالدراسة الرائدة المقدمة من طرف "فرانكو مودكلياني" و"مرتن ميلر" سنة 1958 في ظل عالم لا يخضع فيه دخل المؤسسة للضريبة وهذا معناه أن قيمة المؤسسة مستقلة عن الهيكل المالي لها، وبالتالي فتكلفة الأموال ثابتة (كل المؤسسات متماثلة المخاطر)، فلو كانت هناك مؤسستين واحدة تعتمد في تمويلها كلياً على مصادر التمويل الداخلي والمؤسسة الأخرى تعتمد على مصادر التمويل الداخلي إضافة إلى مصادر التمويل الخارجي وكلا المؤسستين تنتمي لنفس فئة المخاطر، فالقيمة السوقية لكليهما متساوية، وإذا حدث وارتفعت القيمة السوقية لإحدهما فعملية الترحيح كفيلة لإعادة التوازن بين المؤسستين.

الشكل (01): أطروحة ميلر ومودكلياني في ظل غياب الضرائب



المصدر: سمير محمد عبد العزيز، "التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية"، مرجع سبق ذكره ص 238.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، تأثير الوفورات الضريبية، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على الافتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة، المجلة العلمية، العدد الأول، كلية الاقتصاد، جامعة قطر، 1990، ص 10.

<sup>2</sup> سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص 238.



– **Ke**: تكلفة أموال الملكية متغيرة.

– **kd**: تكلفة أموال الاقتراض ثابتة.

– **ko**: التكلفة الكلية للأموال ثابتة.

يتضح لنا من خلال الشكل أعلاه أنه يمكن تبني أي هيكل مالي، لكن ذلك لا يؤثر على تكلفة الأموال أو على قيمة المؤسسة ولقد وجهت لمدخل مودكلياني وميلر في ظل غياب الضرائب عدة انتقادات، منها<sup>1</sup>:

– الفرض القائل بأن المؤسسات والأفراد يمكنهم الاقتراض والإقراض بنفس معدل الفائدة، فهو فرض بعيد عن الواقع، فنجد أن المؤسسة تتمتع بثقة أكبر من التي يتمتع بها الأفراد، فهي تملك حجم معين من الأصول الثابتة يكسبها هذه الثقة عند طلب القروض؛

– من الخطأ افتراض أن الرفع المالي للشخص يحل محل الرفع المالي للمؤسسات، فإذا أفلس إحدى المؤسسات المستخدمة للرفع المالي فإن الخسارة تقع على كل مستثمر بمقدار حصته، أما في حالة إفلاس أحد المستثمرين للرفع المالي الشخصي فنجد أنه لا يخسر فقط حصته بل عليه سداد القرض؛

– إن إدخال الضرائب على الدخل في الاعتبار سوف يغير نتائج هذا المدخل حيث أن الفوائد التي تدفعها المؤسسة على الاقتراض تعتبر من التكاليف التشغيلية الواجبة الخصم من الوعاء الضريبي لأرباح المؤسسة وهذا معناه أن كلفة الاقتراض بالنسبة للمؤسسة يكون أقل من معدل الفائدة المتعاقد عليه، فالفوائد تمنح المؤسسة ميزة جبائية تعود بإيرادات أكثر على الملاك والمقترضين.

### المطلب الثاني: الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق:

تناولنا في هذا المطلب الأطر النظرية للهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق من وجهة نظر كل من مودكلياني وميلر في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس وفي ظل نظرية التسوية.

أولاً: نظرية ميلر ومودكلياني في ظل وجود الضرائب<sup>2</sup>: تناولنا وجهة نظر كل من ميلر ومودكلياني في عالم لا توجد فيه ضرائب والآن نعرض وجهة نظريهما في شأن تأثير الديون على قيمة المؤسسة ولكن بفرض وجود الضرائب، بعد صدور المقال التصحيحي سنة 1963 بين أنه في ظل خضوع دخل المؤسسة للضريبة تكون القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد في التمويل الداخلي إلى جانب مصادر التمويل الخارجي، أكبر من القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد على مصادر التمويل الداخلي فقط،

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص 240-241.

<sup>2</sup> راضية قريوع، مرجع سبق ذكره، ص ص 50-51.

فوائد القروض تعتبر من بين المصروفات التي لا تحتاج للضريبة، أي المؤسسة التي يحتوي هيكل مالها على القروض تستفيد من وفورات ضريبية، مما يعني أن الهيكل المالي الأمثل هو الذي تكون فيه نسبة اقتراض أكبر ما يمكن.

ثانيا: نظرية مودكلياني وميلر في ظل وجود تكلفة الإفلاس: تتفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوع من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية وهذه المخاطر هي مخاطر إضافية تصيب المؤسسة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فائدة القروض أو كليهما<sup>1</sup>.

ولعل أقصى درجات فشل المؤسسة هو عندما تصل إلى درجة الإفلاس التي تتميز بعدم مقدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها الجارية، أي أن حقوق المساهمين في الميزانية تصبح سالبة لكونها استهلكت بتسديد الخسائر السابقة<sup>2</sup>.

إن تكاليف الإفلاس من الصعب تجاهلها باعتبار أنها تشمل مجموعتين من التكاليف: المجموعة الأولى تضم تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، تكاليف إعادة التنظيم، تكاليف مالية، تكاليف البيع القصري والمستعجل للأصول، التكاليف الاجتماعية)، بينما تضم المجموعة الثانية التكاليف غير المباشرة (تكاليف الصورة أي المصدقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة) ومن الصعب قياسه<sup>3</sup>.

تظهر المشاكل الخاصة بالإفلاس عندما تكون المؤسسة مفرطة عادة في استخدام القروض في التمويل، مما يعني أن التكاليف المترتبة على الإفلاس لا تحفز المؤسسات على التوسع في استخدام القروض<sup>4</sup>. وهكذا كلما زاد الاقتراض كلما زادت تكلفة الإفلاس وعليه يحصل ارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة الأمر الذي يسبب انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة، وبما أن العلاقة عكسية بين تكلفة الأموال المرجحة **WACC** والقيمة السوقية للمؤسسة. لذلك أكد مودكلياني وميلر على أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة سوف تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.

<sup>1</sup> بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة: الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، رسالة الماجستير، تخصص: مالية المؤسسات، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 3، 2011-2012، ص 78.

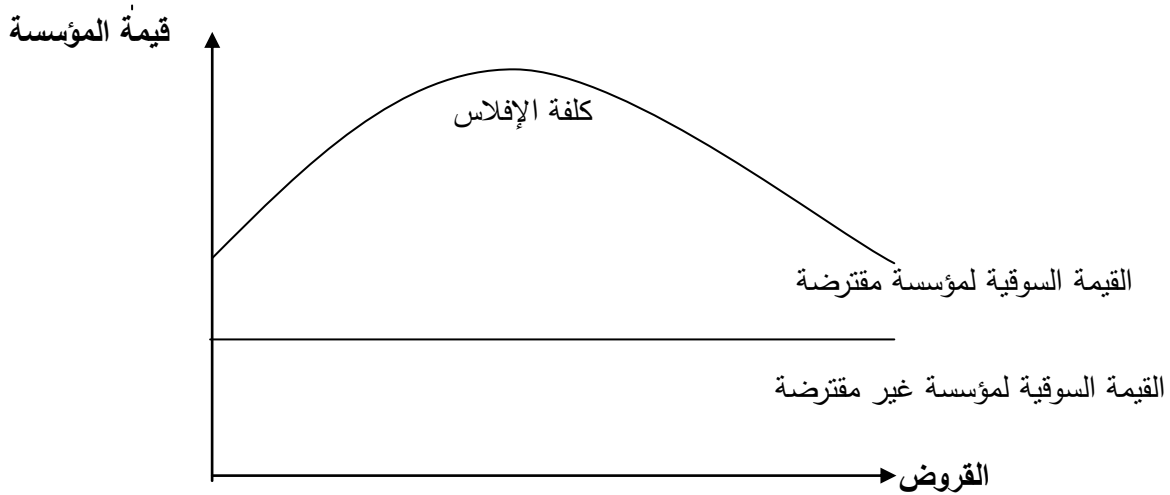
<sup>2</sup> محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة المالية التمويلية في الشركات، 1993، مرجع سبق ذكره، ص 726.

<sup>3</sup> بوربيعة غنية، مرجع سبق ذكره، ص 79.

<sup>4</sup> Robert Goffin, « principes de finance moderne », 6e édition, Economica, 2012, P 280 .

وعليه فكلما زادت القروض زادت تكلفة الإفلاس وبسبب ذلك استمرار الانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة<sup>1</sup>.

الشكل رقم (02): أثر تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 815.

إن الاقتراض يعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس حيث تبدأ هذه الأخيرة في الازدياد مقابل الزيادة في الاقتراض (علاقة خطية) وتستمر العلاقة على هذا النحو إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى نقطة معينة بعدها تبدأ مخاطر الإفلاس في الزيادة بمعدل أكبر من معدل الزيادة في الاقتراض، وكقاعدة عامة كلما زادت مخاطر الإفلاس زادت أثارها العكسية على كل من تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة<sup>2</sup>.

**ثالثاً: نظرية التسوية:** إن العلاقة بين تكاليف الإفلاس والوفورات الضريبية للديون تعرف بما يسمى نظرية التسوية أو الحل الوسط (Statique-Trade-Off) ، إن هدفها هو كشف أن الهيكل المالي الأمثل لا يتحقق إلا عند التوازن بين المتغيرين (الإفلاس والوفورات الضريبية)<sup>3</sup>.

بالنسبة لنظرية التسوية (حل الوسط)، نسبة الاستدانة المثلى تقوم على مميزات والتكاليف المرتبطة بالاستدانة، كما رأينا سابقاً، المؤسسات سوف يعدلون هيكلهم المالي ليصلوا إلى نسبة الاستدانة التي تعتبر كنسبة مستهدفة لأنها تعظم قيمة المؤسسة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 815.

<sup>2</sup> بوربيعة غنية، مرجع سبق ذكره، ص 81.

<sup>3</sup> Jacques Teulié Et Autres , Op.Cit, P367.

<sup>4</sup> بوربيعة غنية، مرجع سبق ذكره، ص 82.

الهيكل المالي الأمثل يتحقق عند تعظيم قيمة المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار جميع المتغيرات، فالقرار الأمثل للاقتراض والذي يضمن أعلى قيمة سوقية للمؤسسة ما هو إلا محصلة للتوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه تكلفة الإفلاس<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة:

من أهم النظريات الحديثة لتفسير العلاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية وقيمتها السوقية؛ نظرية ترتيب مصادر التمويل وتسمى أيضا بنظرية الالتقاط لمصادر التمويل، نظرية عدم تماثل المعلومات ونظرية الإشارة<sup>2</sup>.

**أولاً: نظرية ترتيب مصادر التمويل (نظرية الالتقاط):** بدأت نظرية ترتيب مصادر التمويل مع عدم تماثل المعلومات بمعنى أن المسيرين يملكون معلومات حول قيم مؤسساتهم والمخاطر أكثر من المستثمرين الخارجيين، حيث يتلخص مضمونها حول ترتيب وتصنيف مصادر التمويل حسب أفضليتها، وتتشكل هذه النظرية من النماذج التالية:

- 1. نموذج Myers (1984):** يتضمن خيارات التمويل وتشكيل الهيكل المالي، حيث يستند النموذج إلى أن المؤسسة تفضل الاعتماد على التمويل الداخلي، وإذا كان لابد اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجي فإنه يفضل البدء بالديون، ثم التمويل بالسندات القابلة للتحويل للأسهم ثم إصدار الأسهم كآخر بديل.
- 2. نموذج Williamson (1988):** تضمن النموذج تكلفة المعاملات وتكلفة الوكالة حيث تم اعتبار أنه يتم التعامل مع الديون والأموال الخاصة ليس كمجرد أدوات مالية للتمويل وحسب Williamson فإن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله يلعب دوراً هاماً في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه، حيث أنه عندما يتعلق الأمر بتمويل أصل خاص، فمن الأفضل الاعتماد على التمويل بالأسهم عن طريق إصدار حجم مقبول من الأسهم، فمثلاً إذا كان الاستثمار الخاص هو مشروع بحث وتطوير، يكون ذلك مقبولاً أكثر من قبل المساهمين أكثر منه من قبل المقرضين باعتبار أنه لا يولد العوائد المنتظر في المواعيد المحددة، أما إذا تعلق الأمر بتمويل أصول غير خاصة، تكون الديون أكثر ملائمة من باقي مصادر التمويل، على اعتبار أن الاستثمار في هذه الأصول سيولد عوائد منتظمة تتماشى مع مواعيد سداد الفوائد والديون.

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 816.

<sup>2</sup> نبيلة سهايلية، جبار بوكثير، مرجع سبق ذكره، ص ص 252-253.

3. نموذج Myers (1990): حسب هذا النموذج حاول Myers معالجة مختلف القرارات المالية التي تستخدمها المؤسسة على المدى البعيد وذلك تحت فرضية أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة، حيث من أجل تمويل الاستثمارات تفضل المؤسسة الاحتفاظ بالأرباح بدلا من اللجوء إلى سياسة زيادة رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس المال الإضافية، وبذلك وفقا للنموذج تم ترتيب مصادر التمويل كالتالي: التمويل الذاتي ثم زيادة رأس المال وأخيرا الاستدانة.

**ثانيا: نظرية عدم تماثل المعلومات:** عدم تماثل المعلومات يقصد بها عدم المساواة في كمية ونوعية المعلومات المتحصل عليها بين الأطراف المتعاقدة أي أنه يمكن لأحد الأطراف أن يكتسب معلومات ليست في حوزة الآخر وقد يستغلها لتحقيق مصالحه الشخصية ويعد Akerlof أول من أشار لهذه النظرية من خلال الدراسة التي قام بها في سوق السيارات سنة 1970.

وتخلص هذه النظرية بأن التمويل بالديون أفضل بكثير من التمويل بالأسهم، وليس بسبب الوفورات الضريبية على فوائد الديون، ولكن بسبب التأثير السلبي لإصدار الأسهم العادية على المساهمين القدامى، فإصدار أسهم عادية لا ينبغي أن يكون إلا في حالة وجود فرصة استثمارية غير عادية لا ينبغي تفويتها، أو عندما تدرك الإدارة أن مستقبل المؤسسة غير مطمئن أو أن إصدار أسهم جديدة سيكون في صالح المساهمين الحاليين، ونقضي هذه النظرية بالاعتماد على الأرباح المحتجزة في التمويل قبل اللجوء للديون، وإن تم اللجوء إلى الديون فلا ينبغي أن يصل إلى النقطة التي توصي بها نظرية التوازن وذلك للإبقاء على طاقة إقتراضية احتياطية يمكن استخدامها في الظروف الطارئة حتى لا تضطر المؤسسة إلى استخدام البديل غير المرغوب فيه المتمثل في إصدار أسهم عادية جديدة.

**ثالثا: نظرية الإشارة:** يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى (Ross) عام 1977 م، وتقوم على فكرة عدم تماثل المعلومات في الأسواق، تتلخص أهم فرضيات هذه النظرية فيما يلي:

– تنطلق نظرية الإشارة من أن المسيرين في المؤسسات الأحسن أداء بإمكانهم إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن المؤسسات الأخرى أقل منها أداء، وينبغي أن تكون هذه الإشارات من الصعب تقليدها من المؤسسات ذات الأداء الضعيف؛

– نظرية الإشارة تستند إلى فكرتين أساسيتين وهما: نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات حيث أنه يمكن للمسيرين في المؤسسة تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين، وفي حالة ما إذا كانت المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها لا تدرك ولا تفهم بنفس الطريقة؛

- تكون تلك الإشارات إما كوصف لتكلفة التمويل، سياسة توزيعات الأرباح أو إعادة شراء الأسهم أو إصدار سندات، والتي تعتبر كدليل على قدرة المؤسسة على توليد السيولة؛
- المستثمر حيث أنه يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك فهو يتساءل أولاً عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة، ويحاول فهم صورة الأعضاء المسيرين للمؤسسة وسياستهم في الاتصال، كما أنه يراعي مراقبة وحكم السلطات البورصية في حالة نشر معلومات غير صحيحة.

## خلاصة الفصل:

إن تقييم المؤسسة عملية جد معقدة تعتمد على مجموعة من المراحل بدأ بجمع المعلومات الخاصة ببيئة المنشأة تليها القيام بالتشخيص المالي و الاستراتيجي من أجل تحديد وضعيتها المالية وتنتهي باختيار طريقة التقييم الأفضل و التي تتماشى مع طبيعتها والتي تكون الأساس في تحديد قيمة المؤسسة. بالإضافة إلى ذلك تم التوصل إلى أن الهيكل المالي الأمثل هو ذلك المزيج من الأموال الخاصة والديون الذي يخفض تكلفة الأموال ويعظم في نفس الوقت قيمة المؤسسة مما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين . وقد تباينت الآراء والمدائل حول تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة حيث اختلفت وجهات نظر الدارسين لموضوع التمويل بين مؤيد ومعارض لإمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل بالنسبة للمؤسسة والذي يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة ، فحسب النظرية التقليدية مثلاً يقر أصحابها بوجود هيكل مالي أمثل ينشأ عن نقطة إقتراض مثلى تتحقق عند تشكيلة مميزة من الديون والأموال الخاصة تجعل التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل عند حدها الأدنى، لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى، في حين وحسب نظرية التسوية الهيكل المالي الأمثل يتحقق عند تعظيم قيمة المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار جميع المتغيرات، فالقرار الأمثل للاقتراض والذي يضمن أعلى قيمة سوقية للمؤسسة ما هو إلا محصلة للتوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه تكلفة الإفلاس.

**الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة مطاحن  
مرمورة - قالمة - للفترة 2014-2017**



## تمهيد:

بعد العرض النظري في الفصول السابقة قصد التعريف على جوانب البحث من خلال المقصود بالقرار التمويلي، قيمة المؤسسة والهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة الاقتصادية، من أجل تغطية جوانب الموضوع المدروس ومحاولة إعطاء نظرة عن الجانب التطبيقي للموضوع إرتأينا تقديم حالة مؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة- باعتبارها مؤسسة اقتصادية تعتمد في سياستها التمويلية لاستثماراتها على تشكيلة متنوعة من مصادر التمويل سواء كانت داخلية عن طريق الأموال الخاصة أو خارجية عن طريق الإستدانة.

لهذا سنحاول من خلال هذا الفصل دراسة تأثير القرار التمويلي في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية الذي سوف نتناول فيه التعريف بالمؤسسة محل الدراسة ووسائل التمويل التي تعتمد عليها مؤسسة مطاحن مرمورة-قائمة-، بالإضافة إلى دراسة الهيكل التمويلي من خلال تقييمه وتشخيصه باستعمال مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكل للتعرف على الوضعية المالية للمؤسسة، وأخيرا استنتاج العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة مؤسسة مطاحن مرمورة-قائمة- للفترة 2014-2017.

## المبحث الأول: تقديم لمطاحن مرمورة -قائمة- ومصادر التمويل التي تعتمد عليها:

سنحاول في هذا المبحث التطرق إلى الجزء التعريفي بالمؤسسة محل الدراسة والمتمثلة في مطاحن مرمورة -قائمة-، من خلال نظرة شاملة عن نشأتها وهيكلها التنظيمي، والمنتجات التي تنتجها، وأهدافها.

### المطلب الأول: ماهية مؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة-:

أولاً: نشأة المؤسسة:<sup>1</sup> انبثق مجمع رياض قسنطينة سنة 1982 في بادئ الأمر عن شركة سمباك التي تحولت بعدها إلى شركة بالأسهم وتهيكلت سنة 1989، بعد هذه العملية تحول المجمع إلى مجمع صناعي كبير يضم 11 شركة فرعية مهمتها تحويل الحبوب، الإنتاج وتسويق السميد، العجائن الغذائية، الكسكس، وتكعيب النخالة، ومن بين الشركات التابعة لها هي مطاحن مرمورة بقائمة والتي اخترناها لإجراء الدراسة التطبيقية.

هذه الأخيرة نشأت في 24 ديسمبر 1997، والتي نتجت عن الإجراءات التي قام بها مجمع السميد بقسنطينة، والمتمثلة في تقسيم وحداته في نهاية سنة 1997، حيث تضم وحدتين للإنتاج هما:  
- الوحدة الإنتاجية والتجارية هيليوبوليس (وحدة المقر)؛  
- الوحدة الإنتاجية والتجارية بوشقوف.

ثانياً: تعريف مؤسسة مطاحن مرمورة - قائمة -: سنقوم بتعريف مؤسسة وحدة مطاحن مرمورة بقائمة (المؤسسة محل الدراسة)، حسب أربعة عناصر: الموقع الجغرافي، رأس مالها، اليد العاملة، النشاط ومجال العمل وهي موضحة كالاتي:

• **موقعها:** تقع وحدة مطاحن مرمورة بدائرة هيليوبوليس في الجهة الشرقية، وبالضبط بلدية هيليوبوليس، أحمد زمولي على الطريق الوطني رقم 21 تتربع الوحدة على مساحة 22600 متر مربع مقسمة على عدة هياكل منها: الإدارة، ورشة الصيانة، ورشة الإنتاج، مركز التخزين... الخ.

<sup>1</sup> اسلام أوزيني ومحمد أمين مقالاتني، مساهمة برامج التدريب وأنظمة الحوافز في تمكين العاملين دراسة ميدانية في مطاحن مرمورة هيليوبوليس -قائمة-، رسالة الماجستير، تخصص إدارة المشاريع، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة قائمة، الجزائر، 2016، ص93.

- **رأسمالها:** مطاحن مرمورة هي مؤسسة عمومية اقتصادية جزائرية تم اكتتاب جزء من أسهمها فتحولت إلى شركة ذات أسهم، حيث يبلغ رأسمالها الاجتماعي 135000000 دينار جزائري.
  - **اليد العاملة:** تبلغ اليد العاملة 165 عاملا وذلك حسب إحصائيات 2019، موزعين إلى إطارات، تقنيين، وعمال والجدول التالي يوضح توزيع اليد العاملة حسب الفئات المهنية وحسب مجال النشاط:
- الجدول رقم (01): هيكل توزيع اليد العاملة حسب الفئة والنشاط:

المجموع		إطارات		منفذين		مهارات		الأفواج الوحدة
		دائم	مؤقت	دائم	مؤقت	دائم	مؤقت	
11	10	10	5	0	4	1	1	الإدارة العامة
40	31	12	1	14	16	14	14	وحدة هيلوبوليس
43	30	11	0	14	10	18	20	وحدة بوشقوف
94	71	33	6	28	30	33	35	المجموع
165								

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

- **النشاط ومجال العمل:** نشاط الوحدة يقتصر على تصنيع وتسويق السميد العادي والممتاز، وذلك باستخدام المادة الأولية الوحيدة وهي القمح الصلب، بالإضافة إلى الزوال (النخالة) والتي تعتبر كفضلات مباعة. أما مجال نشاطها فهو وطني، ولكن حاليا يقتصر في الغالب على الولايات: قالمة وسوق أهراس.
- **ثالثا: أهداف مؤسسة مطاحن مرمورة - قالمة -:** تهدف مؤسسة مطاحن مرمورة كأى مؤسسة أخرى إلى تحقيق العديد من الأهداف أهمها:

- توجيه الإنتاج نحو منتجات ذات نوعية جيدة يكون السوق بحاجة إليها وإتباع سياسة توزيع مناسبة؛
- التحكم في السوق بالمادة المنتجة من خلال الاهتمام بالتسويق؛
- عقلنة استعمال الموارد البشرية وإعادة التركيز على المهام الرئيسية؛
- التوفيق بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، والتقليل من التكاليف؛
- استثمار الموارد المالية المتاحة بشكل جيد للحصول على أكبر عائد وتقليل الاحتياجات المالية؛
- المحافظة على قدر كافي من السيولة لمواجهة الظروف الطارئة.

**المطلب الثاني: الإطار والهيكل التنظيمي لمؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة-:**

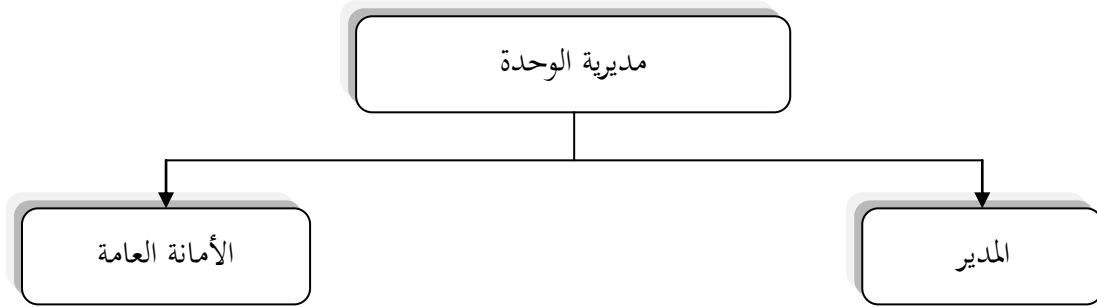
سننظر في هذا المطلب إلى الحديث عن أقسام المؤسسة كل قسم على حدة، وفي الأخير سنقوم بإعداد مخطط يوضح الهيكل التنظيمي للمؤسسة.

**أولاً: الإطار التنظيمي لمؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة-:** تضم وحدة مطاحن مرمورة بقائمة مايلي:

1- مديرية الوحدة: وتشمل ما يلي:

- المدير: الذي يعتبر أعلى رتبة في الوحدة، حيث يقوم بمتابعة سير عمل الوحدة يوميا، وكذا وضع القرارات ومراقبة كل العمليات وإصدار الأوامر، بالإضافة إلى المصادقة على الوثائق التي تحول إليه بعد دراستها ومراجعتها.
- الأمانة العامة: وهي الرابطة بين العملاء والمدير، وتقوم بإيصال كل الوثائق التي تحتاج إلى توقيع وتحصر على الاجتماعات الإدارية وتستقبل الاتصالات.

شكل رقم (03): تقسيم مديرية الوحدة

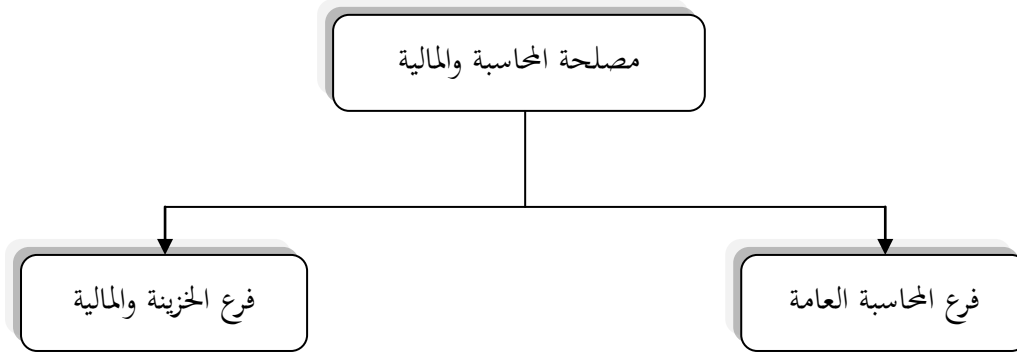


المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

- 2- **مصلحة المستخدمين:** وتهتم بشؤون الموارد البشرية، كما تشرف على قسم التكوين وتقوم بمتابعة المترشحين والعاملين.
- 3- **مصلحة الوقاية والأمن:** هدفها الحفاظ على موجودات المؤسسة من الضياع، والبنائة الكاملة، بالإضافة إلى توفير الحماية للعاملين.
- 4- **مصلحة التجارة:** تلعب هذه المصلحة دورا رئيسيا في تمويل الوحدة بالقمح الصلب الضروري لعملية الإنتاج إذ تتلقى ملفات مختلف المصالح.
- 5- **مصلحة المحاسبة المالية:** تعتبر هذه المصلحة من أهم المصالح حيث تقوم بمختلف العمليات المحاسبية والمالية ومراجعتها، كما تقوم بإعداد الميزانية الختامية، وهي تنقسم إلى فرعين:

- فرع المحاسبة العامة: تقوم بتسجيل العمليات يوميا والمتعلقة بالمشتريات والمخزونات والمبيعات.
- فرع الخزينة والمالية: تعالج هذه المصلحة العمليات من خلال التسجيل في 14 يومية.

شكل رقم (04): تقسيم مصلحة المحاسبة والمالية

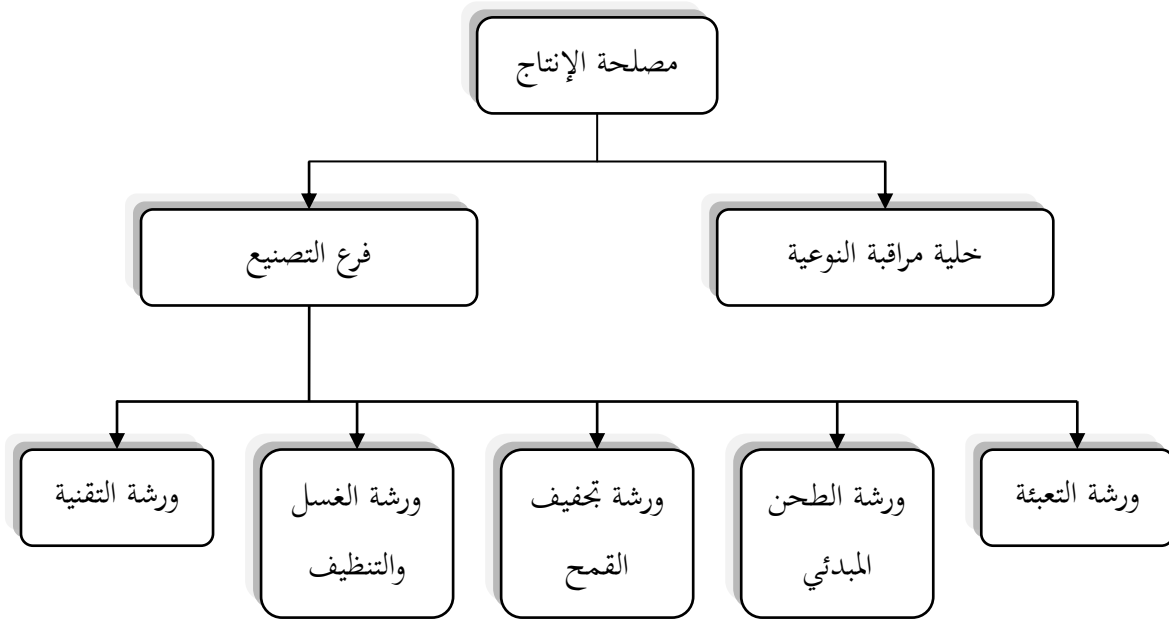


المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

6- **مصلحة النقل:** تتكفل هذه المصلحة بتمويل الوحدة الإنتاجية بالمادة الأولية وإيصال السميد إلى مراكز التوزيع.

7- **مصلحة الإنتاج:** تقوم بالإشراف على عملية الإنتاج ابتداء من دخول المادة الأولية إلى ورشات الإنتاج إلى أن تصل إلى المرحلة النهائية وتصبح منتوجا تاما.

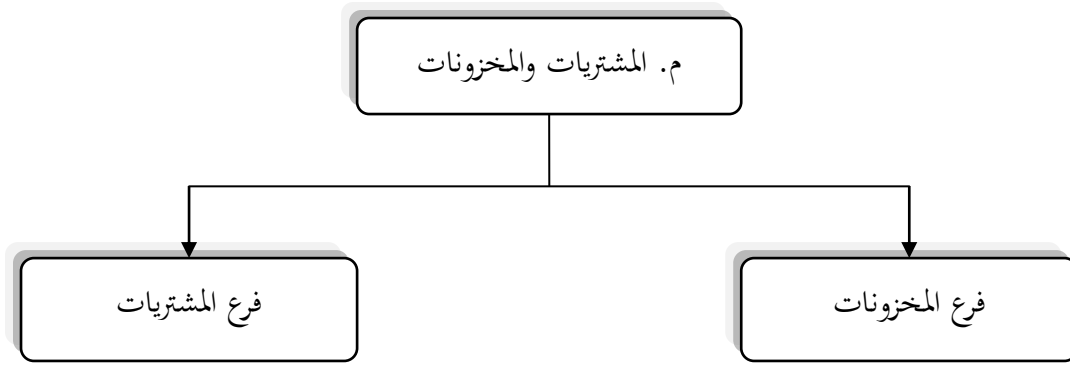
شكل رقم (05): تقسيم مصلحة الإنتاج



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

- 8- مصلحة الصيانة: فهي تعني مسؤولية كل مصنع أو قسم إنتاج عن أعمال الصيانة الخاصة به.
- 9- مصلحة المشتريات والمخزونات: ويشرف عليها كل من رئيس المصلحة ورئيس فرع المشتريات وفرع المخزونات.

شكل رقم (06): تقسيم مصلحة المشتريات والمخزونات:

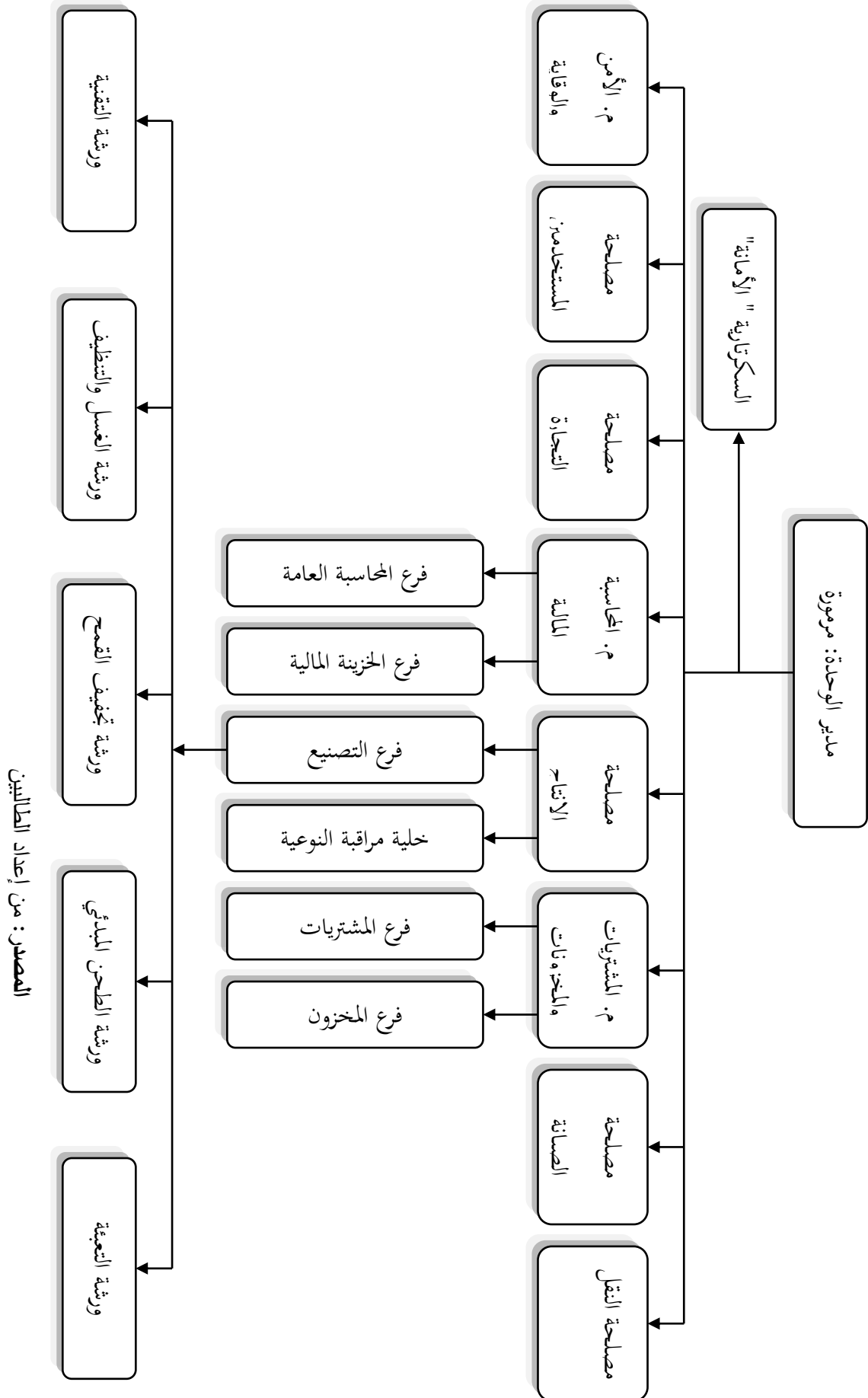


المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على وثائق المؤسسة

ثانيا: الهيكل التنظيمي لمؤسسة مطاحن مرمورة-قائمة-:

يوضح الشكل الآتي هيكل المؤسسة التنظيمي:

شكل رقم (07): الهيكل التنظيمي لوحدة مطاحن مرمورة - قالمه -



**المطلب الثالث: دراسة وسائل التمويل في مؤسسة مطاحن مرمورة-قائمة-:**

تكتسي عملية التمويل أهمية كبيرة على مستوى المؤسسة، سواء تعلق الأمر بتمويل نشاط الاستغلال أو نشاط الاستثمار، ولذلك يحاول المسير المالي للمؤسسة دائماً الحصول على التمويل المناسب لتجنب الوقوع في حالات العسر المالي وما ينجر عنها من نتائج سلبية على الوضع المالي للمؤسسة.

حيث تعتمد المؤسسة في تمويل احتياجاتها على مصدرين أساسيين هما التمويل الذاتي والقروض طويلة الأجل، بالإضافة إلى القروض القصيرة أجل بنسبة أقل.

تستخدم المؤسسة التمويل الذاتي في تمويل الاحتياجات الخاصة بدورة الاستغلال، أما القروض الطويلة الأجل تستخدمها المؤسسة في تمويل دورة الاستثمار، مثال على ذلك شراء آلات إنتاجية جديدة.

كما تعتمد المؤسسة في تمويل نفسها ذاتياً على مخصصات الاهتلاكات والمؤونات بنسبة أكثر مقارنة بالأرباح المحتجزة. وفيمايلي بعض النسب المعتمدة في تخصيص الاهتلاكات في المؤسسة وعلى أي مدى تهلك : - معدات وأدوات إنتاجية: بنسبة اهتلاك 6.66% لمدة 15 سنة.

- معدات نقل: بنسبة اهتلاك 20% لمدة 5 سنوات.

- بنايات: بنسبة اهتلاك 2.50% لمدة 40 سنة.

تقوم الجمعية العامة بتحديد نسبة الأرباح المحتجزة بالنظر إلى احتياجات المؤسسة، فإذا كانت المؤسسة بحاجة إلى أموال فالنسبة تكون كبيرة والعكس صحيح، لذلك فإن نسبة الأرباح المحتجزة ليست ثابتة في كل السنوات.

وبالنسبة الضمانات التي تقدمها المؤسسة للحصول على القروض تتمثل في رهن التثبيات المادية كالأراضي والمباني.



**المبحث الثاني: دراسة الهيكل التمويلي لمطاحن مرمورة "قالمة" للفترة 2014-2017:**

سيتم من خلال هذا المبحث عرض مراحل تطور الهيكل التمويلي لمطاحن مرمورة أي السياسات التمويلية المنتهجة من طرف المؤسسة، وبغية دراسة هذا التطور يجب إعداد القوائم المالية للمؤسسة.

**المطلب الأول: إعداد الميزانية المالية المفصلة للمطاحن مرمورة للفترة 2014-2017:**

بداية علينا القيام بإعداد ودراسة الميزانيات المالية للسنوات الأربع (2014، 2015، 2016، 2017) لمؤسسة مطاحن مرمورة - قالمة-، وهذا اعتمادا على الوثائق المحاسبية للمؤسسة لسنوات الدراسة، ولم يتم التطرق إلى دراسة الميزانية المالية لسنة 2018 وذلك لعدم توفرها في وقت التريص.

أولا: الأصول:

**الجدول رقم (02): جانب الأصول من الميزانيات المالية المفصلة للفترة 2014 - 2017**

المبالغ الصافية (دج)				حسابات الأصول
2017	2016	2015	2014	
<u>أصول غير الجارية</u>				
658 967.19	706 804.17	296 798.57	130 141.66	التشittات المعنوية
248 137 255.67	147 003 020.45	143 877 191.84	102 514 751.52	التشittات العينية
	96 392 842.99	11 027 541.43	18 395 445.05	التشittات الجاري انجازها
				التشittات المالية
				أوراق مالية
				استثمارات مالية أخرى
				أوراق مالية أخرى ثابتة
144 404.09	144 404.09	144 404.09	144 404.09	قروض وغيرها من أصول مالية غ جارية
3 933 798.28			4 142 796.29	أصول ضريبية مؤجلة
252 874 425.23	244 247 071.70	155 345 935.93	125 327 538.61	مجموع أصول غير جارية
<u>أصول جارية</u>				
21 917 087.75	31 373 201.84	25 727 988.97	32 930 300.60	مخزونات جارية

				الحسابات الدائنة والاستخدامات المماثلة
12 180 488.27	12 971 163.09	7 571 256.66	6 032 511.32	الزبائن
4 887 984.17	7 412 689.78	8 738 736.01	4 940 411.75	مدينون آخرون
586 384.49	9 540 896.14	3 597 679.07	2 168 711.09	ضرائب وما شابهها
	2 039 728.02			مستحقات أخرى ووظائف ذات صلة
				الموجودات وما يماثلها
				أصول مالية جارية أخرى
29 430 595.31	27 382 583.82	31 126 248.56	53 448 639.78	خزينة
69 002 539.99	90 720 262.69	76 761 909.27	99 520 574.54	مجموع أصول جارية
321 876 965.22	334 967 334.39	232 107 845.20	224 848 113.15	مجموع أصول

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية خلال الفترة من 2014 إلى 2017

ثانياً: الخصوم:

الجدول رقم (03): جانب الخصوم من الميزانيات المالية المفصلة للفترة 2014 - 2017

المبالغ الصافية (دج)				حسابات الخصوم
2017	2016	2015	2014	
<u>رؤوس الأموال الخاصة</u>				
135 000 000.00	135 000 000.00	135 000 000.00	135 000 000.00	رأسمال
				رأس المال غير المطلوب
21 118 097.07	21 118 097.07	21 118 097.07	21 118 097.07	علاوات واحتياطات
				فارق إعادة التقييم
				فارق المعادلة
24 417 496.30	3 476 867.24	-49 300 243.88	-10 406 470.19	النتيجة الصافية
-88 388 570.97	-70 436 363.17	-21 136 119.29	-7 655 913.09	رؤوس الأموال الأخرى (ترحيل من جديد)
				صناديق المساهمة الأخرى
				الإيرادات المؤجلة

				حصة المؤسسة المدججة
				حصة ذوي الأقلية
27 292 254.98	34 385 375.30			الروابط بين الوحدات
119 439 277.38	123 543 976.44	85 681 733.90	138 055 713.79	مجموع رؤوس أ خاصة
<u>الخصوم غير الجارية</u>				
				قروض وديون مالية
149 710 901.60	143 511 500.23	57 644 385.67	23 724 445.05	قروض استثمارية
				الديون المالية غير الجارية
				ديون غير جارية أخرى
				الديون الملحقة بالمساهمة
			1 069 060.28	الضرائب المؤجلة
17 852 783.87	13 216 517.08	19 420 429.65	13 835 172.30	مؤونات ومنتجات ثابتة
167 563 685.47	156 728 017.31	77 064 815.32	38 628 677.63	مجموع خصوم غ جارية
<u>خصوم جارية</u>				
9 947 078.06	18 937 003.52	30 908 409.45	26 884 335.88	الموردون والحسابات الملحقة
15 936 332.16	27 936 332.16	15 936 332.16	15 936 332.16	عمليات المجمع
697 507.33	4 920 072.87	3 155 041.93	121 137.66	ضرائب
8 293 084.82	2 901 932.09	19 361 512.44	5 221 916.03	ديون أخرى
				خزينة الخصوم
34 874 002.37	54 695 340.64	69 361 295.98	48 163 721.73	مجموع خصوم جارية
321 876 965.22	334 967 334.39	232 107 845.20	224 848 113.15	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية خلال الفترة 2014-2017.

### المطلب الثاني: دراسة تطور مصادر التمويل لمطاحن مرمورة خلال الفترة 2014-2017:

من خلال تفحصنا إلى بنود الميزانيات المتتالية للفترة 2014-2017 نلاحظ جليا تطور قيمة

مصادر التمويل عبر السنوات، كما يأتي:

أولا: تطور التمويل الذاتي:

1. مكونات التمويل الذاتي: انطلاقاً من الوثائق المحاسبية تم استخراج قيمة مكونات التمويل الذاتي خلال فترة الدراسة كالتالي:

### 1.1.1. اهتلاكات:

الجدول رقم (04): تطور قيمة الاهتلاكات للفترة 2014 - 2017

البيان	2014	2015	2016	2017
اهتلاكات	96 835 771.79	100 727 675.40	103 434 131.19	147 591 375.09

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على المعلومات السابقة.

الإهتلاكات هي تقدير النتائج عن قيمة الأصل الثابت الذي يهتك عبر الزمن حيث قامت المؤسسة بتخصيص ما قيمته 96 835 771.79 دج في سنة 2014، أما في 2015 شهدت ارتفاع طفيف لتصل إلى 100 727 675.40 دج وكذلك بالنسبة لسنة 2016 فقدرت الاهتلاكات بـ 103 434 131.19 دج، لتصل إلى أعلى قيمة لها خلال سنة 2017 بقيمة 147 591 375.09 دج، ويعود الإرتفاع النسبي للإهتلاكات طيلة سنوات الدراسة إلى حيازة تشبيطات جديدة وليس طريقة إهلاك التشبيطات المعتمدة والتي أشرنا إليها سابقاً بأن المؤسسة تعتمد طريقة الإهلاك الثابت.

### 2.1. المؤونات:

الجدول رقم (05): تطور قيمة المؤونات للفترة 2014 - 2017

البيان	2014	2015	2016	2017
المؤونات	4 884 948.71	4 884 948.71	4 884 948.71	5 429 808.49

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على المعلومات السابقة.

المؤونات هي عبارة عن مخصصات تكونها المؤسسة لمواجهة أخطار محتملة الوقوع، ولقد خصصت المؤسسة ما قيمته 4 884 948.71 دج سنة 2014، لتبقى هذه القيمة ثابتة ولم تشهد تغير طيلة سنتي 2015 و 2016 والتي خصصت لمواجهة خطر احتمال عدم تسديد الزبون لديونه، لتشهد بعد ذلك زيادة في 2017 لتصل إلى قيمة 5 429 808.49 دج وتتمثل تلك الزيادة في مؤونة تدني المخزون.

### 3.1. الإحتياطات:

الجدول رقم (06): تطور قيمة الإحتياطات للفترة 2014 - 2017

البيان	2014	2015	2016	2017
الإحتياطات	21 118 097.07	21 118 097.07	21 118 097.07	21 118 097.07

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على المعلومات السابقة.

الإحتياطات هي عبارة عن مخصصات تكونها المؤسسة لمواجهة الخسائر إن وجدت، وقد خصصت المؤسسة لها مبلغ 21 118 097.07 دج لتظل هذه القيمة ثابتة دون أن يطرأ عليها أي تغيير طيلة سنوات الدراسة وذلك بسبب عدم استخدامها من طرف المؤسسة في هذه الفترة أو تدعيمها بمبالغ أخرى.

#### 4.1. الأرباح المحتجزة:

بالنسبة للأرباح المحتجزة نلاحظ أن المؤسسة لم تحتجز أرباح طيلة فترة الدراسة، حيث أن الأرباح المحتجزة هي جزء من أرباح الفترات السابقة التي لم يتم توزيعها وبما أن المؤسسة حققت نتائج سلبية في السنوات الثلاث 2013 و 2014 و 2015 فلم يتم احتجاز أي أرباح في كل سنة موالية للسنوات المذكورة سابقا، أما في سنة 2016 حققت المؤسسة نتيجة ربح صافية لكن تعتبر ضعيفة جدا مما استحال على المؤسسة اللجوء لتخصيص جزء من هذه النتيجة كأرباح محتجزة، لكن يتوقع من المؤسسة الاعتماد عليها مستقبلا بما أنها أصبحت تحقق نتائج ايجابية معتبرة كما حصل في سنة 2017 يتوقع أن يخصص جزء منها كأرباح محتجزة يعتمد عليها في السنة الموالية بمعدل يتماشى مع احتياجات المؤسسة.

#### 2. حساب قيمة التمويل الذاتي وتطورها:

التمويل الذاتي = الإهلاكات + المؤونات + الإحتياطات + الأرباح المحتجزة.

جدول رقم (07): حساب قيمة التمويل الذاتي للفترة 2014 - 2017:

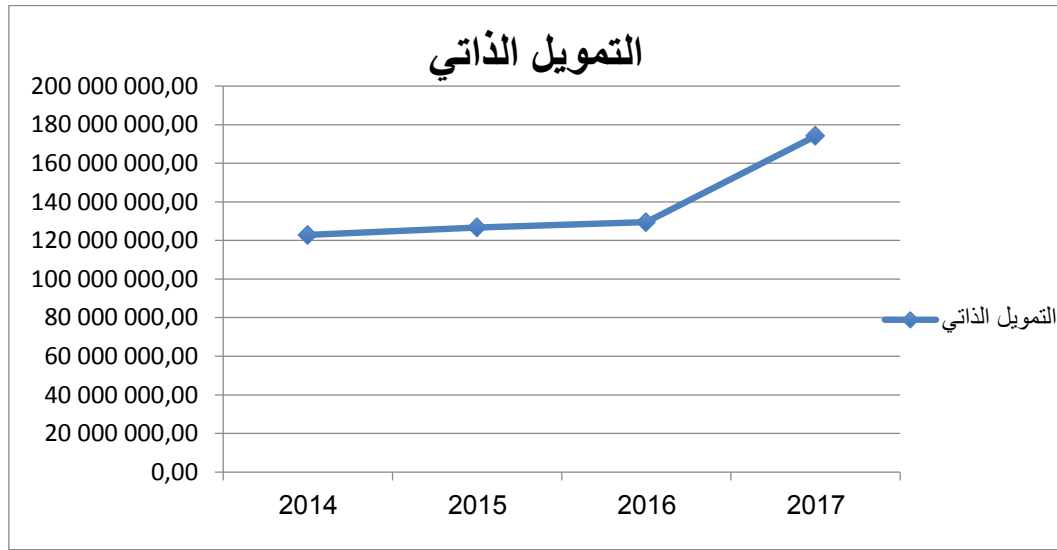
البيان	2014	2015	2016	2017
اهتلاكات	96 835 771.79	100 727 675.40	103 434 131.19	147 591 375.09
المؤونات	4 884 948.71	4 884 948.71	4 884 948.71	5 429 808.49
إحتياطات	21 118 097.07	21 118 097.07	21 118 097.07	21 118 097.07
أرباح محتجزة	-	-	-	-

174 139 280.70	129 437 176.97	126 730 721.18	122 838 817.57	التمويل الذاتي
34.53%	2.14%	3.17%	-	نسبة التغير

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على المعلومات السابقة.

وبعد حساب قيمة التمويل الذاتي خلال فترة الدراسة يمكننا ذلك من دراسة تطور قيمته، كما يلي:

شكل رقم (08): منحنى بياني يوضح تطور قيمة التمويل الذاتي للفترة 2014 - 2017:



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على المعلومات السابقة.

من خلال المنحنى أعلاه، نلاحظ أن قيمة التمويل الذاتي قاربت إلى الثبات خلال السنوات الثلاث الأولى من فترة الدراسة حيث كانت قيمة التمويل الذاتي لسنة 2014 تقدر بـ 122 838 817.57 دج لتشهد بعد ذلك نمو ضعيف في السنتين المواليتين بنسبتي نمو لا تتجاوزان 3.17% و 2.14% على التوالي، لتعرف بعد ذلك ارتفاع محسوس 2017 بنسبة نمو تساوي 34.53% لتصل قيمة التمويل الذاتي إلى 174 139 280.70 دج وذلك عائد للارتفاع الكبير في قيمة الاهتلاكات خلال هذه السنة.

### ثانيا: تطور الديون الطويلة والمتوسطة الأجل:

من أجل أن تمويل المؤسسة احتياجات دورتها الإستثمارية تلجأ إلى مصادر تمويل متوسطة وطويلة الأجل، فمن غير المعقول أن تمويل المؤسسة مشروع استثماري تفوق مدته 7 سنوات في معظمها بواسطة

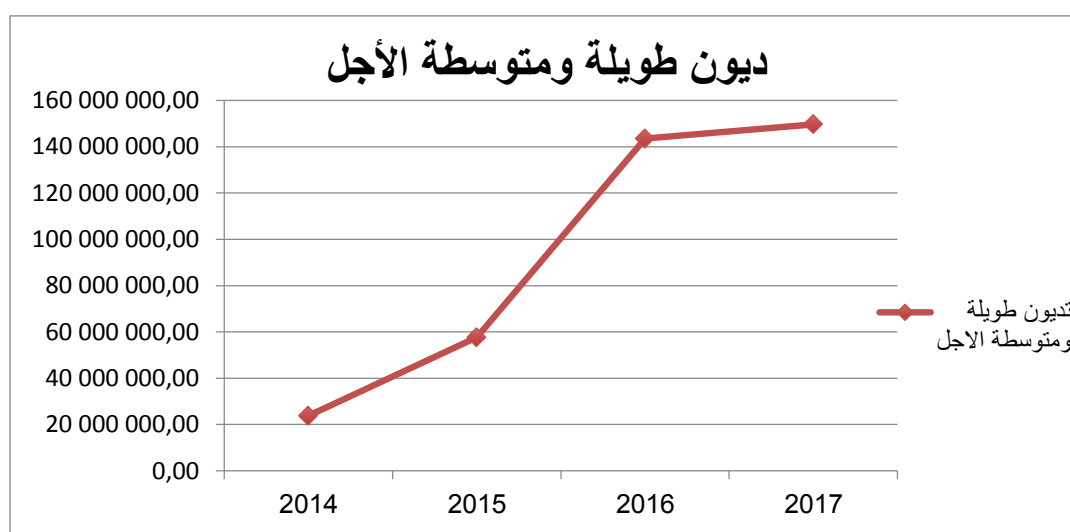
مصدر تمويلي قصير الأجل (لا يتجاوز سنة)، وبهدف دراسة تطور التمويل متوسط والطويل الأجل في مؤسسة مطاحن مرمورة - قالمة -، والتي تعتمد أساسا على القروض الاستثمارية في هذا النوع من التمويل، تم إعداد الجدول التالي:

الجدول رقم (08): يوضح تطور قيمة الديون الطويلة ومتوسطة الأجل للفترة 2014 - 2017

البيان	2014	2015	2016	2017
الديون طوم الأجل	23 724 445.05	57 644 385.67	143 511 500.23	149 710 901.60
نسبة التغير	-	143%	149%	4.23%

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

الشكل رقم (09): منحنى بياني يوضح تطور قيمة ديون طويلة ومتوسطة الأجل للفترة 2014-2017



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على المعلومات السابقة

من خلال الجدول السابق والمنحنى البياني يلاحظ أن المؤسسة عرفت توسع ونمو في الاعتماد على الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، حيث إن قيمتها في زيادة من سنة إلى أخرى خلال سنوات الدراسة، حيث كانت قيمة القروض الطويلة والمتوسطة الأجل التي على ذمة المؤسسة في سنة 2014 تقدر بـ 23 724 445.05 دج، ثم ارتفعت هذه القيمة إلى 57 644 385.67 دج و 143 511 500.23 دج على التوالي في سنوات 2015 و 2016 بنسبة تغير معتبرة بلغت 143% و 149%، أما في سنة 2017 قدرت قيمة القروض طويلة ومتوسطة الأجل بـ 149 710 901.60 دج أي بنسبة تغير طفيفة تقدر بـ

4.23%، يعود سبب التوسع في الاعتماد على هذا النوع من التمويل من أجل تمويل أنشطتها الإستثمارية خلال هذه الفترة ومن هذه الأنشطة إعادة فتح وتهيئة فرع جديد داخل المؤسسة.

### ثالثاً: تطور الديون قصيرة الأجل:

هذه المصادر عادة ما توظفها المؤسسة في تمويل دورتها الإستغلالية، التي تتمثل في العمليات التشغيلية التي تقوم بها المؤسسة من أجل إنتاج السلع والخدمات، وتقتصر هذه الالتزامات (الديون) القصيرة الأجل على ديون الموردين والحسابات المماثلة مضافاً إليها ديون أخرى، ومن أجل حساب قيمة التمويل قصير الأجل، تم إعداد الجدول التالي:

الجدول رقم (09): يوضح تطور قيمة الديون قصيرة الأجل للفترة 2014 - 2017

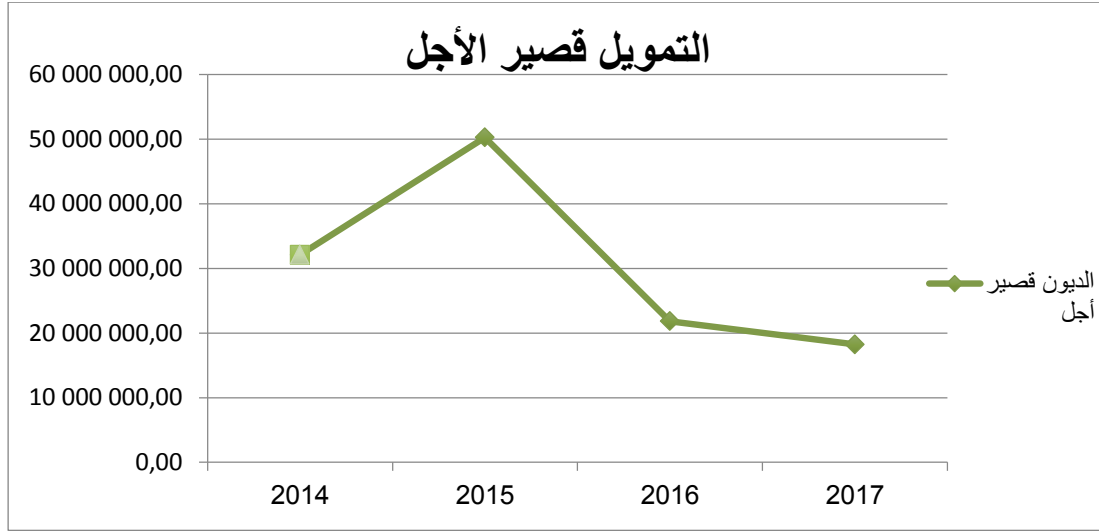
البيان	2014	2015	2016	2017
ديون الموردين وحسابات مماثلة	26 884 335.88	30 908 409.45	18 937 003.52	9 947 078 .06
ديون أخرى	5 221 916.03	19 361 512.44	2 901 932.09	8 293 084.82
ديون قى الأجل	32 106 251.91	50 269 921.89	21 838 935.61	18 240 162.88
نسبة التغير	-	56.57%	-56.56%	-16.48%

المصدر: من إعداد الطلبين بالإعتماد على وثائق المؤسسة.

اعتماداً على الجدول رقم (09) تم إعداد منحنى يوضح تطور قيمة الديون قصيرة الأجل، خلال الفترة 2014-2017 وذلك في مايلي:



الشكل رقم (10): يوضح تطور قيمة الديون القصيرة الأجل للفترة 2014 - 2017:



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على المعلومات السابقة

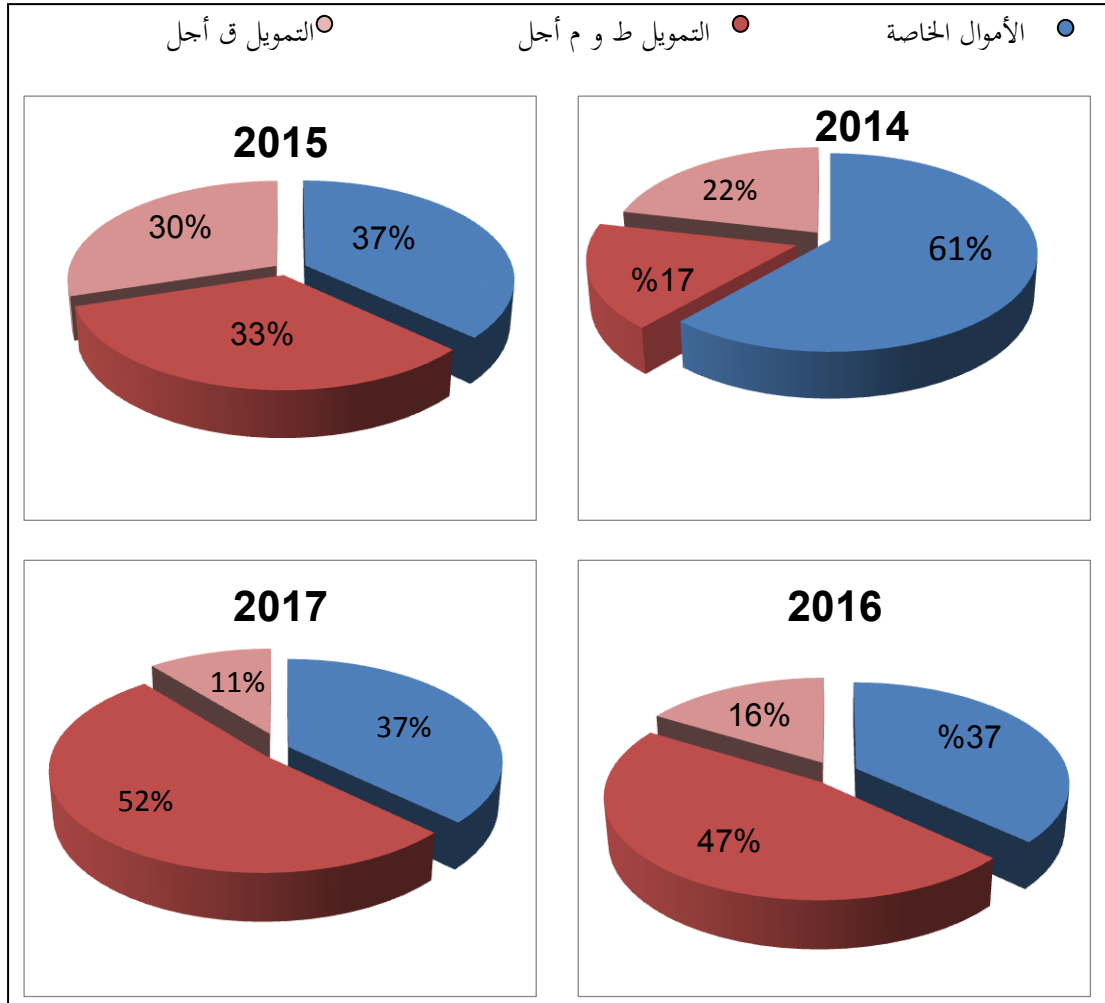
من خلال الجدول السابق والمنحنى البياني يلاحظ أن المؤسسة عرفت تضاربا في قيمة الديون القصيرة الأجل خلال فترة الدراسة لمسايرة تغير احتياجات الدورة الاستغلالية، حيث قدرت قيمة الديون قصيرة الأجل في سنة 2014 بقيمة 32 106 251.91 دج، لتشهد بعد ذلك ارتفاعا محسوسا في سنة 2015 بنسبة تغير تقارب 56.57% لتصل إلى قيمة 50 269 921.89 دج وهي أقصى قيمة لها خلال فترة الدراسة، قبل أن تتعرض لإنخفاض حاد في سنة 2016 بنسبة تغير 56.56% وبقية قدرها 21 838 935.61 دج، وتنخفض بعد ذلك انخفاض طفيف بنسبة قدرها 16.48% لتصل إلى قيمة 18 240 162.88 دج في سنة 2017، ما يعكس توجه المؤسسة للتقليل من الاعتماد على القروض قصيرة الأجل مؤخرا.

### المطلب الثالث: تشخيص الهيكل التمويلي لمطاحن مرمورة "قائمة" للفترة 2014-2017:

سوف نحاول دراسة وتشخيص هيكل التمويل للمؤسسة من خلال حساب مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكل التمويلي.

أولا: تشكيلة الهيكل التمويلي (المزيج التمويلي) للمؤسسة: بغية دراسة تغير المزيج التمويلي لمؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة- للفترة 2014-2017 تم إعداد الشكل الموالي:

الشكل رقم (11): يوضح المزيج التمويلي للمؤسسة لفترة 2014-2017



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانيات المالية.

من خلال الشكل رقم (11) نلاحظ:

**في سنة 2014:** تسيطر الأموال الخاصة على تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة، حيث تقارب نسبته 61% في حين لم تتجاوز نسبة التمويل الطويل والمتوسط الأجل والتمويل قصير الأجل 17% و 22% على التوالي، مما يدل ذلك على تمتع المؤسسة باستقلالية مالية تجنبها تحمل أعباء تعاقدية، لكن ذلك سوف يؤثر سلبا على الأهداف التوسعية للمؤسسة ويؤدي إلى إضعاف عوائدها.

**في سنة 2015:** شهدت فيها المؤسسة توسع في الاعتماد على المديونية حيث أن الهيكل التمويلي المتبع من طرفها تمثل فيه المديونية أكثر من 63%، وهو عامل ايجابي للإستفادة من اثر الرافعة المالية لكنه يزيد من المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة، من جهة ومن جهة أخرى

فالمؤسسة تخاطر باستقلاليتها المالية اتجاه الغير حيث أن التمويل الذاتي لا يتجاوز 37% من مصادر تمويل المؤسسة.

**في سنة 2016-2017:** خلال هاتين السنتين بقيت نسبة الأموال الخاصة ثابتة في حدود 37%، في حين شهدت نسبة الديون طويلة الأجل ارتفاع مستمر بنسبة 47% و 52% على التوالي، يقابلها انخفاض في نسبة الديون قصيرة الأجل بنسبة 16% و 11% على التوالي.

### ثانيا: التشخيص باستعمال نسب الهيكل التمويلي:

تهدف نسب هيكل التمويل لقياس درجة اعتماد مؤسسة مطاحن مرمورة - قالمة - على أموال الغير في تمويل أنشطتها، ويكتسب المدى الذي تذهب إليه هذه المؤسسة في الإقتراض أهمية كبيرة في التأثير على كل من العائد والخطر، إذ أن التمويل باستخدام الإقتراض قد يؤدي إلى زيادة ربحية المؤسسة مقارنة بالتمويل عن طريق أموال الملكية، غير أنه من ناحية أخرى ثمة مخاطر تتبع تزايد الإعتماد على القروض في تمويل أنشطة المؤسسة تتمثل في احتمال عدم قدرة المؤسسة على تسديد القروض وفوائدها الأمر الذي قد يؤدي إلى إفلاس المؤسسة.

الجدول رقم (10): نسب الهيكل المالي للفترة 2014 - 2017

2017	2016	2015	2014	العلاقة	البيان
47,23%	50.58%	%55.15	%110.15	الأموال الخاصة / الأصول الثابتة	نسبة التمويل الخاص
106.43%	109.33%	%92.26	%129.08	الأموال الدائمة / الأصول الثابتة	نسبة التمويل الدائم
124.40%	122.48%	79.93%	41.35%	الديون / رأس المال	نسبة الديون إلى رأس المال
52.17%	49.36%	46.49%	24.83%	الديون / مجموع الأصول	نسبة الديون إلى إجمالي الأصول
238.42%	248.12%	171.93%	166.55%	مجوع الأصول / حق الملكية	نسبة الأصول لحق الملكية
71.11%	74.71%	79.39%	247.27%	الأموال الخاصة / مجموع الديون	نسبة الاستقلالية المالية

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانية المالية المفصلة

## 1. نسب التمويل الدائم والتمويل الخاص:

- نسبة التمويل الخاص تقيس التمويل الذاتي للمؤسسة، في سنة 2014 قدرت بـ 110,15% مما يعني أن المؤسسة قادرة على تمويل أصولها الثابتة بأموالها الخاصة، وقد شهدت انخفاضا مستمرا خلال سنوات 2015 و2016 و2017، كما أنها أقل من 100%، مما يعني أن المؤسسة غير قادرة على تمويل أصولها الثابتة بأموالها الخاصة، وبالتالي لا بد من الاعتماد على الاستدانة.
- نسبة التمويل الدائم فهي تعبر عن رأس المال العامل في شكل نسبة، فيلاحظ من خلال الجدول في سنة 2015 قدرت بـ 92.26% أي أن للمؤسسة رأس مال عامل سالب لا يغطي احتياجات الاستغلال أما في سنوات 2014 و2016 و2017 قدرت بـ 129,08%، 109.33%، 106.43% على التوالي وتعتبر هذه النسب غير مرتفعة أي أن للمؤسسة رأس مال عامل موجب يغطي احتياجات الاستغلال مع عدم وجود هامش أمان كبير.

## 2. نسب الديون إلى رأس المال وإلى إجمالي الأصول:

- نسبة الديون إلى رأس المال تظهر هذه النسبة مدى استخدام الديون في المؤسسة مقارنة بحقوق الملكية من خلال الجدول أعلاه يتبين أن سنة 2014 حققت أفضل نسبة تقدر بـ 41.35% أي أن للمؤسسة حرية اتخاذ القرارات الخاصة وليست عرضة للتدخلات والضغوطات الخارجية للدائنين منها (رفع كلفة الأموال المقرضة) وفي سنوات 2015 إلى 2017 عرفت هذه النسبة ارتفاعا قد يؤدي إلى زيادة متطلبات الدائنين مقارنة بحقوق المالكين ويجعلها عرضة للتدخلات والضغوطات الخارجية للدائنين.
- نسبة الديون إلى إجمالي الأصول تجيب هذه النسبة على مدى قدرة المؤسسة على تسديد ديونها، حيث تميزت هذه النسبة بارتفاع ملحوظ من سنة إلى أخرى، وهذا راجع إلى كون المؤسسة تقوم بالإستدانة من سنة إلى أخرى، وارتفاع هذه النسبة تعني ارتفاع مساهمة الإفراط في تمويل الأصول خلال هذه الفترة.

## 3. نسب الأصول لحق الملكية ونسبة الاستقلالية المالية:

- نسبة الأصول إلى حقوق الملكية، من أهم المؤشرات التي تلجأ إليها الإدارة المالية و تمثل جميع الإلتزامات على المؤسسة حيث يلاحظ خلال الفترة 2014 - 2016 ارتفاع ملحوظ من سنة إلى أخرى، ليبلغ المؤشر ذروته في سنة 2016 حيث قدر بـ 248.12%، ويدل هذا الإرتفاع على زيادة الرفع المالي وانخفاض حقوق الملكية في مجموع التمويل الداخلي، لتتخفف هذه النسبة في سنة 2017 إلى 238.42% ويدل ذلك على انخفاض الرفع المالي في هذه السنة بنسبة 9,70%.

■ نسبة الإستقلالية المالية تشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة وبالتالي درجة استقلاليتها، في سنة 2014 قدرت نسبة الإستقلالية المالية بـ 247,27% فهي مرتفعة أي أن المؤسسة استطاعت أن تتعامل بمرونة مع الدائنين في شكل قروض وتسديد الديون، بحيث يلاحظ خلال الفترة 2015-2017 انخفضت انخفاضاً ملحوظاً من سنة إلى أخرى، مما يعني أن المؤسسة في وضعية مثقلة بالديون، مما يجعلها تواجه صعوبة الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها من قروض إضافة إلى تقديم ضمانات وقد تكون هذه الضمانات مرهقة.

**ثالثاً: التشخيص باستعمال مؤشرات التوازن المالي:** الجدول الآتي يبين مختلف مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة مطاحن مرمورة-قائمة- للفترة 2014-2017.

جدول رقم (11): مؤشرات التوازن المالي للفترة 2014-2017.

2017	2016	2015	2014	البيان
269 150 179	267 055 476,7	143 326 119,6	161 780 158,8	أموال دائمة
252874425,23	244247071,7	155345935,93	125327538,61	-أصول ثابتة
34 128 537,62	36 024 922,05	7 400 613,29	51 356 852,81	ر م ع الدائم
119 439 277,38	123 543 976,44	85 681 733,90	138 055 713,8	أموال خاصة
252874425,23	244247071,7	155345935,93	125327538,61	-أصول ثابتة
-133 435 147,9	-120 703 095,3	-69 664 202,03	12 728 175,18	ر م ع الخاص
69 002 539,99	90 720 262,69	76 761 909,27	99 520 574,54	أصول المتداولة
69 002 539,99	90 720 262,69	76 761 909,27	99 520 574,54	ر م ع إجمالي
167563685,5	156728017,31	77064815,32	38628677,63	ديون ط أ
34874002,37	54695340,64	69361295,98	48163721,73	+ ديون ق أ
202 437 687,8	211 423 358	146 426 111,3	86 792 399,36	ر م ع اجنبي
39571944,68	63337678,87	45635660,71	46071934,76	(أصول متداولة
34874002,37	54695340,64	69361295,98	48163721,73	ماعدا قيم جاهزة) - (د.ق.أ. ماعدا سلفات مصرفية)

4 697 942,31	8 642 338,23	-23 725 635,27	-2 091 786,97	احتياجات رمع الدائم
29430595,31 0	27382583,82 0	31126248,56 0	53448639,78 0	قيم جاهزة - سلفات مصرفية
29 430 595,31	27 382 583,82	31 126 248,56	53 448 639,78	الخزينة

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانية المالية المفصلة

### 1. بالنسبة لرأس المال العامل الدائم:

نلاحظ خلال فترة الدراسة (2014-2017) قيمة رأس المال العامل الدائم موجبة، مما يدل على أن الأموال الدائمة تغطي الأصول الثابتة أي هناك فائض (المؤسسة تتوفر على هامش أمان)، مما يفسر ذلك بتوازن مالي مريح، يزيد من ثقة المتعاملين الماليين مع مؤسسة مطاحن مرمورة-قالمة-.

### 2. بالنسبة لرأس المال العامل الخاص:

نلاحظ أن قيمة رأس المال العامل الخاص موجبة في سنة 2014 هذا يعني أن المؤسسة قادرة على تمويل أصولها الثابتة من مواردها الخاصة دون الإعتماد على موارد خارجية، كما نلاحظ خلال السنوات 2015 و 2016 و 2017 مؤسسة مطاحن مرمورة-قالمة- تتوفر على رأس مال عامل خاص سالب مما يشير إلى عدم قدرة المؤسسة على تغطية الأصول الثابتة عن طريق الأموال الخاصة، نظرا لارتفاع قيمة الأصول الثابتة مقارنة بالأموال الخاصة.

### 3. بالنسبة لرأس المال العامل الإجمالي:

إن القيمة المعتمدة لرأس المال العامل الإجمالي خلال السنتين 2014 و 2015 مقارنة برأس المال العامل الأجنبي، يدل على امتلاك المؤسسة لسيولة معتبرة خلال هذه الفترة، كما نلاحظ خلال السنتين 2016 و 2017 أن قيمة رأس المال العامل الإجمالي أقل من قيمة رأس المال العامل الأجنبي، ويفسر ذلك بعدم امتلاك المؤسسة لسيولة معتبرة.

### 4. بالنسبة لرأس المال العامل الأجنبي:

إن القيمة المنخفضة لرأس المال العامل الأجنبي مقارنة بالأموال الخاصة لسنة 2014 دليل على أن المؤسسة مستقلة ماليا أي عدم تدخل الأطراف الخارجية في سياستها، وكذلك تعني بأن المؤسسة بإمكانها

الحصول على قروض إضافية، كما نلاحظ خلال الفترة 2015-2017 أن قيمة رأس المال العامل الأجنبي مرتفعة مقارنة بالأموال الخاصة، وهذا يدل على أن المؤسسة غير مستقلة ماليا في هذه الفترة.

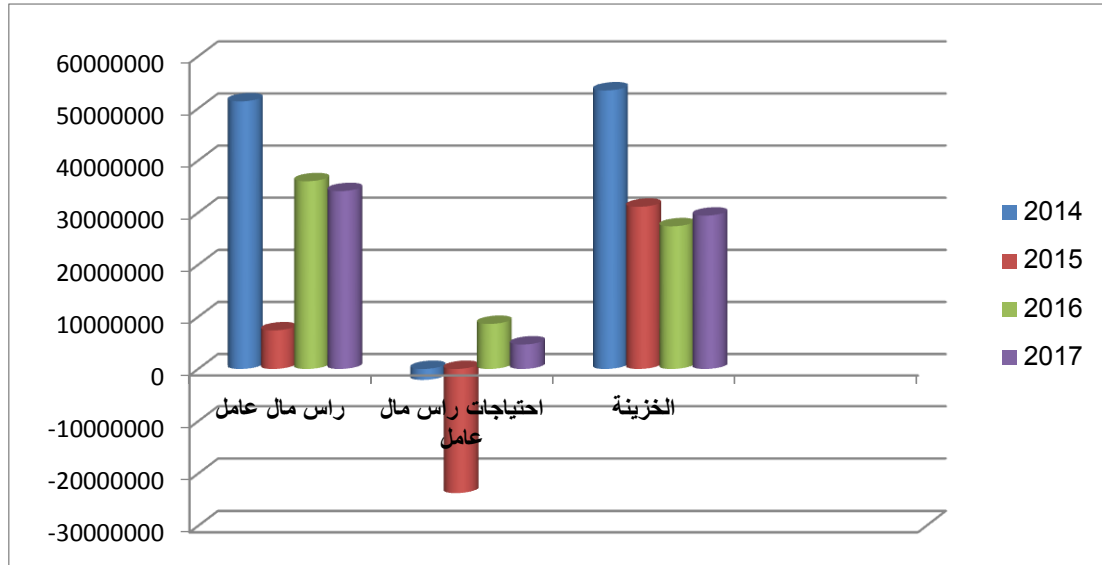
##### 5. بالنسبة لإحتياجات رأس المال العامل الدائم:

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه قيمة احتياجات رأس المال العامل الدائم موجبة خلال السنتين 2016 و 2017، وهو مؤشر على وجود هامش أمان في المؤسسة، كما نلاحظ خلال السنتين 2014 و 2015 قيمة هذا المؤشر سالبة، فعلى المؤسسة توفير أموال دائمة تستخدمها لتغطية هذا الجزء من الأصول المتداولة، وهذا لضمان توازنها المالي قصير الأجل.

##### 6. بالنسبة للخزينة:

من خلال النتائج المتحصل عليها نلاحظ خلال فترة الدراسة (2014-2017) قيمة الخزينة موجبة وهذا يدل أن هناك فائض في السيولة والمؤسسة في حالة جيدة، مع ضرورة تسير أفضل للخزينة للحصول على نواتج مالية تزيد من مردوديتها.

الشكل رقم (12): التمثيل البياني لمؤشرات التوازن المالي للمؤسسة.



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول السابق

بالرغم من أن خزينة المؤسسة موجبة خلال فترة الدراسة مما يدل على أن المؤسسة في حالة جيدة، إلا أن ذلك لا يكفي، حيث نلاحظ انخفاض في احتياجات رأس المال العامل في السنتين 2014 و 2015، إذن فعلى المؤسسة توفير أموال دائمة تستخدمها لتغطية هذا الجزء من الأصول المتداولة، وهذا لضمان توازنها المالي قصير الأجل خلال هاتين السنتين.

## المبحث الثالث: العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة مؤسسة مرمورة-قائمة- للفترة 2014-2017:

بعد تشخيص الهيكل المالي للمؤسسة واستخلاص الإستراتيجية التمويلية المعتمدة من طرفها (القرارات التمويلية)، سنخرج إلى تحديد قيمة المؤسسة وفق طريقة الأصول المحاسبية الصافية المصححة لنخلص في النهاية إلى ما إن كان للهيكل التمويلي أثر على قيمة المؤسسة.

### المطلب الأول: إعادة تقييم الأصول:

سنقوم من خلال هذا المطلب بتقييم كل عنصر من عناصر الأصول على حدا.

#### أولاً: تقييم الاستثمارات: تندرج ضمنها:

1. الأصول المعنوية: تشمل عملية إعادة التقييم وتصحيح عناصر الميزانية العناصر الغير المادية وعند دراسة قيمة الأصول المعنوية والتي تتعلق ببرامج معلوماتية، لم تسجل هذه الأخيرة أي تغير في قيمتها (التاريخية).

2. تقييم الأراضي: يوجد جزء من الأراضي تم استغلاله لبناء المنشآت بينما بقي جزء كبير غير مبني تم استغلاله لأغراض أخرى، تنقسم مساحتها كمايلي:

- الأراضي العارية: 12 285 م<sup>2</sup>

- الأراضي المبنية: 10 315 م<sup>2</sup>

#### 1.2. الأراضي العارية: تتحدد الأراضي العارية كمايلي:

- تتوقف قيمة الأرض على مجموعة من العوامل: الموقع، العرض والطلب، وقابلية البناء... الخ.
- لقد تم تحديد قيمة الأرض بانجاز مقابلة مع الهيئات التالية: مصالح أملاك الدولة، الخبراء العقاريين، بالإضافة إلى مدير المحاسبة والمالية لمؤسسة مطاحن مرمورة.
- تقدير قيمة المتر المربع من الأرض: لقد أسفرت المقابلة مع الهيئات المختصة عن تقدير القيمة السوقية للمتر المربع من الأراضي العارية خلال الفترة الممتدة 2014-2017 ب: 5000 دج، 6000 دج، 7000 دج، 7500 دج.



جدول رقم (12): تقييم الأراضي العارية

السنوات	المساحة (م <sup>2</sup> )	سعر المتر المربع (دج)	القيمة السوقية (دج)
2014	12 285	5000	61 425 000
2015	12 285	6000	73 710 000
2016	12 285	7000	85 995 000
2017	12 285	7500	92 137 500

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على المعلومات المقدمة .

2.2. الأراضي المبنية: تم تحديد القيمة السوقية للأراضي المبنية من خلال المعادلة التالية:

القيمة السوقية للأرض المبنية: مساحة الأرض المبنية × سعر المتر المربع × معدل التخفيض

جدول رقم (13): تقييم الأراضي المبنية

السنوات	المساحة (م <sup>2</sup> )	سعر المتر المربع (دج)	معدل التخفيض	القيمة السوقية (دج)
2014	10 315	5000	25%	38 681 250
2015	10 315	6000	25%	46 417 500
2016	10 315	7000	25%	54 153 750
2017	10 315	7500	25%	58 021 875

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على المعلومات المقدمة.

تم استعمال معامل التخفيض على الأراضي المبنية بسبب شغل الأرضية، وتم تقديره بنسبة 25% بالإعتماد على المعلومات المقدمة من طرف مديرية أملاك الدولة لولاية قالمة .

3. تقييم البنايات: من أجل تحديد القيمة التجارية للبنايات، تم أخذ بعين الاعتبار البنايات الجديدة المشابهة لها، والتي لها نفس المميزات والنشاط، وتم الأخذ بالسعر السوقي لها (بالنسبة للبنايات الجديدة)، وتحديد سعر تكلفة المتر المربع، وتدعى هذه الطريقة بالقيمة الجديدة.

كذلك تم إجراء مقابلة مع بعض مؤسسات البناء والأشغال العمومية ومديرية مصالح أملاك الدولة، وجد أن ثمن البنايات الجديدة يرتبط بـ:

– مكان البناء واستعماله؛

- طريقة البناء.

← عند تقدير ثمن المتر المربع من البناءات قمنا ببعض التخفيضات المتعلقة بـ:

- قدم البناءات؛

- حالة البناءات (جيدة، متوسطة، سيئة).

ويمكن تحديد القيمة التجارية بالمعادلة التالية:

$$\text{قيمة المباني الإجمالية} = \text{المساحة الإجمالية المبنية} \times \text{سعر المتر المربع} \times \text{معامل القدم} \times \text{زائد/ناقص القيمة}$$

بحيث: معامل القدم للمبنى = 1 - (1/ سنة الدراسة - سنة البناء).

الجدول رقم (14): تقييم البناءات

السنوات	المساحة الإجمالية (م <sup>2</sup> )	سعر المتر المربع (دج)	حالة المباني	معامل المقدم	زائد/ناقص القيمة	القيمة السوقية (دج)
2014	10 315	30000	متوسطة	0,9410	10%	29 119 245
2015	10 315	31000	متوسطة	0,9440	12%	36 222 979,2
2016	10 315	32000	متوسطة	0,9470	12%	37 510 291,2
2017	10 315	32000	متوسطة	0,95	15%	47 036 400

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على المعلومات المقدمة.

**4. تقييم الاستثمارات المادية الأخرى:** لا تختلف الطريقة المستعملة في هذا النوع من الاستثمارات عن سابقتها في المباني؛ بحيث يتم تحديد قيمة بعض الآلات والمعدات في سوق الأدوات المستعملة بالإعتماد على:

- وجود خبراء لهذا النوع من التقييم؛

- إيجاد الآلات من نفس النوع والعلامة والطبيعة... الخ.

ورغم الصعوبات التي تواجه هذه الطريقة إلا أنها تعتبر الأكثر موضوعية، وقد تم تحديد القيمة السوقية لهذه الاستثمارات عن طريق المعلومات المقدمة من طرف وكالة التأمين CAAR التي تتعامل معها مؤسسة مطاحن مرمورة-قالمة-.

الجدول رقم (15): تقييم المعدات والاستثمارات الأخرى:

السنة	القيمة السوقية (دج)
2014	9 596 580.25
2015	48 620 135.94
2016	49 340 269.62
2017	150 669 610.98

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على المعلومات المقدمة.

**ثانيا: تقييم المخزونات:** وبما ان المؤسسة تتميز بدورة استغلال قصيرة وسرعة دوران مخزون تسمح بالتحول السريع إلى قيم قابلة للتحقيق، نجدها لا تطرح مشكلا في تقييم المخزون (عدم تغير القيم الحقيقية للمخزونات).

**ثالثا: تقييم الحقوق:** لا يتطلب تقييم الحقوق إلا إذا كان هناك مدينون محل شك في تسديد التزاماتهم اتجاه المؤسسة، وبما أن المؤسسة قادرة على استرجاع كل حقوقها خلال فترة الدراسة، فلم تشهد هذه القيمة أي إنخفاض.

### المطلب الثاني: تحديد قيمة مؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة- للفترة 2014-2017:

سيتم في هذا المطلب استخراج قيمة مؤسسة مطاحن مرمورة-قائمة- للفترة 2014-2017 وذلك من

خلال المعادلة التالية:

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{مجموع الأصول المصححة} - \text{مجموع الديون}$$

الجدول رقم (16): قيمة مؤسسة مطاحن مرمورة-قالمة- للفترة 2014-2017 .

2017	2016	2015	2014	البيان
658967,19	706804,17	296798,57	130141,66	التثبيات المعنوية
				التثبيات العينية
150159375	140148750	120127500	100106250	أراضي
47036400	37510291,20	36222979,20	29119245	مباني
150669610,98	49340269,62	48620135,94	9596580,25	استثمارات مادية أخرى
-	96392842,99	11027541,43	18395445,05	التثبيات الجاري انجازها
4078202,37	144404,09	144404,09	4287200,38	التثبيات المالية
21917087,75	31373201,84	25727988,97	32930300,60	مخزونات
17654856,93	29924749,01	19907671,74	13141634,16	حقوق
29430595,31	27382583,82	31126248,56	53448639,78	نفديات
421605095,5	412923896,7	293201268,5	261155436,9	مجموع الأصول المصححة
202437687,8	211423358	146426111,3	86792399,36	مجموع الديون
219167407,7	201500538,7	146775157,2	174363037,5	قيمة المؤسسة

المصدر من إعداد الطالبين بالإعتماد على المعلومات السابقة

**المطلب الثالث: استنتاج العلاقة بين القرار التمويلي وقيمة مؤسسة مطاحن مرمورة-**

**قالمة- للفترة 2014-2017:**

سنحاول في هذا المطلب دراسة تأثير القرار التمويلي على قيمة مؤسسة مطاحن مرمورة للفترة

2014-2017 بالإعتماد على تطور المزيج التمويلي الذي اختارته المؤسسة خلال فترة الدراسة.

لكن لا يمكن دراسة هذا الأثر على قيمة المؤسسة بمعزل عن عدة عوامل والتي تأثر على القيمة بطريقة غير مباشرة من بينها:

◀ **التضخم:** يتمثل التضخم في الإرتفاع المستمر للمستوى العام في لأسعار أي في زيادة قيمة التثبيات مما يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الأصول الثابتة مما يعظم من قيمة المؤسسة، وبحسب الديوان القومي للإحصاء بالجزائر فإن معدل التضخم عرف ارتفاع حاد خلال الفترة 2014-2017 وهذا يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة.

◀ **سعر الصرف:** شكل خطر للمؤسسة عند اللجوء إلى حيازة استثمارات جديدة (شراء آلات ومعدات) من خارج الوطن، مما لزم المسير إلى إتباع تقنيات من أجل تسيير هذا الخطر، وينتج عن مدى فعالية تطبيق هذه التقنيات تغير في قيمة المؤسسة.

◀ **التوسع الاستثماري:** عادة ما تلجأ المؤسسة إلى التوسع والنمو مما يتأتى عن ذلك رفع في رصيد التثبيات من خلال شراء مختلف الآلات والمعدات التي تحتاجها المؤسسة لممارسة نشاطها الإستثماري، مما يزيد من قيمة الأصول والتي ترفع من قيمة المؤسسة، وهو ما ينطبق على المؤسسة خلال السنتين الأخيرتين 2016 و 2017 .

وسنحاول فيما يلي دراسة تأثير عناصر المزيج التمويلي على قيمة المؤسسة خلال فترة الدراسة:

◀ **في سنة 2014:** اعتمدت المؤسسة في هيكلها التمويلي على:

- 61% من أموال الخاصة؛

- 39% من الديون (17% من الديون طويلة الأجل، 22% من الديون قصيرة الأجل).

وتم تقدير قيمة المؤسسة في هذه السنة ب 174 363 037,5 دج .

◀ **في سنة 2015:** شهدت تغير في توزيع الهيكل التمويلي، كما يلي:

- انخفضت نسبة الأموال الخاصة إلى 37%؛

- ارتفاع نسبة الديون إلى 63% تنقسم إلى (33% ديون طويلة الأجل، 30% ديون قصيرة الأجل)

بالإعتماد على هذا المزيج التمويلي المتقارب مابين الأموال الخاصة والديون الطويلة الأجل والقصير الأجل، تم تقدير قيمة المؤسسة ب 146 77 157,2 دج، أي أنها انخفضت مقارنة بسنة 2014، ويرجع سبب هذا الانخفاض إلى زيادة نسبة الديون قصيرة الأجل.

◀ في سنة 2016: شهدت مايلي:

- ثبات نسبة الأموال الخاصة عند 37%؛
- ارتفاع نسبة الديون طويلة الأجل إلى 47%؛
- انخفاض نسبة الديون قصيرة الأجل إلى 16%.

هذا المزيج في نسب الهيكل التمويلي أدى إلى ارتفاع قيمة مؤسسة مطاحن مرمورة - قالمة - والتي قدرت قيمتها ب 538,7 201 500 دج، ويرجع ذلك إلى ارتفاع نسبة الديون طويلة الأجل، والمستغلة في التوسع الاستثماري للمؤسسة .

◀ في سنة 2017: شهدت مايلي:

- استمرار ثبات نسبة الأموال الخاصة على حالها ب 37%؛
- ارتفاع نسبة الديون الطويلة الأجل إلى 52%؛
- انخفاض نسبة الديون قصيرة الأجل إلى 11%؛

هذا الإرتفاع في نسبة الديون طويلة الأجل وانخفاض نسبة الديون قصيرة الأجل أدى إلى زيادة قيمة مؤسسة مطاحن مرمورة - قالمة - هذه السنة والتي قدرت ب 219 167 407,7 دج (أعظم قيمة للمؤسسة) عادة ما يكون لزيادة حجم الديون الطويلة الأجل أثر سلبي على قيمة المؤسسة من منظور طريقة الأصول الصافية المصححة إلا أن هذا الأثر لا يمكن أخذه بمعزل عن الآثار الايجابية التي تنتج من الاعتماد على هذه الديون والتي تتكون أغلبها من القروض الاستثمارية من خلال إستفادة هذه الأخيرة من الوفورات الضريبية وكذلك حسن استعمالها (حيازة استثمارات) مما يزيد من مردودية هذه المؤسسة، وبالتالي تعظيم قيمتها السوقية.

## خلاصة:

من خلال الدراسة التطبيقية على مستوى مؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة- من مختلف جوانبها وخاصة المتعلقة بالجانب المالي للمؤسسة، وبعد إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، حاولنا دراسة تركيبية الهيكل المالي للمؤسسة خلال فترة الدراسة، حيث توصلنا بأن المؤسسة تستعمل في تمويل مختلف نشاطاتها الإستغلالية والإستثمارية على التنوع في مصادر التمويل وهو ما يعتبر كمؤشر لوجود إستراتيجية تمويلية تعتمد في الاختيار بين مصادر التمويل، وتمثل تكلفة التمويل أحد أهم معايير هذه الاستراتيجية، كما قمنا بتقييم المؤسسة بالإعتماد على طريقة صافي الأصول المصححة، توصلنا في الأخير إلى أن القرار التمويلي يؤثر ويعظم من القيمة السوقية لمؤسسة مطاحن مرمورة -قائمة- وذلك باختيار مزيج تمويلي يمكنها من الحصول على هيكل مالي مناسب تمثل فيه القروض الطويلة النسبة الأكبر وذلك بسبب ما تستفيده من وفورات ضريبية، من شأنها ان ترفع من مردودية المؤسسة وتعظم قيمتها السوقية.

# الخاتمة العامة



يعد القرار التمويلي أداة هامة ضمن الاستراتيجيات المالية التي تسعى من خلالها المؤسسات الاقتصادية إلى تحقيق أهدافها التي تتمحور أساساً حول مسعى تعظيم قيمتها من جهة وتدنية 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 اختيار أنسبها ومن ثم تشكيل هيكل مالي ينسجم مع واقع المؤسسة ويتمشى مع أهدافها المسطرة.

إن المؤسسات الاقتصادية الجزائرية كغيرها من المؤسسات مطالبة بإدراج قرارات التمويل ضمن الأدوات الفعالة الكفيلة بترشيد استخدام الموارد المستعملة فيها والتي ترفع من كفاءتها ولن يتأتى لها ذلك، إلا بعد دراسة بدائل التمويل المتاحة ومن ثم تحديد المعايير التي يتم على أساسها اختيار هيكل مالي مناسب يسمح بتعظيم قيمتها السوقية.

لذلك حاولنا في هذا البحث الإجابة على الإشكالية الرئيسية المتمثلة في: كيف يأتى قرار التمويل في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، وبغية تجسيدها على أرض الواقع، تم اختيار مؤسسة مطاحن مرمورة - قالمة - للقيام بالدراسة التطبيقية.

من أجل الإجابة على مختلف الأسئلة الفرعية المرتبطة بالإشكالية الرئيسية، تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول؛ الفصل الأول تناولنا فيه إستراتيجية اتخاذ القرار التمويلي في المؤسسة الاقتصادية؛ أما الفصل الثاني تناولنا فيه الهيكل التمويلي والنظريات المفسرة لتأثيره على قيمة المؤسسة الاقتصادية؛ وفي الأخير الفصل التطبيقي تم القيام فيه بإجراء دراسة تطبيقية حول الهيكل التمويلي وقيمة مؤسسة مطاحن مرمورة - قالمة - مبررين بذلك تأثير اتخاذ القرار التمويلي على الهيكل التمويلي للمؤسسة، واستنتاج العلاقة بين القرار التمويلي وقيمة المؤسسة للفترة 2014-2017.

بعد إنهاء مختلف تطلعات هذا البحث الذي حاولنا في ثناياه الإجابة على الإشكالية المطروحة آنفاً، تم التوصل إلى جملة من النتائج يمكن سردها وفق النقاط التالية:

- تتاح أمام المؤسسة عدة مصادر لتمويل احتياجاتها، وكذا معرفة مزاياها وعيوبها يساعد على اتخاذ قرار يسمح باختيار مزيج تمويلي يلائم أهداف المؤسسة؛
- يتم اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة الذي يتناسب مع استراتيجياتها وسياساتها التمويلية والذي يحقق أقل تكلفة وأعلى عائد (مردودية)، عندها نكون بصدد تحقيق الهيكل التمويلي الأمثل الذي يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة؛

## الذاتمة العامة

- اختيار الهيكل التمويلي المناسب للمؤسسة يكون وفق محددات تعتمد على المؤسسة، والمتمثلة في تكلفة التمويل، المردودية المحققة من عملية مزج كل موارد التمويل المتاحة للمؤسسة، نمو المؤسسة، سيولة المؤسسة، وحجم المؤسسة بالإضافة إلى المرونة في تغيير هيكلها التمويلي عند الحاجة؛
  - يعتبر التمويل الذاتي أفضل وسيلة للتمويل وأقلها تكلفة، لكن يكون في معظم الأحيان غير كاف لتغطية احتياجات المؤسسة، ولا يمكن للمؤسسة الإكثار من حجز النتيجة خلال عدة سنوات لرفعه؛
  - تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة في حال عدم كفاية حاجياتها، ويتميز هذا النوع من التمويل بانخفاض تكلفته مقارنة بالتمويل عن طريق الملكية، كما يوفر للمؤسسة ميزة الاستفادة من الوفورات ضريبية؛
  - تستفيد المؤسسة من القروض طويلة الأجل في زيادة قيمتها بمقدار القيم الحالية للوفورات التي تستفيد منها وتتاح لها بالإضافة إلى زيادة مردوديتها؛
  - تراجع نصيب الأموال الخاصة في الهيكل التمويلي للمؤسسة لا يؤدي بالضرورة إلى زيادة إمكانية إفلاس مؤسسة مطاحن مرمورة -قالمة- وذلك لاستفادة المؤسسة من الأثر الإيجابي للرفع المالي، وامتلاكها طاقة استدانة عالية وقدرة تسديد معتبرة؛
  - تعتمد مؤسسة مطاحن مرمورة -قالمة- بشكل كبير على الاستدانة في تشكيل هيكلها التمويلي من أجل الاستفادة من الوفورات الضريبية التي تنجر عنها، بالإضافة إلى الدعم والتخفيضات التي تتلقاها من طرف الدولة عند اعتمادها على القروض الاستثمارية (طويلة الأجل).
- في بداية دراستنا قمنا بطرح فرضية فحواها أن قرار التمويل يعظم من قيمة المؤسسة من خلال اختيار مزيج تمويلي بأقل تكلفة ويحقق أكبر عائد مما يسمح بتعظيم قيمتها السوقية، ومن خلال ما توصلنا إليه تم تأكيد صحة الفرضية، حيث أن المؤسسة محل الدراسة اعتمدت على مزيج تمويلي من مختلف مصادر التمويل بناء على عدة معايير تمثل تكلفة التمويل المعيار الأبرز، لتشكل هيكل تمويل مناسب تمثل فيه القروض طويلة الأجل النسبة الأكبر بسبب ما تستفيده من وفورات ضريبية تزيد من عوائد المؤسسة والتي من شأنها أن تعظم القيمة السوقية للمؤسسة.
- ومن خلال الدراسة والنتائج المتوصل إليها يمكننا الخروج بالتوصيات التالية:
- تخلي الدولة عن الإستمرار في دعم المؤسسات العمومية وإصلاح الخلل في هيكلها المالية، وبالتالي التوجه إلى الخصخصة لأن ذلك سوف يزيد من تنافسية المؤسسات الاقتصادية والسعي لتعظيم الأرباح ورفع القيمة السوقية فينعكس ذلك بالإيجاب على الإقتصاد الوطني؛

## الختامة العامة

- يجب على مؤسسة مطاحن مرمورة-قالمة- التعامل بالشفافية في الإفصاح عن القوائم المالية لأن ذلك يمكنها من إيجاد الحلول للعثرات المالية التي قد تواجهها مستقبلا؛
- نوصي المؤسسة بتنويع مصادر التمويل وتقليل اعتمادها على الإئستدانة بالدرجة الأولى، رغم أنها تستفيد من أثر الرفع المالي وذلك لضمان استقلاليتها المالية وسلطة اتخاذ القرار؛
- إصلاح النظام المالي وخلق منتجات مالية مختلفة، فتنشيط السوق المالي وتطويره هو الدعامة الأساسية لإعادة هيكل الاقتصاد؛
- التخفيف من شروط الدخول إلى البورصة وفتح السوق المالية أمام المؤسسات، بهدف تفعيل حركة السوق المالية والوصول إلى سوق مالية ذات كفاءة؛
- وكغيره من البحوث يحتاج هذا البحث جهود إضافية حتى يكتمل وبناء على ما توصل إليه من خلال البحث، لا تزال بعض النقاط مجهولة يمكن أن تكون مواضيع لبحوث أخرى واشكالية تنتظر المعالجة، والتي نذكر منها مايلي:
- مدى تطابق الطروحات النظرية والتطبيقية الشائعة في الأدبيات المالية على السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية.
- إمكانية لجوء المؤسسات التي تأمل في تحسين هيكلها المالي إلى البورصة.
- المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات الإقتصادية عند لجوئها للإئستدانة.

وفي الختام الحمد لله ونسأل الله التوفيق والسداد.

# المراجع

## المراجع باللغة العربية

- ❖ الكتب
- ❖ المذكرات
- ❖ المجلات
- ❖ الملتقيات

## المراجع باللغة الفرنسية

- ❖ الكتب

## مواقع الإنترنت

## المراجع باللغة العربية:

### ❖ الكتب:

1. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
2. أشواق بن قدور، تقييم المؤسسات وفقا لرأس المال غير مادي، دار الرؤية للنشر والتوزيع، 2013.
3. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.
4. بربان كويل، هيكل رأس مال الشركات، دار الفاروق، الطبعة الأولى، مصر، 2006.
5. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2005.
6. حمزة الشخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 1998.
7. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2008.
8. دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج، عمان، الأردن، 2006.
9. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
10. رضوان العامر وليد، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 1997.
11. سالم عبد الله، الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة، القاهرة، مصر، 1996.
12. سعد طه علام، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، دار طيبة، الطبعة 2، عمان، الأردن، 2004.
13. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997.
14. سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.
15. شبايكي سعدان، تقنيات المحاسبة حسب المخطط الوطني المحاسبي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
16. شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر. 1993.
17. طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
18. طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، مصر، 2000.
19. طارق عبد العال حماد، التقييم: وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.

- 
20. عبد الحميد عبد المطلب، البنوك الشاملة، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2000.
- 
21. عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 
22. عبد الغفار الحنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 
23. عبد المعطى رضا، رشيد وآخرون، إدارة الائتمان، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، الأردن، 1999.
- 
24. عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008.
- 
25. عبيد علي احمد حجازي، مصادر التمويل "مع شرح لمصدر القروض وبيان كيفية معاملته ضريبيا"، دار النهضة العربية، بيروت، 2001.
- 
26. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة 2، دار المسيرة والتوزيع والطباعة، الأردن، 2007.
- 
27. عدنان تايه النعيمي وراشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار الياروزي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 
28. عدنان تالية النعيمي وياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 
29. علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، مكتبة الرائد العلمية، الأردن، 2002.
- 
30. فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 
31. فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسيوط، مصر، 2007.
- 
32. مبارك لسلوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 
33. محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، الجزء الأول، طبعة 1، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011.
- 
34. محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2008.
- 
35. محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكات، السعودية، 1999.
- 
36. محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة المالية التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الظهران، السعودية، 1993.
-

37. محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، سنة 1999 .
38. محمد صالح الحناوي وسمية ققرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 1996.
39. محمد صالح الحناوي وآخرون، الإستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
40. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الثانية، عمان، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2000.
41. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار أجنادين للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
42. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
43. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1998.
44. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة 6، كلية التجارة، جامعة طنطا، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007.
45. ناصر داداي عدون، تقنيات مراقبة التسيير: التحليل مالي، الجزء الأول، مطبعة دار البعث، 1990.
46. ناصر داداي عدون، تقنيات مراقبة التسيير: التحليل المالي، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1999.
47. نظير رياض ومحمد الشحات وآخرون، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر، 2001.
48. نور الدين خبابة، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، لبنان، الطبعة الأولى، 1997.
49. نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2003.
50. هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص37.
51. هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2000.

## ❖ المذكرات:

1. بلكيف إسماعيل وسعدون الحسين، مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسة: دراسة تطبيقية لتعاونية الحبوب والخضر الجافة لولاية البويرة، رسالة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، قسم العلوم التجارية، جامعة البويرة، 2014-2015.
2. بلال كيموش، الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص دراسات مالية محاسبية معمقة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2010-2011.
3. بن حمو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخوصصة: دراسة حالة مؤسستي صيدال والاوراسي، رسالة الدكتوراه، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة تلمسان، 2015-2016.
4. بن شرشار أحمد ونواورية جمال الدين، طرق التقييم المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة ميدانية بالمؤسسة الوطنية لصناعة الرخام (وحدة قالمة)، مذكرة لنيل شهادة الليسانس، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قالمة، 2013-2014.
5. بن شعبان عصام، بوقريوة حسين، اتخاذ قرار التمويل من قراءة القوائم المالية وفق SCF، رسالة ماجستير، علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قالمة، 2014.
6. بن عودة صبرينة وعلواش سعدية، دور لوحة القيادة في ترشيد قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير، علوم التجارية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة البويرة، 2015.
7. بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة: دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
8. حسناء هميلي ورميساء معلم، القرارات التمويلية الإستراتيجية في تعظيم قيمة المؤسسة: دراسة حالة المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز "سونلغاز"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة، 2016-2017.
9. راضية قريوع، محددات اختيار الهيكل الأمثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المديرية الجهوية للمنطقة الصناعية "Drik سكيكدة"، رسالة ماجستير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2016-2017.
10. سارة مجدوب وياسمين بوحصان، دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في السوق المالي، رسالة الماجستير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قالمة، 2014-2015.



---

11. شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، رسالة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس، 2009-2010.

---

12. عبد القادر بوعزة، التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة: دراسة حالة مؤسسة صيدال، رسالة ماجستير، معهد علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة الجزائر، 2004.

---

13. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، رسالة الماجستير، تخصص مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2008-2009.

---

14. غنية بوريعة، محددات إختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة "دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز"، رسالة ماجستير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012.

---

15. محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراة، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2016.

---

16. نظيرة قلادي، دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 2011.

---

17. هاجر بورصاص، ريمة نوارى، الإدارة المالية ومصادر التمويل في المؤسسة، رسالة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، فرع علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قالمة، 2011-2012.

---

18. هاجر عزوز، دور القروض البنكية في تمويل وترقية المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماستر، جامعة تبسة، 2012-2013.

---

#### ❖ المجلات:

---

1. علال بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، مجلة علمية محكمة العدد الاقتصادي رقم 21 أ، جامعة عمار تليجي-الأغواط-، 2014.

---

2. عمار زيتوني، مصادر تمويل المؤسسات مع دراسة للتمويل البنكي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 09، جامعة محمد خيضر، بسكرة، مارس 2006.

---

3. غازي فلاح مومني وعلي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي لشركات الأعمال: دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 38،

---

العدد2، 2001.

4. محمود علي الجبالي، تقييم الأصول الثابتة لأغراض الخصخصة حالة مؤسسة سكة حديد العقبة في الأردن، مجلة الباحث، العدد 10، 2012.

5. منير إبراهيم هندي، تأثير الوفورات الضريبية، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على الاقتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة، المجلة العلمية، العدد 1، كلية الاقتصاد، جامعة قطر، 1990.

6. نبيلة سهايلية وجبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات العدد 5، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2017.

#### ❖ الملتيقيات:

1. نعيمة غلاب، زينات دراجي، تحليل مقاربات تقييم المؤسسات، الملتقى الدولي: اقتصاديات الخصوصية والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، أكتوبر 2004.

#### ❖ المراجع باللغة الأجنبية:

1. Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Christophe Pérignon, « Marchés Financiers: Gestion De Portefeuille Et Des Risques», Dunod 06 Eme Edition ,Paris, 2014.
2. Brillman Et C.Maire, « Manuel d'évaluation des entreprises »,Les éditions Dorganisation, Paris,1987.
3. Catherine Deffains-Crapsky, « Comptabilité général, 4eme édition», Bréal, Paris, 2006.
4. Claude-Annie DUPLAT, «Evaluez votre entreprise», Vuibert, 2007.
5. Emmanuel Tchemeni, «L'évaluation des entreprises», 3<sup>ème</sup> édition, Economica, 2003.
6. Florence Pierre, «Valorisation d'entreprise et théorie financière», Editions d'organisation, 2003.
7. Georges Legros, «L'évaluation des entreprises», 2e édition, Dunod, Paris, 2015.
8. Giovanoli Mario , « le crédit Bail en europe: developement et nature juridique », libraires techniques, Paris, 1980.
9. Jacques Teulie, Patrick Topsacalian , « Finance » , 4ème Edition, Vuibert, 2005.
10. Jean-Claude Tournier, Jean Baptiste Tournier, « Evaluation d'entreprise, que vaut une entreprise? », Editions d'organisation, 2007.
11. Jean-Etienne Palard, Franck Imbert, «Guide pratique d'évaluation d'entreprise », Edions Eyrolles,2013.
12. Jean Marie Gagnon, Nabil Khouri , « Traité de gestion financière », 3e édition , Gaëtan Mourin, Québec, 1988.

- 
13. Jonathan Berk, Peter Demazro, « Finance D'entreprise », Pearson Education Edition, France, 2008.

---

  14. Patrice Vizzavona, « gestion financiere analyse prévisionnelle », 8eme ed-berti,1994.

---

  15. Patrice Vizzavona, « Exercices corrigés de gestion financière et d'évaluation des entreprises », Berti éditions.

---

  16. Pierre Conso, Farouk Hemici, «Gestion financière de l'entreprise », 11ème édition, Dunod, Paris, 2005.

---

  17. Robert Goffin, « principes de finance moderne », 6e édition, Economica, 2012.
- 

❖ مواقع الإنترنت:

- 
1. [http://www.onefd.edu.dz/nouveau\\_3as/...nt%20L\\_001.pdf](http://www.onefd.edu.dz/nouveau_3as/...nt%20L_001.pdf), 02/04/2019, 21:52.

---

  2. <https://fr.scribd.com/document/82171597/>, 09/06/2019, 19:19.

---

  3. <https://specialties.bayt.com/fr/specialties/q/114512/>, 13/03/2019, 07:15.

---

  4. <https://aliqtisadi.com/928146-%d9%8-%d8%a7%d9%84%d8%a3%d%a%d%/.....> 13/03/2019, 08:23.
-

## Bilan Actif

Arrêté à : Clôture < Etat Définitif >  
 Identifiant Fiscal : 099724269079300

Libellé	Not	Brut	Amort. / Prov.	Net	Net (N-1)
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles		185 916,67	55 775,01	130 141,66	148 733,33
Immobilisations corporelles		199 294 748,30	96 779 996,78	102 514 751,52	96 905 859,13
Immobilisations en cours		18 395 445,05		18 395 445,05	
Immobilisations financières					
Titres filiales					
<i>Titres mis en équivalence</i>					
<i>Autres participations et créances rattachées</i>					
<i>Autres titres immobilisés</i>					
<i>Prêts et autres actifs financiers non courants</i>		144 404,09		144 404,09	144 404,09
<i>Impôts différés actif</i>		4 142 796,29		4 142 796,29	4 693 317,14
Groupe d'actifs à externaliser					
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>222 163 310,40</b>	<b>96 835 771,79</b>	<b>125 327 538,61</b>	<b>101 892 313,69</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
Stocks et encours		32 930 300,60		32 930 300,60	30 929 547,11
Créances et emplois assimilés					
Créance de parafiscalité céréalière					
<i>Clients</i>		10 917 460,03	4 884 948,71	6 032 511,32	7 077 965,93
Groupe et associés					
<i>Autres débiteurs</i>		4 940 411,75		4 940 411,75	3 921 561,62
<i>Impôts et assimilés</i>		2 168 711,09		2 168 711,09	1 227 054,54
<i>Autres créances et emplois assimilés</i>					
Disponibilités et assimilés					
<i>Placements et autres actifs financiers courants</i>					40 000 000,00
<i>Trésorerie</i>		53 448 639,78		53 448 639,78	3 247 240,61
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>104 405 523,25</b>	<b>4 884 948,71</b>	<b>99 520 574,54</b>	<b>86 403 369,81</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>326 568 833,65</b>	<b>101 720 720,50</b>	<b>224 848 113,15</b>	<b>188 295 683,50</b>

## Bilan Passif


Arrêté à : Clôture < Etat Définitif >  
 Identifiant Fiscal : 099724269079300

Libellé	Not	Exercice	Exercice Précédent
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>			
Capital émis		135 000 000,00	135 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves / (Réserves consolidées(1))		21 118 097,07	7 718 317,97
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net / (Résultat net part du groupe (1))		-10 406 470,19	-7 655 913,09
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-7 655 913,09	13 399 779,10
Autre fonds propres(differences de consolidation)			
Subventions reçues,charges,produits comptabilisés d'avance			
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
Liaisons inter unités			
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES I</b>		<b>138 055 713,79</b>	<b>148 462 183,98</b>
<b><u>PASSIFS NON-COURANTS</u></b>			
<b>Emprunts et dettes financières</b>		<b>23 724 445,05</b>	
Emprunts d'investissement		23 724 445,05	
Crediteurs financiers- passif non courant			
<b>Autres dettes non courantes</b>			
Dettes rattachées à des participation			
Impôts différés passif		1 069 060,28	1 458 558,47
Provisions et produits constatés d'avance		13 835 172,30	13 455 685,91
Créditeurs passif courant			
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>38 628 677,63</b>	<b>14 914 244,38</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>			
Parafiscalité cerealière			
Fournisseurs et comptes rattachés		26 884 335,88	2 474 990,81
Operation Groupe		15 936 332,16	15 936 332,16
Impôts		121 137,66	1 403 764,67
Autres dettes		5 221 916,03	5 104 167,50
Trésorerie Passif			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>48 163 721,73</b>	<b>24 919 255,14</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>224 848 113,15</b>	<b>188 295 683,50</b>
(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés			

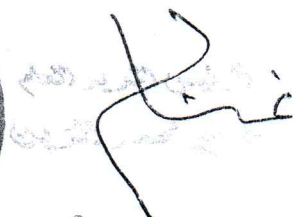
### Bilan Actif

Arrêté au : 31 Décembre < Etat Définitif >  
Identifiant Fiscal :099724269079300

Libellé	Note	Brut	Amort/Prov.	Net	Net (N-1)
<b>ACTIF NON COURANTS</b>					
cart d'acquisition ( ou goodwill)	A1	380 915,17	84 116,60	296 798,57	130 141,66
immobilisations incorporelles	A2	238 220 157,23	94 342 965,39	143 877 191,84	102 514 751,52
immobilisations corporelles	A3	11 027 541,43		11 027 541,43	18 395 445,05
immobilisations en cours					
immobilisations financières					
Titres filiales					
Titres mise en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prets et autres actifs non courants	A4	144 404,09		144 404,09	144 404,09
Impôts différés actif	A5				4 142 796,29
Groupe d'actifs à externaliser		6 300 593,41	6 300 593,41		
<b>TOTAT ACTIF NON COURANT</b>	<b>A6</b>	<b>256 073 611,33</b>	<b>100 727 675,40</b>	<b>155 345 935,93</b>	<b>125 327 538,61</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
stocks et encours	A7	25 727 988,97		25 727 988,97	32 930 300,60
Créances et emplois assimilés					
Créances de parafiscalité céréalière					
Clients	A8	12 456 205,37	4 884 948,71	7 571 256,66	6 032 511,32
Groupe et associés					
Autres débiteurs	A9	8 738 736,01		8 738 736,01	4 940 411,75
Impôts et assimilés	A10	3 597 679,07		3 597 679,07	2 168 711,09
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie	A11	31 126 248,56		31 126 248,56	53 448 639,78
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>A12</b>	<b>81 646 857,98</b>	<b>4 884 948,71</b>	<b>76 761 909,27</b>	<b>99 520 574,54</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>A13</b>	<b>337 720 469,31</b>	<b>105 612 624,11</b>	<b>232 107 845,20</b>	<b>224 848 113,15</b>

  
 مدير الحسابات والمالية  
 بين شوارص





**Bilan Passif**

Arrêté au : 31 Décembre < Etat Définitif >

Identifiant Fiscal :099724269079300

Libellé	Note	Exercice	Exercice Précédent
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Cpital émis	P1	135 000 000,00	135 000 000,00
Capital non appeié			
Primes et réserves/(Réserves consolidées(1))	P2	21 118 097,07	21 118 097,07
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net /(Résultat net part du groupe (1))	P3	-49 300 243,88	-10 406 470,19
Autres capitaux propres-Report à nouveau	P4	-21 136 119,29	-7 655 913,09
Autre fonds propres ( différences de consolidation )			
Subvention reçues charges,produits compteabilisés d'avance			
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
Liaisons inter unités			
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES I</b>	P5	<b>85 681 733,90</b>	<b>138 055 713,79</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières	P6	57 644 385,67	23 724 445,05
Emprunts d'investissement	P7	57 644 385,67	23 724 445,05
Crediteurs financiers -passif non courant			
<b>Autre dettes non courantes</b>			
Dettes rattachées à des participation			
impôts différés passif	P8		1 069 060,28
Provisions et produits constatées d'avance	P9	19 420 429,65	13 835 172,30
Crediteurs passif courant			
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANT II</b>	P10	<b>77 064 815,32</b>	<b>38 628 677,63</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Parafiscalité cerealière			
fournisseurs et comptes rattachés	P11	30 908 409,45	26 884 335,88
Opération Groupe	P12	15 936 332,16	15 936 332,16
Impôts	P13	3 155 041,93	121 137,66
Autres dettes	P14	19 361 512,44	5 221 916,03
Trésorie Pssif			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>	P15	<b>69 361 295,98</b>	<b>48 163 721,73</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	P16	<b>232 107 845,20</b>	<b>224 848 113,15</b>

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'état financiers consolidés

مدير المالية والمحاسبة  
يحيى مرمورا



عبدالله

## Bilan Actif

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >  
 Identifiant Fiscal : 099724269079300

Libellé	Not	Brut	Amort. / Prov.	Net	Net (N-1)
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles		809 815,17	103 011,00	706 804,17	296 798,57
Immobilisations corporelles		244 033 547,23	97 030 526,78	147 003 020,45	143 877 191,84
Immobilisations en cours		96 392 842,99		96 392 842,99	11 027 541,43
Immobilisations financières					
Titres filiales					
<i>Titres mis en équivalence</i>					
<i>Autres participations et créances rattachées</i>					
<i>Autres titres immobilisés</i>					
<i>Prêts et autres actifs financiers non courants</i>		144 404,09		144 404,09	144 404,09
<i>Impôts différés actif</i>					
Groupe d'actifs à externaliser		6 300 593,41	6 300 593,41		
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>347 681 202,89</b>	<b>103 434 131,19</b>	<b>244 247 071,70</b>	<b>155 345 935,93</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
Stocks et encours		31 373 201,84		31 373 201,84	25 727 988,97
Créances et emplois assimilés					
Créance de parafiscalité céréalière					
<i>Clients</i>		17 856 111,80	4 884 948,71	12 971 163,09	7 571 256,66
Groupe et associés					
<i>Autres débiteurs</i>		7 412 689,78		7 412 689,78	8 738 736,01
<i>Impôts et assimilés</i>		9 540 896,14		9 540 896,14	3 597 679,07
<i>Autres créances et emplois assimilés</i>		2 039 728,02		2 039 728,02	
Disponibilités et assimilés					
<i>Placements et autres actifs financiers courants</i>					
<i>Trésorerie</i>		27 382 583,82		27 382 583,82	31 126 248,56
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>95 605 211,40</b>	<b>4 884 948,71</b>	<b>90 720 262,69</b>	<b>76 761 909,27</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>443 286 414,29</b>	<b>108 319 079,90</b>	<b>334 967 334,39</b>	<b>232 107 845,20</b>



## Bilan Passif

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >  
 Identifiant Fiscal : 099724269079300

Libellé	Not	Exercice	Exercice Précédent
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>			
Capital émis		135 000 000,00	135 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves / (Réserves consolidées(1))		21 118 097,07	21 118 097,07
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net / (Résultat net part du groupe (1))		3 476 867,24	-49 300 243,88
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-70 436 363,17	-21 136 119,29
Autre fonds propres(differences de consolidation)			
Subventions reçues,charges,produits comptabilisés d'avance			
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
Liaisons inter unités		34 385 375,30	
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES I</b>		<b>123 543 976,44</b>	<b>85 681 733,90</b>
<b><u>PASSIFS NON-COURANTS</u></b>			
Emprunts et dettes financières		143 511 500,23	57 644 385,67
Emprunts d'investissement		143 511 500,23	57 644 385,67
Crediteurs financiers- passif non courant			
<b>Autres dettes non courantes</b>			
Dettes rattachées à des participation			
Impôts différés passif			
Provisions et produits constatés d'avance		13 216 517,08	19 420 429,65
Créditeurs passif courant			
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>156 728 017,31</b>	<b>77 064 815,32</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>			
Parafiscalité cerealière			
Fournisseurs et comptes rattachés		18 937 003,52	30 908 409,45
Operation Groupe		27 936 332,16	15 936 332,16
Impôts		4 920 072,87	3 155 041,93
Autres dettes		2 901 932,09	19 361 512,44
Trésorerie Passif			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>54 695 340,64</b>	<b>69 361 295,98</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>334 967 334,39</b>	<b>232 107 845,20</b>
(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés			

**BILAN ACTIF**

Exercice clos le 31 DECEMBRE 2017

U m. DA

ACTIF	Note	Montant Brut au 31/12/2017	Amortissem. & pertes de valeur	Montant Net au 31/12/2017	Montant Net au 31/12/2016
<b>ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)</b>					
Immobilisations incorporelles	A0	914 815,17	255 847,98	658 967,19	753 948,72
Immobilisations corporelles	A1	395 472 782,78	147 335 527,11	248 137 255,67	264 630 131,15
- Terrains	A1.1	82 331 160,00		82 331 160,00	82 331 160,00
- Bâtiments	A1.2	24 155 734,93	12 094 141,25	12 061 593,68	12 734 438,53
- Autres immobilisations corporelles	A1.3	288 985 887,85	135 241 385,86	153 744 501,99	169 564 532,62
Immobilisations en cours	A2				
Immobilisations financières	A3				
Titres mis en équivalence <sup>1</sup>					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés (D.A.T > 12 mois)				144 404,09	144 404,09
Prêts et autres actifs financiers non courant		144 404,09			
Impôts différés - Actif	A3.1	3 933 798,28		3 933 798,28	
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT (I)</b>		<b>400 465 800,32</b>	<b>147 591 375,09</b>	<b>252 874 425,23</b>	<b>265 528 483,96</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
Stocks et en cours		22 461 947,53	544 859,78	21 917 087,75	26 370 046,21
- Stocks matières premières et fournitures					
- Autres approvisionnements	A4.2				
Créances et emplois assimilés	A5				
Clients	A5.1	17 065 436,98	4 884 948,71	12 180 488,27	9 636 496,89
Groupe et Associés	A5.2	4 887 984,17		4 887 984,17	10 739 910,66
Autres débiteurs	A5.3	586 384,49		586 384,49	1 026 175,60
Impôts	A5.3				
Autres Créances et emplois assimilés	A5.4				
Disponibilités et assimilés	A6				
Placements et autres actifs financiers courant	A6.1				
Trésorerie active	A6.2	29 430 595,31		29 430 595,31	17 066 608,88
<b>TOTAL ACTIF COURANT (II)</b>		<b>74 432 343,48</b>	<b>5 429 808,49</b>	<b>69 002 539,99</b>	<b>64 839 238,24</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF (I + II)</b>		<b>474 898 148,80</b>	<b>153 021 183,58</b>	<b>321 876 965,22</b>	<b>330 367 722,20</b>

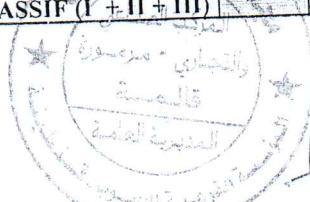
<sup>1</sup> Comptes à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

**BILAN PASSIF**  
Exercice clos le 31 Décembre 2017

Um: DA

PASSIF	Note	2017	2016
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>			
Capital émis		-	-
Primes et réserves			
Ecart de réévaluation			
Résultat net de l'exercice	P1	24 417 496,30	-2 724 622,96
Autres capitaux propres : Report à nouveau	P2		
Impact résultant du changement de méthodes et de référentiel			
Impact résultant des corrections comptables (assainissement)		95 021 781,08	102 114 901,40
Liaison Inter Unités			
<b>SITUATION NETTE (TOTAL I)</b>		<b>119 439 277,38</b>	<b>99 390 278,44</b>
<b><u>PASSIFS NON-COURANTS</u></b>			
Emprunts et dettes financières	P3	149 710 901,60	145 766 012,60
- Emprunts d'investissement		149 710 901,60	145 766 012,60
- Créiteurs Financiers -passif non courant			
Impôts différés - Passif			
Autres dettes non courantes	P4	17 852 783,87	12 902 517,45
Provisions et produits constatés d'avance		16 560 556,85	12 902 517,45
- Provisions pour pensions et obligations similaires		1 292 227,02	
- Autres provisions			
<b>TOTAL PASSIFS NON-COURANTS (TOTAL II)</b>		<b>167 563 685,47</b>	<b>158 668 530,05</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>			
Fournisseurs et comptes rattachés	P7	9 947 078,06	45 082 809,34
- Dettes sur immobilisations destinées à être cédées			
Fournisseurs matières premières	P8	15 936 332,16	
Opérations Groupe		697 507,33	1 037 107,76
Impôts exigibles	P9	8 293 084,82	26 188 996,61
Autres dettes			
Trésorerie Passive (concours bancaires courants - découvert)	P10		
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS (TOTAL III)</b>		<b>34 874 002,37</b>	<b>72 308 913,71</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF (I + II + III)</b>		<b>321 876 965,22</b>	<b>330 367 722,20</b>

*[Signature]*



*[Signature]*

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
REPUBLICQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

MINISTRE DE L'ENSEIGNEMENT  
SUPERIEUR ET DE LA  
RECHERCHE SCIENTIFIQUE  
UNIVERSITE 8 MAI 1945 GUELMA



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 8 ماي 1945 قالمة

FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES ET  
COMMERCIALES ET SCIENCES DE GESTION

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

DEPARTEMENT DE SCIENCES DE GESTION

قسم علوم التسيير

Ref : ..... D.G/F.S.E.C.S.G/UG/20.....

الرقم: 67... ق.ع.ت.ك.ع.ات.ع.ت.ج.ق/ 20..18.

Guelma le : .....

قالمة في : .....

إلى السيد: ..... من مودة.....

..... هيليو بولجيس ..... قالمة.....

الموضوع : ف/ي إجراء زيارة ميدانية أو تريبص

نحن رئيس قسم علوم التسيير نشهد بأن:

الطالب(ة): ..... زور يا عفة.....

الطالب(ة): ..... حجاجي علاء.....

مسجل(ة) بقسم علوم التسيير سنة (أولى)/(ثانية) ماستر. فرع: (علوم التسيير)/(علوم مالية)

تخصص: السنة الثانية ماستر لية المؤسسة في حاجة لأجراء زيارة ميدانية أو تريبص

بمؤسستكم.

موضوع الزيارة: ..... تأشير القرار القويبي في تعظيم قيمة المؤسسة

..... الاقتصادية.....

لذا نرجو من سيادتكم الموافقة لتحقيق هذه الغاية.

ولكم منا فائق التقدير والاحترام

رئيس القسم /ع



مساعد رئيس القسم المكلف بالبحوث  
والبحوث القسم بقسم علوم التسيير  
الدكتور: عبد السلام كلاوي

اسم و لقب و إمضاء الأستاذ المشرف

Dr Bencherif Toufik

تأشير المؤسسة المستقبلية

Disponible



## ملخص:

إن القرار التمويلي في المؤسسة الاقتصادية من أهم القرارات الإستراتيجية المتحكمة في تشكيلة الهيكل التمويلي الخاص بها، حيث تحرص على تكوين توليفة مناسبة من الأموال الخاصة وأموال الإستدانة بأقل تكلفة و أكبر عائد، لأن ترشيد القرار التمويلي ينعكس بالإيجاب على قيمة المؤسسة. وبينت نتائج الدراسة للفترة 2014-2017 في مؤسسة مطاحن مرمورة-قالمة- أنها تعتمد على المزج بين مختلف مصادر التمويل لتشكيل هيكل مالي أمثل ومناسب يعظم من قيمتها السوقية .

**الكلمات المفتاحية:** القرار التمويلي، قيمة المؤسسة، الهيكل التمويلي، الأموال الخاصة، أموال الإستدانة .

### **Abstract:**

The financing decision in the economic institution is one of the most important strategic decisions that govern the structure of its financing structure. It is keen to create a suitable combination of private funds and borrowing funds at the lowest cost and the greatest return, because the rationalization of the financing decision reflects positively on the value of the institution.

The results of the study for the period 2014-2017 at Mermoura-Guelma-Mills, indicate that they on mixing the various sources of finance to form an optimal and appropriate financial structure that maximizes their market value.

**Key words:** Funding Decision, Enterprise Value, Financing Structure, Private Funds, Borrowing Funds.