



كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

الرقم التسلسلي:/ 2018

قسم العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)
دفعة 2018

الميدان: علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير
شعبة علوم مالية ومحاسبة
تخصص مالية المؤسسة

عنوان المذكرة:

أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة مناجم الفوسفات تبسة

تحت إشراف الأستاذ:
- عطية عز الدين

من إعداد الطالبة:
- سعدي باهية

نوقشت أمام اللجنة المكونة من الأساتذة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الصفة
مدفوني مليكة	أستاذة محاضرة - ب-	رئيسا
عطية عز الدين	أستاذ مساعد - أ-	مشرفا ومقررا
بن عبود شادية	أستاذ مساعد - ب-	عضوا مناقشا

شكر و عرفان

الحمد لله كاشف الغمة، رازق للنعمة، ذو الفضل والمنة

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه

الحمد لله الذي أن هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله

نحمد الله كثيرا الذي وفقنا ويسر لنا انجاز هذا العمل المتواضع

كم يشرفني أن أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير إلى الأستاذ المشرف

عطية عز الدين الذي لم يبخل علينا بنصائحه القيمة التي مهدت لنا الطريق لإتمام هذا البحث

كما لا أنسى التقدم بخالص الشكر والتقدير مسؤول المحاسبة في مؤسسة مناجم الفوسفات

كما أتوجه بالشكر الجزيل إلى كل من ساعدني في انجاز هذا البحث سواء من قريب أو بعيد



الفهرس العام

	شكر وعرفان
	الاهداء
	فهرس المحتويات
	فهرس الأشكال
	فهرس الجداول
أ-هـ	مقدمة.....
1	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي والنظري للهيكل المالي.....
3	المبحث الأول: تطور مفهوم المؤسسة الاقتصادية.....
3	المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية.....
3	الفرع الأول: تعريف المؤسسة من المنظور الوحدوي:.....
4	الفرع الثاني: تعريف المؤسسة من المنظور الكلي:.....
5	المطلب الثاني: وظائف المؤسسة الاقتصادية.....
7	المطلب الثالث: اهداف المؤسسة.....
9	المبحث الثاني: تطور مفهوم المؤسسة الاقتصادية.....
9	المطلب الأول: تعريف الهيكل المالي.....
9	الفرع الأول: تعريف الهيكل المالي.....
10	الفرع الثاني: تعريف الهيكل المالي الأمثل.....
10	الفرع الثالث: سمات الهيكل المالي الملائمة.....
11	المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي.....
15	المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي.....
18	المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي.....
18	المطلب الأول: نظرية مودكيلاني وميلر (Modigliani et Miller).....
20	الفرع الأول: مزايا للاستدانة حسب نظرية المرجعية.....
21	الفرع الثاني : مساوى الاستدانة حسب نظرية المراجعة.....
23	المطلب الثاني : نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة.....
23	الفرع الأول : نظرية تكلفة الإفلاس.....
24	الفرع الثاني : نظرية الوكالة : La Théorie De L'argence.....
27	المطلب الثالث : نظرية الإشارة ونظرية التدرج التمويلي.....
27	الفرع الأول: نظرية الإشارة : (La Théorie du signal).....
28	الفرع الثاني: نظرية التدرج التمويلي.....

31	الفصل الثاني: علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة.....
33	المبحث الأول: ماهية قيمة المؤسسة.....
33	المطلب الأول : مفهوم القيمة.....
35	المطلب الثاني: مبادئ التقييم.....
36	المطلب الثالث : أهداف التقييم.....
38	المبحث الثاني : طرق قياس القيمة.....
38	المطلب الأول: مناهج قياس القيمة.....
42	المطلب الثاني: المؤشرات المحاسبية.....
44	المطلب الثالث: المؤشرات السوقية.....
47	المبحث الثالث: العلاقة بين الهيكل المالي والخيار الإستراتيجي.....
47	المطلب الأول: العلاقة بين المساهمين والمسيرين والهيكل المالي والخيار الإستراتيجي..
47	الفرع الأول: المساهمين.....
48	الفرع الثاني: المسيرين.....
49	المطلب الثاني: العلاقة بين هيكل الملكية والأداء الداخلي للمؤسسة.....
50	المطلب الثالث: علاقة المالي بالخيار الإستراتيجي.....
52	الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة مناجم الفوسفات خلال الفترة 2014-2016
54	المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة مناجم الفوسفات تبسة.(SOMIPHOS).....
54	المطلب الأول:التعريف بمؤسسة مناجم الفوسفات -تبسة. : (SOMIPHOS).....
56	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة مناجم الفوسفات(SOMIPHOS).....
58	المطلب الثالث: أهم القيم الثقافية السائدة في مؤسسة مناجم الفوسفات.....
59	المبحث الثاني: تحليل القوائم المالية.....
59	المطلب الأول: تحليل الميزانية خلال الفترة (2014-2016).....
62	المطلب الثاني : تحليل جدول حسابات النتائج.....
71	خاتمة.....
75	قائمة المصادر والمراجع.....
83	الملاحق.....

رقم الصفحة	الجدول	رقم
59	الميزانية المالية لمؤسسة مناجم الفوسفات خلال الفترة (2016-2014) جانب الأصول	جدول رقم 1-1
60	الميزانية المالية لمؤسسة مناجم الفوسفات خلال الفترة (2016-2014) جانب الأصول	جدول رقم 2-1
61	الميزانية المالية لمؤسسة مناجم الفوسفات خلال الفترة (2016-2014) جانب الأصول	جدول رقم 3-1
62	جدول حسابات النتائج خلال الفترة 2016-2014 للاحتمال الأول.	جدول رقم 1-2
64	جدول حسابات النتائج خلال الفترة 2016-2014 للاحتمال الثاني.	جدول رقم 2-2
66	حسابات النتائج خلال الفترة 2016-2014 للاحتمال الثالث.	جدول رقم 3-2
68	جدول يحوي نتيجة الصافية قبل التعديل وبعد التعديل	جدول رقم 4-2

رقم الصفحة	الشكل	الرقم
11	مصادر التمويل المختلفة	شكل رقم (1)
18	نموذج في حالة انعدام الضرائب. Modigliani et Miller معدل المردودية المطلوب	الشكل رقم (02)
19	نموذج Modigliani et Miller في حالة وجود ضرائب.	الشكل رقم (03)
22	القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية المراجعة	الشكل رقم 04
24	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وبين تكلفة الإفلاس	الشكل رقم 05
26	الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة	الشكل رقم 06
45	خط القيمة: Droite de la Valeur	الشكل رقم 07
45	مصفوفة: Mar akan Associâtes	الشكل رقم 08
56	الهيكل التنظيمي لشركة مناجم الفوسفات- تبسة -	الشكل رقم 09
63	تطور النتيجة الصافية في حالة 50% أموال خاصة.	شكل رقم 10
65	تطور النتيجة الصافية في حالة 70% أموال خاصة.	شكل رقم 11
67	تطور النتيجة الصافية في حالة 70% أموال خاصة.	شكل رقم 12
68	مقارنة مختلف وضعيات الهيكل المالي المفترضة بالهيكل المالي الحالي للمؤسسة.	الشكل رقم 13



مقدمة

يتميز النشاط الاقتصادي للمؤسسة بحركية دائمة تديرها الاستثمارات المختلفة، وباعتبار هذه الأخيرة العامل الأساسي الذي يسمح للمؤسسة بالبقاء والتطور، فإن المؤسسة الناجعة هي التي تحافظ على قدرتها الانتاجية عن طريق تحديد استثماراتها، هذا ما يتطلب منها البحث عن مصادر لتمويل احتياجاتها التي تسمح لها بمواجهة نشاطها وتجنبها الوقوع في الأزمات المالية، مثل العجز المالي. لذا تعد مسألة التمويل من بين أعقد المشكلات الاستراتيجية التي تواجه تنمية وتطوير المؤسسة الاقتصادية، فالكيفيات أو الطرق المختلفة التي يحصل بها المستثمرون أو المؤسسات على ما يحتاجون إليه من أموال هي أول ما يفكرون فيه.

يوجد أمام المؤسسة الاقتصادية في وقتنا الراهن مصادر تمويل متعددة تتباين في خصائصها، وتختلف في تكاليف وشروط الحصول عليها. وعليه أصبح من الضروري على الإدارة المالية لهذه المؤسسات أن تحدد بدقة بدائل التمويل المتاحة بغية المفاضلة بينها واختيار المزيج التمويلي الأمثل من خلال مراعاة أقصى الأرباح مع تخفيض عناصر المخاطر المتعلقة بالعرس المالي والإفلاس.

و رغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية و اختلاف أشكالها، لازال الاهتمام منصبا على الطريقة التي يتم معها تشكيل الهيكل التمويلي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة، لما لهذا التنوع من تأثير على عنصرين أساسيين في نشاط المؤسسة العائد والمخاطرة، هذا ما جعل من مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية وتصميم هيكلها التمويلي إلى إحدى المواضيع الأساسية ضمن مالية المؤسسة، والتي تشكل موضوع جدل بين المختصين منذ أكثر من نصف قرن، وخاصة منذ دراسة كل من Miller & Modigliani (1958). حيث مثلت هذه النظرية حجر زاوية في إطار النظرية المالية وأخذت الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع تتعدد وتتنوع، كما اختلفت وجهات نظرها بين مؤيد ومعارض، لإمكانية تحقيق هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية.

فمن أهم أسس النهوض بالمؤسسة في عصر تسوده المنافسة، وتسعى فيه المؤسسة لزيادة حصتها من السوق هو اكتشاف العلاقة بين الهيكل المالي والجانب الاستراتيجي.

ومن هذا المنطلق يمكن التطرق إلى العناصر الآتية:

أولاً: الإشكالية ضمن هذا الإطار تمحورت إشكالية هذه الدراسة والتي نطرحها في السؤال

التالي:

ما مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة مؤسسة مناجم الفوسفات خلال الفترة 2014-2016؟
بناء على ما سبق ولغرض الإلمام بموضوع الحث لمعالجة وتحليل الإشكالية، وبغية الوصول إلى استدلال منطقي، وعلمي يمكن منه بلورة إطار نظري وفكري حول أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية، نقوم بالإجابة على الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل؟ وماهي أهم محدداتهما؟
- ماهي مختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي؟
- ما هو مفهوم قيمة المؤسسة؟ وكيف يتم تحديد طرق قياس قيمة المؤسسة؟

• ماهي العلاقة بين الهيكل المالي والخيار الاستراتيجي؟

ثانياً: فرضيات البحث

يقوم البحث على فرضية رئيسية مفادها أن للهيكل المالي أثر واضح على قيمة المؤسسة، وتنبثق من الفرضية الرئيسية مجموعة من الفرضيات الفرعية كالآتي:

• تنوع مصادر لتمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية بين مصدرين أساسيين هما أموال الملكية وأموال الاستدانة والتي تشكل مع بعضها البعض ما يسمى بالهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.

• محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية من مجموع العوامل التي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على قرارات التمويل، ومن أهمها نجد تكلفة مصادر التمويل، حجم المؤسسة، وفرص نموها، ... الخ.

• وجود ديون في مؤسسة مناجم الفوسفات يؤثر ايجابيا على أرباحها.

ثالثاً: أهداف البحث

نسى من خلال قيامنا بهذه الدراسة العلمية إلى محاولة استقرار بعلمى، وتأهيل منهجي منظم لبعض الإسهامات المعرفية المقدمة من طرف العديد من الباحثين ضمن حقل الإدارة المالية وإستراتيجية المؤسسة.

وأيضاً إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

• التعرف على مناهج وطرق تقييم المؤسسة الاقتصادية.

• معرفة مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

• دراسة تأثيرات على الوضع المالي المترتبة عن الهيكل المالي.

رابعاً: أهمية البحث

يستمد هذا البحث أهميته من المكانة التي تحتلها المؤسسة الاقتصادية، إذ أضحت تمثل رافداً من روافد التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وهذا لإبراز مدى ضرورة التكيف مع الظروف المالية للمؤسسة التي تتسم بالحركية المستمرة، وباعتبار وظيفة التمويل من أهم الوظائف الأساسية داخل المؤسسة، وزيادة أهمية هذه الوظيفة مع نمو المؤسسات وبروز الحاجة إلى الإدارة المالية وذلك لتأثيرها على قيمة المؤسسة.

خامسا: حدود الدراسة

نظرا لتشعب موضوع الدراسة وكثرة العناصر ذات الصلة به من قريب أو من بعيد، كان من الضروري محاولة ضبطه وتحديد معالمه، سواءً من المحتوى أو من حيث الإطار المكاني والزمني، حيث يركز الجانب النظري لهذه الدراسة على تحديد أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، والتعرض لأهم النظريات المفسرة لهذا التأثير، أما الجانب التطبيقي فيقتصر على دراسة حالة مؤسسة مناجم الفوسفات وذلك خلال الفترة (2014-2016).

سادسا: أسباب اختيار الموضوع

- الرغبة في الاطلاع و البحث في الموضوعات المرتبطة بتحليل السلوك المالي للمؤسسة.
- توضيح طرق وأساليب تقييم المؤسسة في ظل تعدد المداخل المعتمدة في هذا الميدان.

- تناسب الموضوع مع التخصص .

- الرغبة في توضيح الدراسات حول موضوع أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

سابعا: منهج البحث و أدوات التحليل

للوصول إلى تطلعات الدراسة والإلمام بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده وكذا الإجابة على الإشكالية المطروحة فقد تم الاعتماد على المناهج المستخدمة عادة في الدراسات المالية والاقتصادية وهو المنهج الوصفي الذي يهدف إلى التعريف بالهيكل المالي للمؤسسة وأهم محدداته... الخ، والمنهج التحليلي من خلال محاولة التحقق في العلاقة التي تربط الهيكل المالي بقيمة المؤسسة محل الدراسة.

أما الأدوات المعتمدة فهي: الكتب والمجلات، الملتقيات، المذكرات، مواقع الانترنت... الخ.

ثامنا: الدراسات السابقة

تم الاعتماد في هذا البحث على مجموعة من الدراسات أهمها :

- أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2011-2012، وتهدف هذه الدراسة بشكل رئيسي إلى توضيح كل من الهيكل المالي و الهيكل المالي الأمثل مع التعرض لمختلف أبعاده الرئيسية ، وقد أسفرت هذه الدراسة على النتائج التالية :

✓ توجد عدة عوامل تؤثر في اختيار شكل التمويل منها الخطر المالي، المرونة، السيطرة والتحكم، والملائمة.

✓ لا يقع اختيار الهيكل فقط على عاتق المدير بل هناك أطراف أخرى تتدخل في اختيار الهيكل والمتمثلة في الأطراف الداخلية (المساهمين، والمسيرين، ومجلس الإدارة) والأطراف الخارجية (البنوك، الشركات المنافسة، عناصر المحيط المتغيرة).

• شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي امثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009-2010 وتهدف هذه الدراسة بشكل رئيسي إلى بلوغ وتحقيق المزيج التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العوائد والمخاطر الناتجة عنه، ويعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة، وقد أسفرت هذه الدراسة على النتائج التالية:

✓ تمثل تكلفة التمويل الكلية متوسط معدل المدروية الأدنى الذي تلتزم به المؤسسة الاقتصادية عند الحصول على التمويل المطلوب لتحقيق مشاريعها الاستثمارية، ويتم حساب تكلفة التمويل الكلية انطلاقاً من التكلفة النوعية لكل مصدر تمويلي على حدى، وتتحدد تكلفة كل مصدر تمويلي بمقدار العوائد والمخاطر التي تعود على أصحاب هذه الأموال.

تاسعا: تقسيمات البحث

للإمام بالموضوع بمختلف جوانبه، تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول على النحو التالي:
 الفصل الأول: و الذي يحمل عنوان الإطار النظري والمفاهيمي للهيكل المالي حيث تناول المبحث الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية، والمبحث الثاني تم التطرق إلى تطور مفهوم الهيكل المالي، أما المبحث الثالث تم عرض النظريات المفسرة للهيكل المالي.
 أما الفصل الثاني: والذي يحمل عنوان علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة حيث تناول المبحث الأول ماهية قيمة المؤسسة وفي المبحث الثاني طرق قياس القيمة أما في المبحث الثالث علاقة الهيكل المالي بالخيار الإستراتيجي.
 أما الفصل الثالث: تم دراسة حالة مؤسسة الفوسفات والمناجم SOMIPHOS حيث تناول المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة مناجم الفوسفات، أما المبحث الثاني كان بعنوان تحليل القوائم المالية.

الفصل الأول:
الاطار المفاهيمي والنظري للهيكل
المالي

تمهيد:

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الأساسية التي تدور حول اقتصاد أي بلد حيث تعمل من خلال وظائفها المختلفة التي تهدف إلى بلوغ وتحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية متعددة. إن المؤسسات تسعى للحصول على الأموال من أجل تسيير عملياتها وتوسيع أنشطتها، فبالتالي عليها أن تختار بين العديد من البدائل التمويلية الأساسية، إما باللجوء إلى اقتراض الأموال، أو عن طريق التمويل الذاتي، أو عن طريق زيادة رأسمالها، ومن الجدير بالذكر أن الكيفية التي يمكن من خلالها للمؤسسة توفير رأس المال المطلوب يعتمد بشكل كبير على حجمها، وتعتبر القرارات المالية مهمة وذات صلة وثيقة بهدف المؤسسة المتمثل في تعظيم قيمتها. وعليه سنتطرق في هذا الفصل إلى مختلف العناصر المتعلقة بالهيكل المالي من خلال

المباحث التالية:

المبحث الأول: تطور مفهوم المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الثاني: مفهوم الهيكل المالي.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي.

المبحث الأول: تطور مفهوم المؤسسة الاقتصادية

يتضمن هذا المبحث المفاهيم المتعلقة بالمؤسسة والأهداف التي ترمي إليها، كما سنتطرق إلى مختلف الوظائف التي قد نجدها في معظم المؤسسات خاصة الانتاجية منها.

المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية

يمكن اعطاء تعاريف مختلفة للمؤسسة، ولكن أهمها يكمن في تلك التي تعتبرها تنظيمًا يجمع بين وسائل الانتاج والانسان.

الفرع الأول: تعريف المؤسسة من المنظور الوحدوي

لا يمكن العثور على تعريف موحد متفق عليه للمؤسسة بسبب أن هذا المفهوم واسع يطلق عدة مسميات اقتصادية، اجتماعية، ... الخ.

ولكن نصوغ فيما يلي جملة من التعريفات:

1. هي كل وحدة قانونية: شخص طبيعي أو معنوي يتمتع باستقلالية القرار وإنتاج السلع والخدمات، للمؤسسة شخصية قانونية (الشخصية الاعتبارية مستقلة عن المالكين)¹:

- استقلال الذمة المالية: التملك
- استقلال التسيير: اتخاذ القرار
- حقوق التقاضي.

2. هي الوحدة الاقتصادية والقانونية ذات الشخصية الاعتبارية المستقلة عن مالكيها والتي قامت لتحقيق أهداف معينة.

- المؤسسة هي عبارة عن مجموعة من العناصر المتفاعلة والمتداخلة فيما بينها والتي تسعى لتحقيق هدف معين.

- كما عرفها البنك الدولي على أنها القوانين والتنظيمات التي تسير العلاقات بين الافراد²

3. هي الوحدة التي تتجمع فيها الموارد البشرية والمادية اللازمة للانتاج الاقتصادي

- الانتاج من أهم الوظائف التي تؤديها المؤسسة لأنه أداة خلق القيمة المضافة.

- العنصر البشري مكون جد هام من مكونات المؤسسة.³

4. هي الوحدة الاقتصادية التي تمارس النشاط الانتاجي والنشاطات المتعلقة به من تخزين وشراء وبيع من أجل تحقيق الأهداف التي أوجدت من أجلها.

كما تعرف على أنها المكان الذي يجمع بين عدة أطراف مختلفة الأهداف.¹

¹ ايمان الحباري، تعريف المؤسسة الاقتصادية، MAWdoo3.com، تاريخ 2017/12/22، 41 : 4.

² أحلام بالشيخ وآخرون، مفهوم المؤسسات الصغرى والمتوسطة، الكراس البياغوجي عدد 1، كلية الحقوق والعلوم الانسانية، جامعة المنار، تونس، 2017-2018، ص:3.

³ موقع منتدى العرب، تعريف المؤسسة الاقتصادية، <http://communication.akbar.montada.com/195-topic>، 2017/12/22.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي والنظري للهيكل المالي

5. هي تنظيم إنتاجي معين الهدف منه إيجاد قيمة سوقية معينة من خلال الجمع بين عوامل الإنتاج، ثم تتولى بيعها في السوق لتحقيق الربح المتحصل من الفرق بين الإيراد الكلي الناتج عن ضرب سعر السلعة في الكمية المباعة منها، وتكاليف الإنتاج.

6. تعتبر المؤسسة كائن له بيئة يجب أن تتكيف مع ظروفها لتحقيق شرط البقاء والاستمرارية(السوق أهم عنصر في هذه البيئة)²

الفرع الثاني: تعريف المؤسسة من المنظور الكلي

1. المؤسسة كعون اقتصادي: في هذا الإطار يمكن فهم المؤسسة من عدة جوانب:

- هي تشكل المؤسسة مركز قرار مستقل.
 - هي وحدة إنتاج تحول المدخلات إلى منتجات وخدمات.
 - هي وحدة توزيع وإنفاق: إن توزيع القيمة المضافة يتم داخل المؤسسة بين الأشخاص، الدولة، الهيئات الإجتماعية، المقرضين، الشركاء،... إلخ
2. المؤسسة كحقيقة بشرية: تعتبر المؤسسة تجمع سلمي للأشخاص يتمتع باستقلالية القرار ويمكن اعتبارها أيضا حالة خاصة من مفهوم أوسع وهو المنظمات Organisations ويشير مفهوم المنظمة إلى مجمل الأشخاص المهيكلين لبلوغ أهداف محددة. ولكل منظمة قواعد ومعايير وقيم، كأنها تعتمد نظاما لجزاء والمكافأة لقيادة أفرادها وفق ما يتماشى مع ما تصلح اليه.

3. المؤسسة كنظام: يعرف joel de ROShay النظام بأنه "مجموع العناصر المفاعلة دينامكيا لبلوغ هدف ما" وتعتبر المؤسسة نظام بشري مفتوح على بيئته، ويمكن تقسيمه إلى عدة أنظمة فرعية منها: النظام العملياتي، نظام المعلومات ونظام القرار.

4. المؤسسة كحقيقة مجتمعية: عبارة عن مساهمة المؤسسة في المجتمع تحت شكل خلق مناصب شغل أو تترجم في تقديم منتجات، مواد... إلخ³

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن تقديم تعريف بسيط للمؤسسة بأنها كيان إقتصادي واجتماعي متجانس يجمع بين الموارد البشرية المادية والمالية من أجل تحقيق أهداف معينة.

¹Toussain, BRONDA, DOU LANDE Entreprise:approche globale et environnement, EDUCAGRI, Dijon, 2^{eme} ED, 2004, P4

² سميرة عميش، مطبوعة محاضرات اقتصاد المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2015-2016، ص:3

³ أمينة مخلفي، مطبوعة محاضرات اقتصاد وتسيير المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص-ص: 3-4

المطلب الثاني: وظائف المؤسسة الاقتصادية

من خلال الهيكل التنظيمي لأي مؤسسة يمكن تحديد الوظائف التي تتكون منها، وقد تختلف هذه الوظائف من حيث العديد من مؤسسة إلى أخرى لأسباب ترجع إما لحجم المؤسسة أو طبيعتها نشاطها، ولكن المتفق عليه هو من أجل المؤسسات تتشابه في الوظائف الأساسية التي تعتمد عليها لبلوغ أهدافها والتي تتمثل فيما يلي:

1. وظيفة التمويل: (الوظيفة المالية)

تعتبر أوجه النشاط الإداري للمؤسسات المتعلقة بتنظيم حركة الأموال، إذ يقع على عاتق هذه الوظيفة توليد المعلومات المالية والتكليفية اللازمة لأغراض التخطيط والرقابة بالنسبة لمختلف العمليات والأنشطة، وكذا تلخيص المعاملات المالية والتجارية على اختلاف أنواعها بكيفية تناسب المعنيين باستعمالها سواء كانوا من داخل المؤسسات أو من خارجها، وبعبارة أخرى تتمثل الوظيفة المالية في المهام والعمليات التي تسعى في مجموعها إلى البحث عن الأموال بكميات مناسبة والتكلفة الملائمة في الوقت المناسب، والعمل على إنفاقها بطريقة عقلانية لتحقيق أغراض المؤسسة التي تصبو إليها، الشيء الذي يعكس مدى أهمية الوظيفة المالية بالنسبة للوظائف الأخرى. ووظيفة الأمن، حماية الممتلكات والأشخاص، الصحة، الأمن، الوقاية من حوادث الصيانة.

2. وظيفة التموين:

في إطار دورة استغلال المؤسسة، يعتبر التموين المرحلة الأولى التي تسبق الانتاج والتسويق. ويقصد بالتموين مجموع العمليات التي تضع تحت تصرف المؤسسة كل السلع والخدمات الضرورية (مواد أولية...) المتلقاة من طرف الموردين، في الشكل الأمثل الذي يحقق العلاقة: أمن-تكلفة-نوعية، وهذه العمليات تتمثل في المشتريات وتسيير المخزون.

أ- المشتريات: يمكن اعتبار المشتريات كوظيفة مستقلة داخل المؤسسة تنظم على شكل مخزوناً وموزعة بين عدة وظائف أخرى، مديرية أو مصلحة، حسب حجم المؤسسة كأن توزع بين وظيفة الانتاج والوظيفة التجارية والمالية، أو أن تقوم بها المديرية العامة مباشرة.¹ وتعتمد مصالح المشتريات في سياستها على عدة عوامل تسمح لها بتحقيق الأهداف المرجوة منها وهي:

- سياسة المنتج: التوثيق، الاستكشاف، والتطور التكنولوجي.
- سياسة المصدر: ويتعلق الأمر هنا بسياسة الموردين وكذا دراسة شعب التموين.
- سياسة الأسعار: تمر سياسة الاسعار بالمعرفة الجيدة لأسعار السوق، الشروط المالية المطبقة من طرف كل مورد وحتى بتحليل القيمة.

¹احلام مخي، تقييم المؤسسة من وجهة نظر البنك، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2006-2007، ص: 8.

- سياسة الاتصال.
- ب- . تسيير المخزون: إذا كان الاهتمام بالمشتريات يمكن أن يؤدي إلى تقليص التكاليف عن المؤسسة عن طريق التفاوض الجيد في أسعار المواد والسلع واختيار أحسن نوعية لتفادي البقايا والنفايات في الإنتاج، فإن المخزونات لا تقل أهمية لما يمكن أن تقتصده المؤسسة من أموال سائلة يمكن توظيفها في مجالات أخرى تعود عليها بالفائدة أو الربح¹.
3. وظيفة الانتاج: مع أن هذه الوظيفة من اختصاص المؤسسات الصناعية (الإنتاجية) إلا أنه يمكن الحديث عن إنتاج الخدمات ويبقى مضمون هذه الوظيفة هي الوصول إلى تحقيق أكبر مردود من خلال نوعية المنتوجات واحترام رغبات المستهلك، وقد تختلف خصائص الانتاج حسب علاقة المؤسسة مع الزبائن، إذ يمكن تصنيفها إلى:
- إنتاج التخزين production sur stock إذا كان العرض يسبق الطلب.
 - إنتاج حسب الطلبية إذا كان الطلب يسبق العرض.
 - إنتاج ممزوج الأوليتين production mixte.
- ويهدف تسيير الإنتاج إلى إيجاد توازن مقبول بين عدة أوامر متناقضة منها:
- النوعية: ويقصد بها قدرة المنتج أو الخدمة على إشباع احتياجات المستعملين، ملائمة المنتوجات المصنوعة مع حاجيات المستهلكين ومطابقة لمواصفات مكتب الدراسات، واحترام آجال الإنتاج التي تفرضها التزامات المؤسسة مع الزبائن يجب أن تسمح تكلفة الانتاج بتحقيق هامش على سعر البيع، وبالتالي يجب تحديدها بصفة تقديرية.
 - المرونة
- 4-وظيفة التسويق: وهي عبارة عن تطوير الوظيفة التجارية التي عرفت منذ القديم وقد ظهرت هذه الفكرة لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية وبالأخص في شركة² generale electric وتهدف هذه الوظيفة إلى دراسة وتوقع احتياجات المستهلكين، وإنشاء منتجاً وخدمة لسوق خاص، عرض المنتج أو الخدمة في المكان المناسب، إعلام بوجود منتج أو خدمة بمختلف خصائصها، بيع المنتج أو الخدمة للمستهلك على أساس تقييم مالي مناسب، ضمان متابعة تجارية للقيام بالتعديلات اللازمة اتجاه السوق.
5. وظيفة إدارة الموارد البشرية: تعمل هذه الوظيفة على تسيير الموارد البشرية بعدها تعمل على اجتذاب العمال الأكفاء، ومن ثم وضع السياسات الكفيلة بتربيتهم وتطويرهم، وزيادة ارتباطهم الوثيق بالمؤسسة وانضباطهم في العمل لاسيما وضعيتهم وعلاقتهم فيما بينهم وبين رؤسائهم³.

¹ ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، الطبعة الأولى، 1998، ص: 13.

² احلام مخي، مرجع سابق، ص: 9.

³ احلام مخي، تقييم المؤسسة من وجهة نظر البنك، مرجع سابق، ص: 10.

المطلب الثالث: أهداف المؤسسة

إن أصحاب المؤسسات الاقتصادية سواء كانت عمومية منها أو خاصة يسعون وراء إنشائهم للمؤسسة، إلى تحقيق جملة من الأهداف والتي تختلف وتتعدد باختلاف أصحاب وطبيعة وميدان نشاط المؤسسات، ويمكن تلخيص هذه الأهداف في النقاط التالية:

1. الأهداف الاقتصادية :

1.1. تحقيق الربح: يعتبر تحقيق الربح المبرر الأساسي لوجود المؤسسة لأنه يسمح لها بتعزيز طاقتها التمويلية الذاتية التي تستعملها في توسيع قدراتها الانتاجية وتطويرها أو على الأقل الحفاظ عليها وبالتالي الصمود أمام منافسة المؤسسات الأخرى والاستمرار في الوجود.

2.1. عقلنة الإنتاج: أي الاستعمال الرشيد لعوامل الإنتاج ورفع إنتاجيتها من خلال التخطيط المحكم والدقيق للإنتاج والتوزيع ثم مراقبة تنفيذ الخطط والبرامج وذلك بهدف تفادي الوقوع في المشاكل الاقتصادية والمالية والإفلاس في آخر المطاف نتيجة أسوء استعمال عوامل الإنتاج.

3.1. تغطية المتطلبات التي يحتاجها المجتمع: وهذا من خلال تحقيق كامل عناصر الإنتاج لتلبية الحاجات المتزايدة، ويجب أن يحقق الإنتاج ما يلي:

- مستوى عال من المرونة.

- أن يتم الإنتاج في وقته المحدد دون تقديم أو تأخير.

- أن يتم تسليمه لطالبيه في الوقت المحدد.

2. الأهداف الاجتماعية: من بين الأهداف الاجتماعية التي تسعى المؤسسة الاقتصادية على تحقيق ما يلي:¹

1.2. ضمان مستوى مقبول من الأجور: يعتبر العمال في المؤسسة من بين المستفيدين الأوائل من نشاطها حيث يتقاضون أجورا مقابل عملهم بها، ويعتبر هذا المقابل حقا مضمونا قانونا وشرعا وعرفا، إذ يعتبر العمال العنصر الحيوي والحي في المؤسسة إلا أن مستوى وحجم هذه الأجور تتراوح بين الانخفاض والارتفاع حسب طبيعة المؤسسة وطبيعة النظام الاقتصادي والمستوى المعيشي²

2.2. تحسين مستوى معيشة العمال: إن التطور السريع الذي شهدته المجتمعات في الميدان التكنولوجي يجعل العمال أكثر حاجة لتلبية رغبات تتزايد باستمرار بظهور منتوجات جديدة بإضافة التطور الحضاري لهم.

3.2. توفير تأمينات ومرافق العمال: تعمل المؤسسات على توفير بعض التأمينات مثل التأمين الصحي ضد حوادث العمل وكذلك التقاعد بالإضافة إلى المرافق العامة مثل تعاونيات الاستهلاك والمطاعم ... الخ.

¹ بالضياف العيد، المؤسسة الاقتصادية بين اهدافها وتحقيق التنمية المستدامة، مذكرة تخرج ضمن مطلبات نيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012-2013، ص: 20.

² بالضياف العيد، مرجع سابق، ص: 20.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي والنظري للهيكل المالي

4.2. تأهيل العمال: حيث يتم تدريب وتطوير العاملين ورفع مستوى مهارتهم المهنية، وهذا عن طريق اخضاع العمال الى دورات تدريب وتكوين من اجل رفع المستوى المهني، والتخصص حسب القدرة المهنية للعمال¹

3. الأهداف التكنولوجية: من بين الأهداف التكنولوجية التي تؤدبها المؤسسة:

- البحث والتنمية: حيث مع تطور المؤسسات عملت على توفير إدارة أو مصلحة خاصة بعملية تطوير الوسائل والطرق الإنتاجية علميا، وترصد لهذه العملية مبالغ قد تزداد أهمية لتصل إلى نسبة عالية من الأرباح، ويتمثل هذا البحث نسبا عالية من الدخل الوطني في الدول المتقدمة، وخاصة في السنوات الأخيرة، إذ تتنافس المؤسسات فيما بينها على الوصول إلى أحسن طريقة إنتاجية وأحسن وسيلة، تؤدي إلى التأثير على الانتاج ورفع المردودية الانتاجية في المؤسسة.
- كما أن المؤسسة الاقتصادية تؤدي دورا مساندا للسياسة القائمة في البلاد في مجال البحث والتطور التكنولوجي نظرا لما تمثله من وزن في مجموعها وخاصة القديمة منها من خلال الخطة التنموية العامة للدولة المتوسطة الأجلوطويلة الأجل².

¹ غول فرحات، الوفير في اقتصاد المؤسسة، درا الخلدونية، 2018، ص: 13.

² عبد الله قويدر الواحد، مراقبة التسيير والاداء في المؤسسة الاقتصادية، دارالمحمدية العامة، الجزائر، 2018، ص: 99.

المبحث الثاني: تطور مفهوم الهيكل المالي

الهيكل المالي من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومسيرين مما لها من تأثير على استقرار الجانب المالي للمؤسسة، من خلال قدرتها على تشكيل التوليفة المثلى من هذا الهيكل ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامهم، لتحقيق أقصى الأرباح الممكنة أي تنظيم قيمة المؤسسة، وتخفيض المخاطر المختلفة إلى أدنى مستوياتها (من الافلاس، السرمالي ...)

المطلب الأول: تعريف الهيكل المالي

يعتبر الهيكل المالي من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومسيرين ودائنين، لما لها من تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي، وضمان عدم تعرضها للإفلاس، وعليه في هذا المطلب سنتطرق إلى تعريف الهيكل المالي وسمات الهيكل المالي.

الفرع الأول: تعريف الهيكل المالي

توجد عدة تعاريف مختلفة للهيكل المالي نذكر منها:

التعريف الأول: يعرف الهيكل المالي على أنه هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم في كشف الميزانية المحاسبية¹

التعريف الثاني: يعرف على أنه تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية، وحسب هذا التعريف فإن هيكل التمويل هو مجموع قرارات التمويل التي تنعكس في الجانب الأيسر من الميزانية وهذا من الناحية المحاسبية²

التعريف الثالث: يمكن تعريف الهيكل المالي للمؤسسة بأنه الصورة التي تعكس المصادر التمويلية بمختلف أصولها³.

التعريف الرابع: كما يقصد بالهيكل المالي أنه الجزء الخاص بالأموال الخاصة والاستدانة المالية والمتمثلة في المواد الدائمة⁴.

¹ ابو الفتوح علي فضالة، البياكل التمويلية، دار الكتب العلمية، امبابة، مصر، ص: 38.

² انفال حدة خيرة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2011-2012، ص: 03.

³ نائل خليل ابو ليلة، اثر الحوكمة على هيكل راس المال، مذكرة مقدمة نيل شهادة الماجستير في تخصص ادارة الدولة والحكم الرشيد، جامعة الاقصى، فلسطين، 2016، ص: 14.

⁴ كعبيش رضوان وزيقم أحمد أمين، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016-2017، ص: 9.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي والنظري للهيكل المالي

الفرع الثاني تعريف الهيكل المالي الأمثل: يقصد به أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة ومدى إمكانية اختيارها نسبة تمويل معينة بين كل الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنيه تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

الفرع الثالث: سمات الهيكل المالي الملائمة: ينبغي على المؤسسة التخطيط السليم لبناء الهيكل المالي الملائم الذي يعمل على تعظيم قيمتها ويراعي مصالح الملاك وبقيّة الأطراف ذات العلاقة بها.

وتتمثل أهم السمات المميزة لهذا الهيكل المالي فيما يلي:

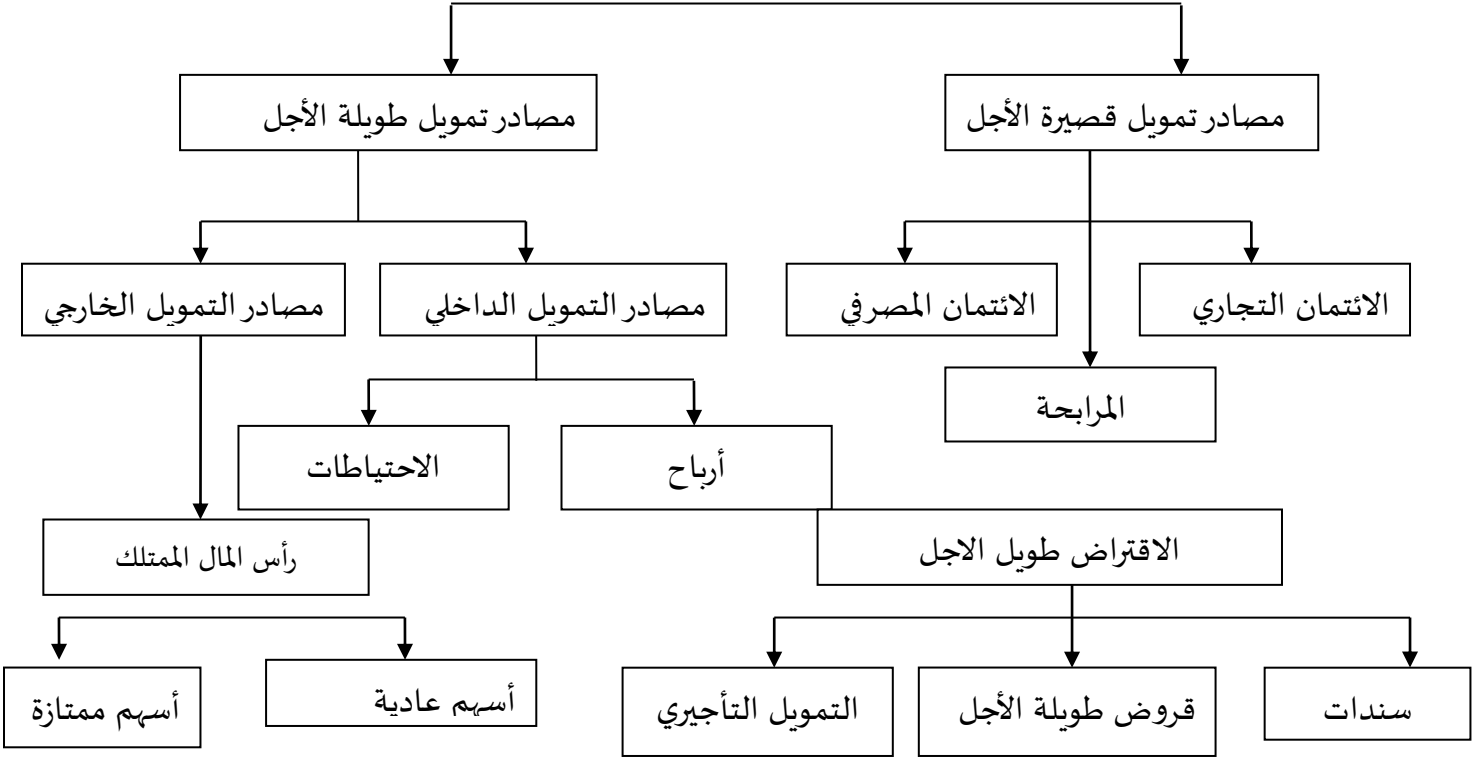
- الربحية والمرونة: يجب أن يعمل الهيكل المالي على تحقيق أقصى العوائد وتلبية احتياجات المؤسسة في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة، مع قابلية لتعجيل مصادر التمويل المكونة له.
- القدرة على الوفاء بالديون: فالمؤسسة ملزمة بالحفاظ على قدرتها بالوفاء بالتزاماتها وتجنب الملاك مخاطر مالية إضافية.
- الرقابة: وتتم من خلال تقليل المخاطر لفقدان السيطرة والوقاية على إدارة المؤسسة.¹

¹ أبو الفتوح على فضالة، مرجع سابق، ص: 39.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي والنظري للهيكل المالي

المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي

يعتبر الهيكل المالي للمؤسسة الصورة التي تعكس مصادر التمويل لمختلف اصولها وتتخذ مصادر التمويل (الشكل الموالي)
شكل رقم (1) مصادر التمويل المختلفة:



مصدر: عائشة عادلة حاتم، عبد الخالق ياسين البدران، علاقة الهيكل بربحية الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية العدد السابع والثلاثون، المجلد العاشر، 2014، ص 89.

وعلى وفق الشكل يمكن تقسيم مكونات الهيكل المالي إلى:

1. مصادر التمويل قصيرة الأجل: وهي تلك الأموال التي تحصل عليها الشركة وتلتزم بردها خلال مدة لا تزيد عادة عن السنة، وأن القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها وذلك لتمويل احتياجات

رأس المال العامل ولمدة قصيرة لا تتجاوز المدة المحاسبية للشركة.

وتنقسم مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى:

أ- الائتمان التجاري: وهي القروض قصيرة الأجل تحصل عليها الشركة من الموردين والمتمثلة بالمشترىات الآجلة للسلع والخدمات، وهذا الشكل من التمويل يكون مهما بالنسبة للأعمال الصغيرة، والشركة التي تستخدم الائتمان التجاري قد تنتهي بدفع سعر أعلى من سعر الشراء، لذلك يعد هذا المصدر ذا تكلفة عالية في التمويل.

ب- الائتمان المصرفي: Bonk Loan : وهي قروض قصيرة الأجل تحصل عليها الشركة من المصارف وتأتي بعد الائتمان التجاري من حيث الاعتماد عليه، ويكون الائتمان المصرفي مضمون، ويسمى بالائتمان المضمون (secueed bans)، لأن المصرف يقرض على أساس المدى القصير يكون الضمان الذي تقدمه الشركة للبنك هو الموجودات المتداولة مثل المخزون، الذمم المدينة، الاوراق المالية. وربما المصارف لا تقرض بمقدار القيمة الاجمالية للموجودات المضمونة وإنما بأقل منها، ومن المحبذ أن يكون حد الأمان للمخزون أكثر في حالة إذا كان القرض مضموناً من المخزون أما إذا كان الضمان هو الذمم المدينة، في حالة فشل الشركة في التسديد يجمع المصرف الذمم المدينة للشركة من زبائن الشركة واستخدامها لتسديد الدين.

أما كلفة الائتمان المصرفي فهو سعر الفائدة الذي يفرضه المصرف على المقترض ولكن هذه الكلفة تتحدد بمقدار معدل الضريبة على الدخل.¹

2. مصادر التمويل طويلة الأجل: وهي المصادر التي تمتد مدة استحقاقها إلى أكثر من سنة،

وتعد

أحد مكونات هيكل المالي، وتسعى الشركات إلى الحصول على مصادر الأموال وبالشكل الملائم لدعم استثمارات الشركة وحسب الظروف السائدة في الأسواق المالية، ومدى تحمل الإدارة للمخاطر، وتسعى الشركات إلى تمويل احتياجاتها من التدفق النقدي الداخلي المتمثل بالأرباح المحتجزة والاحتياطيات ولكن في حالة عدم كفاية التمويل الداخلي، تلجأ الشركة إلى الاقتراض طويل الأجل ورأس المال الممتلك (إصدار سندات وأسهم جديدة).²

وعلى هذا الأساس يمكن تقسيم مصادر التمويل الأجل إلى:

أ- مصادر التمويل الذاتي: تتمثل مصادر التمويل الداخلي بالأرباح المحتجزة التي تحتفظ بها الشركة لغرض تمويل المشاريع الاستثمارية المستقبلية وهي جزء من الأرباح التي تحققها الشركة.³ إن قرار احتجاز الأرباح يتم بعد موافقة جملة الأسهم العادية، إذ أن المستثمر لا يفضل احتجاز الشركة للأرباح إلا إذا التزمت بتحقيق عائد على الأقل مساو للعائد الذي تحققه الأسهم العادية التي يمتلكها، أما كلفة الأرباح المحتجزة فتكون مساوية لكلفة السهم العادي أو أقل من

¹ عائشة عادلة حاتم، عبد الخالق ياسين البدران، علاقة الهيكل بربحية الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد السابع

والثلاثون، المجلد العاشر، 2014، ص: 89-90.

² علي عباس، الإدارة المالية، مكتبة جامعة الشارقة، اثناء للنشر والتوزيع، 2008، ص: 263.

³ عائشة عادلة حاتم، عبد الخالق ياسين البدران، نفس المرجع: ص: 90.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي والنظري للهيكل المالي

ذلك لأن الأرباح المحتجزة لا يترتب عليها أي كلفة إصدار وتسويق قد تتحملها الأسهم الجديدة، أما الاحتياطات فتكون من الزيادة في إصدار أسهم بسعر أعلى من قيمتها الرسمية وتصنف إلى:

- احتياطات رأس المال: وهي الاحتياطات الاجباري والاختياري.
- المخصصات المختلفة مثل، مثل مخصص الديون المشكوك بها ومخصصات الاسهتلاك.
- ب- مصادر التمويل الخارجي: تنقسم مصادر التمويل الخارجي إلى:
- الاقتراض طويل الأجل: يمثل الاقتراض طويل الأجل مديونية يجب على الشركة الوفاء بها في تاريخ لاحق ويكون ثلاثة أقسام:

القروض طويلة الأجل: هي القروض التي تحصل عليها الشركة من المؤسسات المالية كالمصارف وشركات التأمين ويصل استحقاقها ثلاثين عاما.

ويتم الاتفاق بين المقرض والمقترض على (سعر الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الرهونات) وتكلفة هذا القرض هو نسبة من قيمة القرض ولكن هذه النسبة غير ثابتة حسب طلب المقرض وخاصة إذا كانت معدلات الفائدة من السوق متجهة نحو الارتفاع، وإما سداد القرض فيتم في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه أو على شكل أقساط متساوية في تواريخ معلومة¹.

- السندات: السندات وثيقة قانونية تصدرها الشركة، ويعد مستند مديونية طويلة الأجل، ولها تاريخ استحقاق يحقق لعاملها الحصول على القيمة الاسمية ويعطي لحاملها سعر فائدة وبصورة دورية ويكون نسبة من الدين

- التأجير التمويلي، قد تسعى الشركات إلى إيجار بعض الموجودات الثابتة لغرض إيجار العمليات التشغيلية.

وقد حدد أنواع التأجير التمويلي إلى الآتي:

- التأجير التشغيلي: يتميز هذا التأجير بأن يتولى المؤجر صيانة وخدمة المعدات المستأجرة، والميزة الثانية أن أقساط الإيجار لا تغطي تكلفة الأصل بالكامل، وأخيرا للمستأجر حق إلغاء الإيجار وإعادة الأصل قبل انتهاء اتفاقية الإيجار.
- التأجير المالي أو الرأسمالي: لا يتضمن تقديم خدمات صيانة ولا يحق للمستأجر إلغاء الإيجار، وأن المؤجر يستلم إيجارا مساويا لقيمة الأصل ومضافا إليه العائد على رأس مال المستثمر².

- أسهم الملكية: وهي أحد مصادر التمويل الخارجية أو تنقسم إلى:

- الأسهم العادية: يمثل سند ملكية وله قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وبيع هذا النوع من الأسهم الأكثر شيوعا ويكون الملكية الأساسية في الشركة.

¹ عائشة عادلة حاتم، عبد الخالق ياسين البدان، مرجع سابق، ص: 90.

² احمد حميد الحلبي، الإدارة المالية، داروائل للنشر، عمان، 2010، ص: 255.

إن أحد الحقوق الأساسية لمالكي هذه الأسهم التموين في كل الأمور المهمة التي تخص حياة الشركة، مثل انتخاب مجلس الإدارة أو اقتراح الاندماج أو الاكتتاب، وحاملو الأسهم العادية لا يضمنون مقسوم الأرباح ولهم أسبقية أقل في موجودات الشركة في حالة الإفلاس، قانونا يتمتع مالكو هذه الأسهم بمسؤولية محدودة وخسارتهم محددة بالمبلغ الأصلي لاستثمارهم في الشركة وموجوداتهم الشخصية تعوض عن التزامات الشركة، والأسهم العادية تكون أبدية لأنه ليس لها تاريخ استحقاق، وتنتهي هذه الأسهم إذا اشترتها الإدارة من المستثمرين في السوق أو في حالة تصفية الشركة¹

• الأسهم الممتازة وهي من مصادر التمويل طويلة الأجل لشركات المساهمة حيث تجمع بين صفات أموال الملكية والاقتراض، وهي شكل من أشكال رأس المال المستثمر في الشركة وتقدم الأسهم الممتازة لمالكها ميزتين هما²:

أ- عائد محدد.

ب- مركز ممتاز اتجاه حملة الأسهم العادية.

ولكن الاسم يعني ان الأسهم الممتازة لها الأفضلية في مقسوم الأرباح على الأسهم العادية وفي موجودات الشركة في حالة التصفية.

يتضح من العرض أعلاه أن اختيار مصدر التمويل المناسب له دور كبير في التأثير بهيكل التمويل ومن خلال تكاليف التمويل، وكلما قلت كلفة التمويل زادت ربحية الشركة، حيث أن هناك تأثير.

فباختيار نوع مصدر التمويل سواء كانت أسهم ممتازة أم أسهم عادية من حيث الامتيازات التي تحصل عليها مانح القرض³.

¹ سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي ومدخلة المالية المحاسبية، التشريعية، مكتبة الاشعاع، الاسكندرية، 2001، ص: 80-81.
² عبد الرحمن عقلة علي السلفيتي، تأثير ضريبة الدخل في تمويل، الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2004، ص: 71.
³ سمير محمد عبد العزيز، نفس المرجع، ص: 81.

المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي

توجد عدة عوامل تباشر تأثيراتها على القرارات خاصة بتشكيل الهيكل المالي للمؤسسة وهي كما يلي:

- **الحجم:** يعد حجم المؤسسة من أهم العوامل المحددة للهيكل المالي، حيث يؤثر بصورة كبيرة على امكانية اتاحة الأموال من مصادر مختلفة، فالمؤسسة الصغيرة قد تجد صعوبات كبيرة في الحصول على قروض طويلة الأجل، وحتى إذا تمكنت من ذلك سوق تتحمل بسعر فائدة مرتفع وتتبع شروط غير ملائمة وذلك نتيجة ستؤدي شروط مفيدة في اتفاقيات القروض في حالة مؤسسات صغيرة الى جعل هيكلها المالي غير مريح، وكذلك أن تستطيع إدارة مشروع العمل بسرعة وبدون تدخل خارجي، لذلك يجب أن تعتمد المؤسسات على رأس المال والفائض المحجوز لديها كمصادر التمويل في المدى الطويل¹.
- **هيكل الأموال:** تلجأ الشركات التي تتميز أصولها بتوفير عنصر أمان للمقترض إلى استخدام إقراض بشكل كبير لتمويل أنشطتها، وتتمثل أصول ذات الاستخدامات العامة في عديد من أنشطة ضمان جيد للمقرض، بينما لا تمثل ذات استخدامات خاصة ضمانا جيد للقروض. مردودية الدخل: أي أن الهدف الرئيسي للإدارة المالية هو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وأن تحليل الأرباح فيه الفوائد والضرائب وحصص السهم الواحد من الربح من المؤشرات التي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار كأول خطوة عن طريق تصميم هيكل مالي، أي تحديد المزيج الأمثل لمصادر التمويل.
- **معدل النمو:** إن المؤسسة التي تنمو بمعدلات عالية، في حال اثبات العوامل الأخرى تعتمد بشكل كبير على التمويل المقرض بشكل واسع لتمويل مشاريعها التوسعية مقارنة بالمؤسسات ذات معدلات نمو منخفضة².
- **طبيعة القطاع (ظروف المؤسسة):** تؤثر الظروف الداخلية للمؤسسة على هيكلها التمويلي المستهدف، يبدو أن هذه المعلومات لم تصل بعد للمستثمرين في السوق، وبالتالي لم تنعكس تأثيراتها على أسعار الأسهم، ففي هذه الحالة فيتقرر تفصيل التمويل من خلال الإقتراض باصدار سندات أو ابرام قروض جديدة إلى أن تتحقق هذه المكاسب وتنعكس على قيمة أسهم المؤسسة، وعندئذ قد تقرر المؤسسة اصدار أسهم جديدة تقوم باستعادة السندات أو تقوم باصدار القروض، ويتحقق من ثم هيكلها التمويلي المستهدف³.

¹ بوفليس نجمة، العوامل المحددة لهيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مجلة البحوث الدراسات الانسانية، العدد 12، سكيكدة، 2016، ص: 343.

² عادل بن عيشة، سهام بوشيحة، دور القرارات المالية في اختيار الهيكل المالي الامثل، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي التبسي، تبسة، 2016-2017، ص: 18.

³ عادل بن عيشة، سهام بوشيحة، مرجع سابق، ص: 19.

- التحكم او السيطرة: يؤثر التمويل بالاقتراض على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة ما يمكنه من التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، فالإدارة إذا كانت في حالة سيطرة تصويتية في المؤسسة ولا يسمح لها بشراء أي أسهم، فسوف تفضل استخدام القروض في تمويل الاستثمارات الجديدة، لأن اصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على المؤسسة وفي حالة اتسم الوضع المالي للمؤسسة بالضعف فسوف تصدر اسهم جديدة خوفا من مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها ومن ثم التعرض إلى الافلاس الأمر الذي قد يعرض أفراد الإدارة الحالية لفقدان وظائفهم بالمؤسسة، وكذلك تخفيض الاعتماد على القروض قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر الاستحواذ والاستلاء عليها من مستثمرين آخرين، وبالتالي فإن معيار السيطرة يثر على شكل الهيكل التمويلي للمؤسسة.
- المخاطر المالية: ترتبط هذه المخاطر بقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها، حيث أنه كلما زادت المخاطر المالية (عدم قدرتها على السداد) التي تواجهها المؤسسة قل اعتمادها على التمويل باستخدام الإقتراض¹
- توجهات الإدارة: إذ يتميز بعض المديرين بدرجة أعلى من المغامرة والجرأة مقارنة بغيرهم، حيث يعمدو إلى استخدام الإقتراض بشكل كبير في محاولة منهم لرفع أرباح المؤسسة، على عكس بعض المدراء الذين يتميزون بالتحفظ ويعتمدون على القروض بشكل حذر.
- المرونة التمويلية: وهي قدرة المؤسسة على الحصول على القروض وذلك بشروط ملائمة وأسعار فائدة معقولة تحت مختلف الظروف، لأنه من المعروف أن المقرض دائما يبحث عن المؤسسة (المقترض) ذات المركز المالي القوي لضمان حقوقه خاصة في الظروف الاقتصادية الرديئة، وعليه فعندما تكون العوامل الأخرى مشجعة على استخدام الدين، والمرونة التمويلية غير متوفرة، فهذا يعني هيكل مالي بنسبة دين أقل².
- التوقيت: يعد التوقيت من العوامل ذات الصلة بالعامل السابق (المرونة) تصميم هيكل مالي للمؤسسة، أي استخدام المصدر المناسب في الوقت المناسب، وهذا العامل يجعل من المؤسسة على استعداد دائم لاستغلال الظروف المناسبة، وذلك من خلال متابعة الظروف السائدة في الاقتصاد من حيث تحليل السياسة النقدية والمالية لدراسة تأثيرهما في تكلفة الأموال³.

¹ عاطف وليم اخدراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 405.

² عدنان تايه النعيمي، وآخرون، الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص: 438.

³ عاطف وليم اندراس وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، نفس المرجع السابق، ص: 406،

- مخاطر النشاط: تشير هذه المخاطر إلى درجة الخطورة المرتبطة بالعمليات التشغيلية للمؤسسة إذ لم تستخدم التمويل باقتراض، وكلما زادت درجة مخاطر النشاط تطلب هذا تخفيض في النسب المثلى للتمويل بالدين.
- التكلفة: لا ينبغي على المؤسسة أن تعتمد على المصدر التمويلي (خاصة المديونية) إلا إذا تحققت من العائد يفوق التكلفة المترتبة عليه، لأن هذه التكلفة تمثل أعلى عائد يتوقع الحصول عليه من استثمار ذلك المصدر، وتحسب كما يلي: ¹

التكلفة = سعر الفائدة - الوفر الضريبي.

- التخطيط الضريبي: في بعض الأحيان قد يعفى دخل الشركة من الضرائب أو قد تمنح الشركة حوافز ضريبية تخفف من عبئ الضريبة كالاقتراض المعجل، حيث أن له تأثير مهم في قرارات الهيكل المالي، كما تسمح القوانين الضريبية بطرح الفوائد على التمويل المقترض من أرباح المؤسسة، أي أن الفوائد تعد من بين التكلفة التي تظهر في قائمة الدخل عند حساب الربح الصافي، في حين أن مفهوم الأرباح الموزعة على حملة الأسهم لا يمكن طرحها من الأرباح التشغيلية للمؤسسة.²
 - استقرار المبيعات: توجد علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح المؤسسة والتمويل بالدين، فكلما كانت مبيعات وأرباح المؤسسة أكثر استقراراً كلما استفادت المؤسسة من رافعة التمويل أكثر وبمخاطرة أقل مما لو كانت مبيعات المؤسسة متقلبة، أن استقرار المبيعات والأرباح توسع الطاقة الاستيعابية على الاقتراض للمؤسسة ويمكنها من تحمل نسب مديونية أكثر.
- لاختيار الهيكل المناسب للمؤسسة توجد عدة عوامل، حيث تتعلق أساساً بعلاقة المفاضلة بين الخطر ومردود العائد لإدارة المؤسسة.³

¹ حمزة الزبيدي وحسن سلامة، اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2014، ص:96.

² غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال، مجلة الدراسات العلوم الإدارية المجلد 35، العدد 2، 2013، ص:85.

³ عدنان تايه النعيمي وآخرون، نفس المرجع السابق، ص:139.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي والنظري للهيكل المالي

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي

يهدف هذا المبحث إلى دراسة موضوع الهيكل المالي وقيمة المؤسسة والنظريات المالية المفسرة له، حيث سنتطرق في المطلب الأول إلى النظرية المراجعة أما في المطلب الثاني إلى نظرية تكلفة الإفلاس ونظرية الوكالة أما المطلب الثالث إلى نظرية الإشارة ونظرية التدرج التمويلي.

المطلب الأول: نظرية مودكيلاني وميلر (Modigliani et Miller)

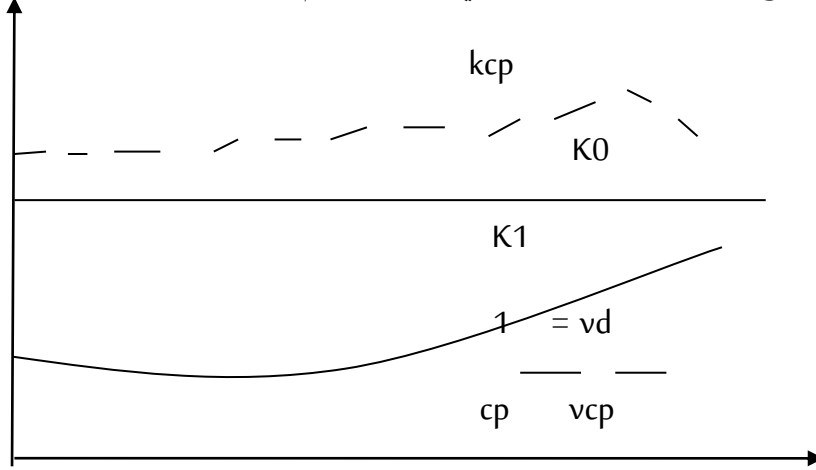
تعتبر هذه النظرية من أبرز الإنجازات في دراسات التمويل إذ تنفي أي علاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة .

تميز عدة مراحل في تصور هذا النموذج الذي يعتمد على كمال الأسواق

المرحلة الأولى (1958): دون وجود أثر الضريبة مع أثر معلوم لأثر رافعة الاستدانة (امتصاص للأثر للإيجابي لأصل مردودية الأموال الخاصة بواسطة الأثر السلي للمخاطر المالية) ، وفي هذه المرحلة يكون الهيكل المالي حيادي في تحديد قيمة المؤسسة وبالتالي عدم وجود هيكل مالي أمثل، ويمكن استخلاص النتيجة التالية :

- أن الهيكل المالي لا يؤثر في قيمة المؤسسة كما أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي والمنحنى التالي يبين ذلك ¹

الشكل رقم (02) نموذج Modigliani et Miller في حالة انعدام الضرائب. معدل المردودية المطلوب



Source : pirre ver nemmen .finance d'entreprise ,8^{eme}Edition :DLLOZ,pris ,2010p78

حيث أن :

$K0 =$ تكلفة رأس المال .

$Kd =$ معدل المردودية المطلوب لمؤسسة مستدينة .

¹ سهام عيساوي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لاسكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح ، ورقلة، 2014-2015، ص:7.

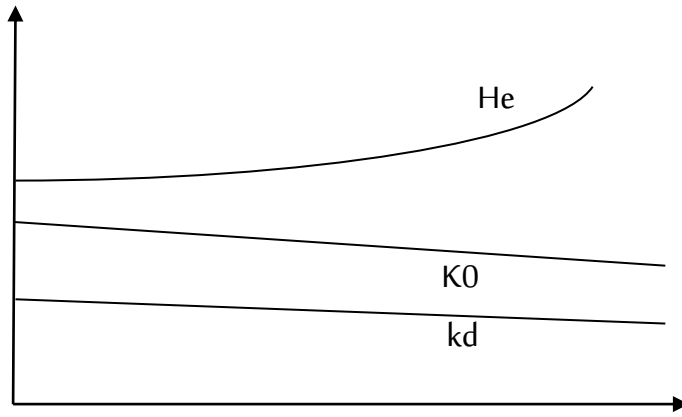
الفصل الأول: الاطار المفاهيمي والنظري للهيكل المالي

التعليق : من خلال الشكل أعلاه يتضح أن تكلفة التمويل الثابتة لكل المؤسسات المتماثلة في المخاطر فهي مستقلة عن تحركات الهيكل المالي أي أنها لا تستجيب لأي تغيرات في مستويات الديون أو الأموال الخاصة بالمؤسسة من خلال معرفة العائد المتوقع قبل الفائدة والضريبة .

المرحلة الثانية (1963) : مع الأخذ في الاعتبار أثر الضريبة ، بفعل خاصية قابلية التخفيض الضريبي للمصاريف المالية ، حيث يكون للديون دائما أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة مهما كان مستوى هذه الديون حينها هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة هو الهيكل الذي نحصل عليه عند مستوى الاستدانة الأقصى ، أي عند الوضعية غير العقلانية للمؤسسة بدون أموال خاصة أو بشكل أدق بدون رأس مال اجتماعي¹.

وهذا ما يوضحه الشكل التالي :

الشكل رقم (03): نموذج Modigliani et miller في حالة وجود ضرائب.



المصدر: سهام عيساوي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماجستير أكاديمي كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، الجزائر 2014-2015، ص 08.

التعليق : من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أنه ابتداء من مستوى معين لنسبة الاقتراض، فإن أي زيادة في الاقتراض، فإن أي زيادة في الاقتراض تؤدي إلى انخفاض ضئيل في تكلفة رأس المال (15) وعليه فإن الهيكل المالي المثالي هو ذلك الهيكل الذي تكون به أكبر نسبة اقتراض ممكنة وفي هذه الحالة سوق تنخفض تكلفة الأموال إلى ادنى حد ممكن².

¹ سهام عيساوي، مرجع سابق، ص:8.

² سهام عيساوي، مرجع سابق، ص:8.

نظرية المراجعة Trade Off Theorg :

تنطلق نظرية المراجعة من أعمال مايرز Myers (1984) والأساس الفلسفي لهذه النظرية هو اختيار الهيكل المالي الأمثل عن طريق تحديد نسبة الاستدانة المثلى ، وهذا من خلال عملية الموازنة بين المزايا والمساوئ التي تحملها أموال الاستدانة إلى القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة.¹

الفرع الأول: مزايا للاستدانة حسب نظرية المراجعة

إن المؤسسة التي تستخدم أموال الاستدانة في هيكلها التمويلي تستفيد من عدة ميزات مالية وتسييره، وتركز نظرية المراجعة على ميزة الوفرة الضريبية الناتجة عن استخدام أموال الاستدانة، ذلك أن معظم التشريعات الضريبية في العالم تسمح بخصم المصاريف المالية الناتجة عن عملية الاقتراض من الوعاء الضريبي، هذا ما لا يمنح لتكاليف الأموال الخاصة، ومن الممكن أن نعبر عن الوفرات الناتجة عن الاستدانة بالفرق بين تكلفة الاستدانة وتكلفتها بعد الضريبة، فإذا افترضنا إن r هو معدل الفائدة على القرض، t معدل الضريبة على الدخل و kd هي تكلفة الاستدانة بعد الضريبة.

$$Kd = rx(1 - t) \quad \text{نجد (1):}$$

من خلال المعادلة (1) نستنتج أن تكلفة الاستدانة هي دالة متناقصة لمعدل الضريبة، فالمؤسسة التي تستدين بمعدل 06% وتخضع بمعدل ضريبة 30%، فإن تكلفة الأموال المقترضة هي 4.2% ، وإذا تم رفع معدل الضريبة إلى 40% فإن تكلفة الأموال المقترضة تنخفض لتصبح 3.6% تحت فرضية ثبات باقي العوامل ، فإن ميزان الاستدانة المتمثلة في الوفرات الضريبة تزيد أهميتها كلما ارتفعت المعدلات الضريبية.

1. خصائص الوفرات الضريبية :

✓ تعتبر الوفرات الضريبية الناتجة عن استخدام الديون محققة و فقط محققة إذا كانت المؤسسة تحقق نتائج ايجابية (ربح) وتدفع الضرائب.

- إن معدلات الاستدانة للمؤسسات الخاضعة لمعدلات ضريبة مرتفعة يجب أن تكون كبيرة مقارنة بمعدلات الاستدانة للمؤسسات التي تخضع لمعدلات ضريبة ضعيفة ، ويؤكد هذه الملاحظة كل من سنة 1990 من خلال أعمال ميدانية، حيث تميل معظم المؤسسات التي يعرض Mason & Macki عليها معدلات ضريبة مرتفعة إلى الاستدانة بمعدلات قياسية من أجل الاستفادة من الوفرة الضريبية للمؤسسات التي تتمتع ببعض الحسومات الضريبية من غير الاستدانة ، كل مخصصات الاستهلاكات والمؤونات، تخفيضات في معدلات الضريبة بحسب طبيعة النشاط الممارس وطبيعة منطقة النشاط من الأرجح أن اللجوء إلى الاستدانة من المؤسسات التي لا تملك حده الحسومات.²

1 محمد صلح الحناوي و جلال ابراهيم العيد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية الاسكندرية، 2002، ص:329.

2 منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2000، ص: 735.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي والنظري للهيكل المالي

الفرع الثاني : مساوي الاستدانة حسب نظرية المراجعة

رغم كثرة مزايا اعتماد المؤسسة الاقتصادية على أموال الاستدانة كمصدر تمويلي، فان لها العديد من المساوي وحسب نظرية المراجعة فهي تتلخص فيما يلي:

أ- تكلفة الإفلاس.

ب- تكلفة الوكالة.

1. تكلفة الإفلاس: تتعرض المؤسسات الاقتصادية التي يكون هيكلها التمويلي من أموال مالكيه وأموال استدانة لمخاطر الإفلاس بدرجة عالية ، وهي مخاطر لا تتعرض لها المؤسسات التي يتكون هيكلها التمويلي فقط من أموال الملكية بالحدة ذاتها، ويرجع سبب الإفلاس إلى فشل المؤسسة على دفع ما عليها من التزامات اتجاه الغير في الأجل المحدد، وعلى رأسها سداد قيمة القروض والفوائد في تواريخ استحقاقها، هذا ما يعطي الحق للدائنين في اتخاذ إجراءات قانونية تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة .

يترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف تعرف بتكاليف الإفلاس حيث تتركب من مكونين أساسيين هما تكلفة الإفلاس المباشر، و تكلفة الإفلاس غير المباشر .

أ- تكلفة الإفلاس المباشر : تتمثل في المصاريف الإدارية والقانونية، كما قد تتضمن

بعض الخسائر الناتجة عن بيع الأموال بقيمة أقل من قيمتها المحاسبية المتبقية.

ب- تكلفة الإفلاس غير المباشر: تتمثل في انخفاض كفاءة التشغيل التي عادة تحدث

قبيل

الإفلاس أو ارتفاع تكاليف الدفع المالي مقارنة بتطور النشاط .

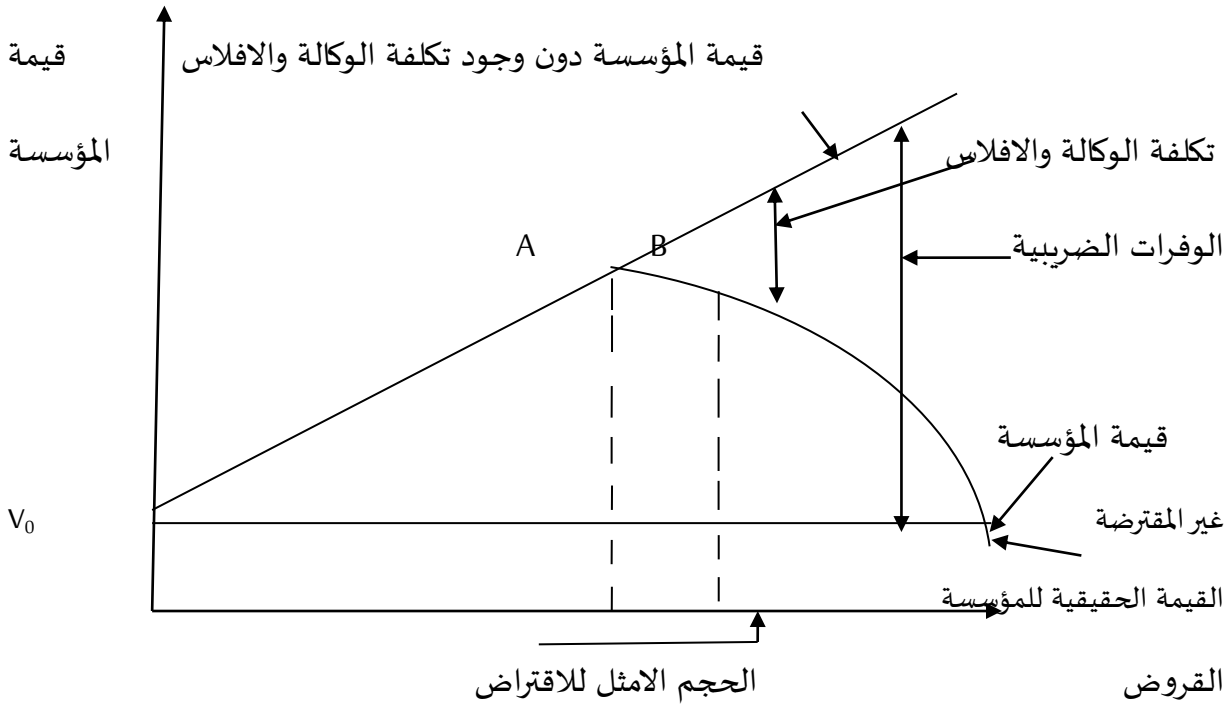
2. تكاليف الوكالة : (يتم التطرق إليها في المطلب الثاني):

إن نظرية المراجعة، كما سبق الإشارة إليها، تعتمد على الموازنة بين مزايا الاستدانة ومساوئها على المؤسسة الاقتصادية أي الموازنة بين الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس والوكالة نتيجة اللجوء إلى الاستدانة والبيان التالي يوضح لنا تغير القيمة السوقية للمؤسسة بدلالة الاقتراض في وجود كل من الوفورات الضريبية وتكلفة الوكالة والإفلاس¹.

¹شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي امثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009-2010، ص:71.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي والنظري للهيكل المالي

الشكل رقم 04: القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية المراجعة.



المصدر: شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية الاقتصاد والتجارة وعلوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2010-2011، ص 72.

يوضح لنا البيان رقم (04) أن القيمة السوقية للمؤسسة تتزايد بتزايد الاقتراض نتيجة لزيادة حجم الوفورات الضريبية المحققة وهذا ما يوضحه الخط المستقيم الموضح في البيان والمحدد من [AV0] وعند نسبة معينة من الاقتراض (A) كما هو موضح في البيان يبدأ منحنى القسيمة السوقية للمؤسسة بدلالة الاستدانة بالتزايد بمعدلات متناقصة وهذا نتيجة لتطور تكلفة الإفلاس والوكالة التي تؤثر على علاقة القيمة السوقية للمؤسسة والاستدانة سلباً¹. وانطلاقاً من النقطة (A) تصبح عملية الاقتراض بوحدة نقدية واحدة تضطرنا لإجراء عملية الموازنة بين ايجابيات الاستدانة والمتمثلة في الوفورات الضريبية وسلبياتها المتمثلة في تكلفة الإفلاس والوكالة.

إلا أنه تبقى مزايا الاستدانة تفوق تكاليفها إلى غاية النقطة (B) حيث تبلغ عندها القيمة الحقيقية للمؤسسة أعلى مستوياتها، بعدها مباشرة تبدأ في الانخفاض.

¹ شعبان محمد، مرجع سابق، ص: 71.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي والنظري للهيكل المالي

نتيجة لتفوق تكاليف الإفلاس والوكالة على الوفورات الضريبية ، لذا على المؤسسة الاقتصادية الحرص الشديد للوصول إلى المستوى الأمثل للاستدانة والمحافظة عليه، وبهذا نكون قد توصلنا إلى الهيكل المالي الأمثل من خلال إجراء موازنة بين مزايا ومساوئ الاستدانة.¹

المطلب الثاني : نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة

إن نظرية تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس من أعمال ما برز سنة 1984، حيث قام بإدخال أثر تكلفة الإفلاس على نظرية المراجعة نموذج M & M وقام أيضا بأخذ بعين الاعتبار تكاليف الوكالة.

الفرع الأول : نظرية تكلفة الإفلاس

تكلفة الإفلاس: تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وقروض بمخاطر الإفلاس، وهي مخاطر تتعرض لها المؤسسة مماثلة غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط، وسببها فشل المؤسسة في سداد قيمة القرض والفوائد وبالتالي فالقروض ترفع من الخطر المالي،²

ويترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف تسمى تكاليف الإفلاس، وهي تتكون من مجموعتين : الأولى تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، مالية، ... الخ)، وتكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أي المصدقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة).

فإذا أخذنا كل من الضريبة وتكاليف الإفلاس فسوف تأخذ تكلفة الأموال اتجاهها آخر، حيث انه في البداية تأخذ تكلفة الأموال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة X³ وحينئذ تستمر في الانخفاض لكن بمعدل اقل من ذي قبل، وعندما تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة³

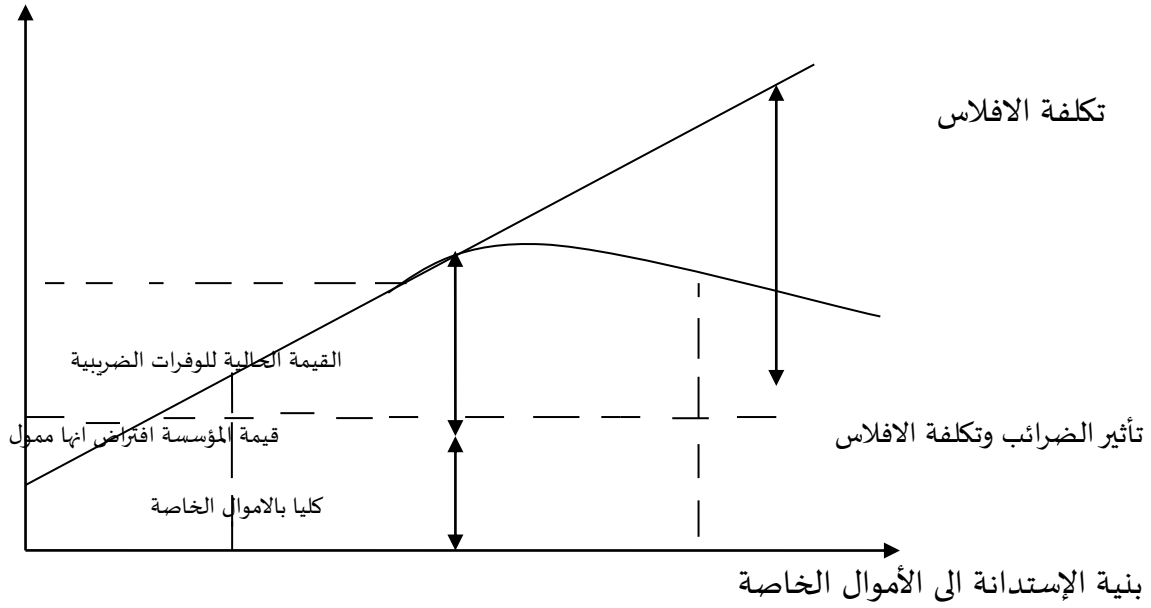
تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع ، وذلك ما يبينه الشكل التالي:Y

¹شعبان محمد، مرجع سابق، ص:72.

2 علي بن الضب، دراسة تثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص:107.

³أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق، ص:29.

الشكل رقم 05: العلاقة بين نسبة الاستدانة الى الأموال الخاصة وبين تكلفة الإفلاس.



المصدر: إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دوائر الأردن 2006، ص: 379.
 تعليق: من خلال الشكل نرى أنه عندما كانت نسبة الاستدانة اقل من X لم تكن هناك تكلفة للإفلاس، ومن ثم فإن تكلفة الأموال خضعت فقط لتأثير الضريبة مما يترتب عليه انخفاض مضطرد في تلك التكلفة، وبدأت تكلفة الإفلاس في ظهور بعد النقطة X إلا أن حجم هذه التكاليف كان أقل من الوفورات الضريبية التي صاحبت زيادة نسبة الاستدانة، الأمر الذي أدى إلى استمرار انخفاض تكلفة الأموال نحو الارتفاع، وعليه يمكن القول أن النسبة المثالية للاستدانة إلى الأموال الخاصة (الهيكل المالي الأمثل) في ظل وجود تكلفة الإفلاس، تتخذ بالنقطة Y التي عندها كانت تكلفة الأموال في حدها الأدنى.¹

الفرع الثاني: نظرية الوكالة: La Théorie De L'argence

أول الأبحاث في هذا المجال قام بها كل من Mekling & Jensen سنة 1976 وتعرف الوكالة على أنها عقد بموجبه يقوم الشخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يدعى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة له وباسمه فيما يتعلق بالمؤسسة، بحيث يوجد هذا العقد بين المساهمين أو المقرضين، المسيرين، من خلال قيامهم بجزء من سلطاتهم، وكل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم منفعته الخاصة قبل المنفعة العامة، ما يؤدي إلى ظهور تعارض وتناقض المصالح،² حيث نشأت هذه النظرية مع التأكيد على العقود الاختيارية التي ظهرت بين أطراف المؤسسة العديدة كحل كفؤ وفعال للصراعات بين المصالح، إذ تهدف هذه النظرية إلى تقديم خصائص العقود المثلى، والتي يمكن

1 أنفال حدة خبيزة، نفس المرجع السابق، ص: 30.

2 مروان ابو فوضة، عقد الوكالة، وتطبيقاته في المصارف الاسلامية، مجلة الجامعة الاسلامية، المجلد 17، العدد 2، 2009، ص: 792.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي والنظري للهيكل المالي

أن تعقد بين الموكل والوكيل، وقد أشار الباحثان Mekling & Jensen إلى نوعين من التكاليف للوكالة :

1. تكاليف وكالة الديون: ناجمة عن تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين، وقد تتمثل في الخسائر الناجمة عن تأثير القرارات الاستثمارية للمؤسسة، التكاليف التي يتحملها الدائنون للرقابة على قرارات الإدارة، أو تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم .
 2. تكاليف وكالة الأموال الخاصة: تنتج من تعارض المساهمين والمسيرين ، بحيث يتحملها المساهمون من اجل ردع تصرفات المسيرين ، والحد من انحرافات التسيير.¹
- وفي إطار التقليل من الآثار السلبية للعقود الناقصة، تبرز تكاليف سماها Mekling & Jensen بتكاليف الوكالة والمتمثلة فيما يلي :

1. تكاليف الرقابة : يتحملها الموكل بهدف مراقبة نشاط الوكيل ، وتحفيزه على العمل من اجل حماية مصالحه ، حيث إن الوكيل بالنسبة للمساهم هو المسير ، إما الوكيل بالنسبة للدائن يتمثل في المساهم.
2. تكاليف التبرير (تكاليف الإثبات): هي نفقات يتحملها الوكيل قصد إثبات نوعية القرارات المتخذة أمام الوكيل، أي المسير أمام المساهم. وفي الوقت ذاته يتحملها المساهم أمام الدائن.
3. التكاليف المتبقية: يتعلق الأمر بالخسارة المتبقية التي يمكن أن تفسر بتكلفة الفرصة التي لها علاقة بالتسيير المباشر للموكل.²

(مثلا تحويل الموارد للمنافع الشخصية على حساب مصلحة الملاك).

و سواء نجمت تكلفة الوكالة عن تعارض المساهمين والمسيرين، أو تعارض بين المساهمين والمقرضين ، فإن العديد من الدراسات أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد مع زيادة نسبة الاستدانة في المؤسسة، ويزيد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمؤسسة أي أن هذه الأخيرة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.³

وإذا كانت $Va(A)$ هي القيمة الحالية لتكلفة الوكالة، فيمكن صياغة القيمة السوقية للمؤسسة في المعادلة التالية:⁴

$$Vt = Vu + Vd + Va(f) - Va (A)$$

1 لزعم سمية، اثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، كلية

العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص: 79-80.

2 شعبان محمد، مرجع سابق، ص: 65.

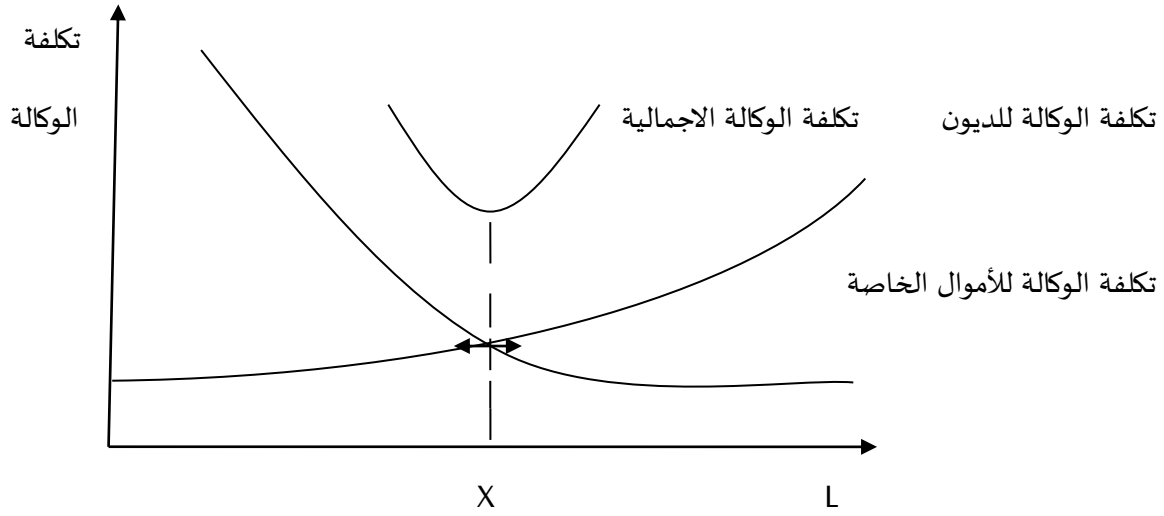
3 لزعم سمية ، مرجع سابق، ص: 81.

4 زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 31، جامعة

سكيكدة، الجزائر، 2009، ص: 106.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي والنظري للهيكل المالي

ويمكن تمثيل الهيكل المالي حسب نظرية الوكالة في الشكل الموالي :
الشكل رقم 06 : الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة.



المصدر: لزعم سمية، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصد في مباح، ورقلة، 2011-2012، ص:80.

التعليق : يتضح من خلال هذا الشكل أنه كلما زادت نسبة الاستدانة انخفضت معها تكلفة الوكالة بالنسبة للأموال الخاصة، وبالمقابل ارتفاع في تكلفة الوكالة بالنسبة للديون، وبالتالي فإن الهيكل المالي الأمثل يتحدد عند النقطة X والتي تكون عندها مجموع تكاليف الوكالة سواء للديون أو الأموال الخاصة، في أدنى حد لها.¹

حسب هذين الاقتصاديين قد تحمل هذه العلاقات . التضارب والنزاع في المصالح التي تعتبر عوامل للتكلفة، ويظهر هذا النزاع انطلاقاً من إشكالية عدم التماثل في المعلومات (Asymétrie De L'informations) والسلوك الانتهازي لدى الأطراف، يعبر 1998 عن مستويات عدم التماثل في المعلومات المرتبطة بنظام الحوكمة في المؤسسات:²

- عدم التماثل في المعلومات الموجودة بين المسيرين وممثلي المساهمة.

-عدم التماثل في المعلومات بين المساهمين وممثلهم (مسألة الثقة).

إن ما يميز نظرية الوكالة، هو أنها ترفض فرضية تطابق المصالح بين كل الأطراف في المؤسسة وذلك فهي تقترح إدارة هذه التناقضات بشكل أمثل خاصة بواسطة القرارات المالية المناسبة، فالهيكل المالي الأمثل في ظل تكلفة الوكالة يسمح بحل تنازع المصالح، ويسمح بتنظيم القيمة الإجمالية

¹ لزعم سمية، مرجع سابق، ص:82.

² بلبركاني ام خليفة، اليات الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة التنظيم والعمل، العدد5، بت، ص:4.

للمؤسسة عن طريق التقليل من التضارب في المصالح بين المساهمين والمسيرين من جهة، وبين المساهمين والمقرضين من جهة أخرى، وتدنية تكاليف الديون بشكل أمثل.¹ ولكي يتأكد المقرضون أن إدارة المؤسسة لم تخل بشروط التعاقد، فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم ويطلق على التكاليف التي يتحملها المقرضون هنا بتكاليف الوكالة، وكما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن المقرضون عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك.²

المطلب الثالث : نظرية الإشارة ونظرية التدرج التمويلي

يعتبران من النظريات الحديثة اللتان درستنا الهيكل المالي في المؤسسة ، وقد ظهرت في منتصف السبعينات، ألوها نظرية الإشارة ونظرية التدرج التمويلي.

الفرع الأول: نظرية الإشارة : (La Théorie du signal)

تقوم هذه النظرية على مفهوم عدم تماثل المعلومة التي تميز الأسواق المالية، بحيث أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات قد تكون فعلية ولا تفسر الوضعية الحقيقية للمؤسسة إذ يؤكد الباحثون أن المسير الأحسن أداء هو الذي يستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة لا تستطيع المؤسسات الضعيفة القيام بها، وتميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء بحيث يمكن أن تكون الإشارة تركيبة رأس المال ، توزيعات الأرباح ... الخ وقد بنيت هذه النظرية على أساس نموذجين أساسيين هما :

1. نموذج ROSS: قدم ROSS نموذج لسنة 1977 فيما يتعلق باستخدام الهيكل المالي كإشارة عن المعلومات الداخلية للمؤسسة حسب هذا النموذج يستخدم الميسرون نسبة الاستدانة كمؤشر على ارتفاع أداء المؤسسة، إذ كلما ارتفعت نسبة الاستدانة دل هذا على قدرة المؤسسة على الإيفاء بديونها وبالتالي فهي الأحسن أداء.³

2. نموذج Pyle & Ieland : ظهر هذا النموذج سنة 1977، ويقوم على أساس أن المسيرين يعلمون قيمة التدفقات النقدية المستقبلية، وهذا ما يجعلهم يحتفظون بالأشهم العادية من عدمه حسب قيمة هذه التدفقات، وبالتالي فإن المستثمر الرشيد سيتجه نحو المؤسسة التي يحتفظ مسيرها ينسبه أكبر من الأشهم كدليل على المردودية المستقبلية الجيدة للمؤسسة.⁴

1 نبيلة سهايلية، عناصر الهيكل المالي واثرتها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد، 2017، ص: 251.

2 منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل لتمويل الشركات، منشأة المعارف للنشر، الاسكندرية، 2003، ص: 277.

3 محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر ناشرون وموزعون، 2014، ص: 203.

4 حميدو رضاني، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، ص: 46.

الفرع الثاني: نظرية التدرج التمويلي
وتحتوي على:

1. النموذج : ويتمثل في

1-1- نموذج Myers Myers & Majluf : حسب هذا النموذج يصلح التمويل التسلسلي في حال كون تكاليف إصدار الأسهم جديدة أكبر من تكاليف الاعتماد على الاستدانة، وبالتالي فإن المؤسسة تمويل استثماراتها أولاً بالتمويل الذاتي، ثم تلجأ الاستدانة، وفي الأخير تصدر أسهم جديدة .

2-2- نموذج Williamson (1988): حسب هذا النموذج يتم اختيار مصدر التمويل حسب خصوصية الأصل المراد تمويله، فإذا كان الأمر يتعلق بتمويل أصل خاص تفضل المؤسسة الرفع في رأس المال علي الاستدانة، أما إذا كان الاستثمار يتمثل في أصل غير خاص فتلجأ المؤسسة للاستدانة.

3-1- نموذج Myers (1990): حسب Myers ترتيب أفضلية مصادر التمويل يكون على الشكل التالي:

- تعتمد المؤسسة في توفير الموارد المالية على التمويل الذاتي (التمويل الداخلي) كأول وأهم مصدر مالي تلجأ إليه، وهذا من خلال الموازنة بين المعادلات توزيع الأرباح والفرص الاستثمارية المتاحة.

- إذا أصبحت الحاجة ملحة للتمويل الخارجي فالمؤسسة تفضل في البداية الاعتماد على الاقتراض ثم السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ويأتي في المرتبة الأخيرة إصدار أسهم جديدة .
محتوى النظرية : قام مايرز في مقاله الشهير " The Capital structure puzzle " عام 1984، بنشر نظرية تعود جذورها إلى الباحث Donaldson، حيث أجرى ماير دراسة ميدانية في عام 1996، خرج منها بنظرية تقوم على مفهوم عدم تماثل المعلومات Asymétrie D'information .

وتهدف هذه النظرية إلى تفسير العوامل التي تؤدي ببعض المؤسسات إلى الاستدانة استناداً للمؤسسات الأخرى والسبب الرئيسي في ذلك هو عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والسوق المالي كما تهتم النظرية بالسلوك المالي للمؤسسة وتنص على أن المؤسسة تفضل اللجوء إلى المصادر الداخلية قبل اللجوء إلى المصادر الخارجية. وبالتالي تزداد قيمة المؤسسة وفق هذه النظرية، كلما كانت المؤسسة قادرة على إصدار إشارات ايجابية حقيقية معبرة بذلك على أدائها مما يؤدي إلى زيادة قيمة أسهمها وبالتالي قيمة المؤسسة.¹

¹العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراء، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010-2011، ص ص: 65-66.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي والنظري للهيكل المالي

وخلصه كما ورد في هذا المطلب حسب النظريتين فإن المؤسسات تفضل تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي، ثم ذلك تلجأ للاستدانة ولا تستعمل الرفع من رأس المال إلا بشكل استثنائي.

خلاصة :

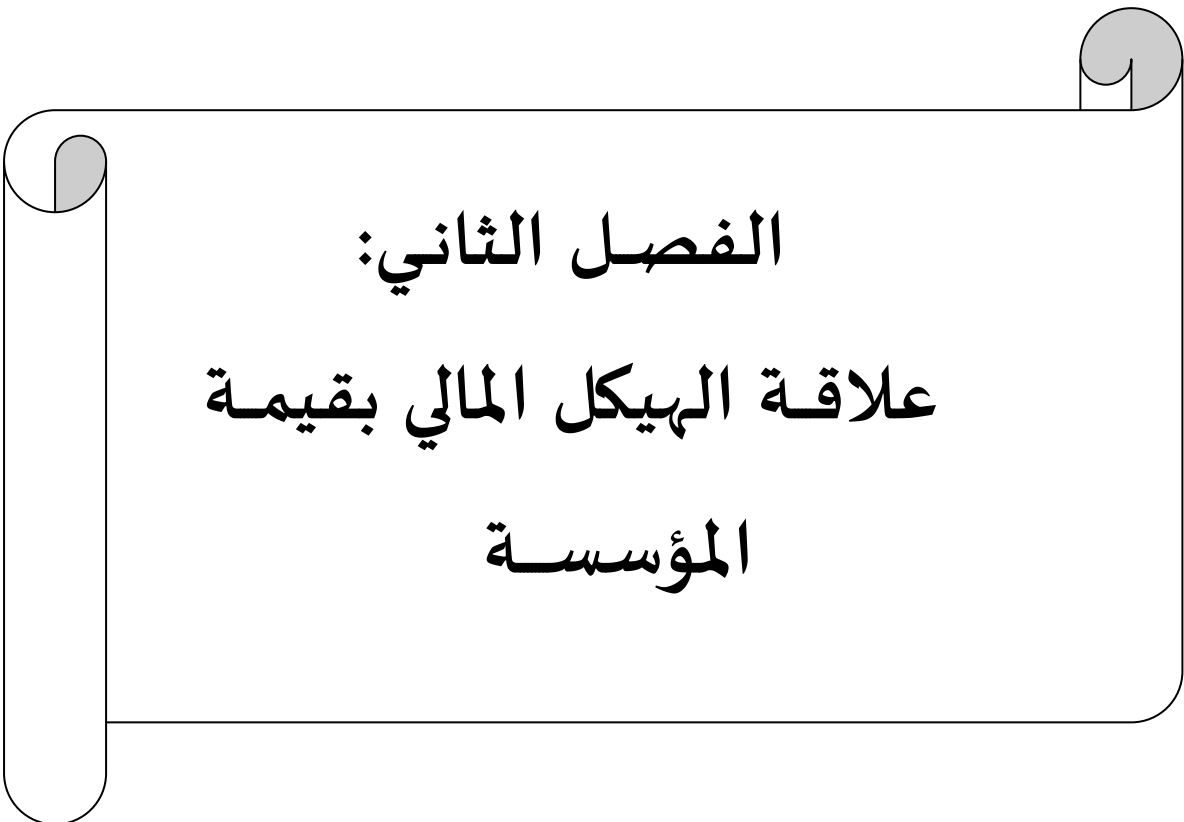
من خلال هذا الفصل تطرقنا إلى ماهية المؤسسة الإقتصادية وتعرضنا إلى عدة تعاريف للمؤسسة منها أنها عبارة عن كيان إقتصادي و اجتماعي متجانس يجمع بين الموارد البشرية المادية و المالية من أجل تحقيق أهداف معينة، ثم تم التطرق الى أهم وظائفها و أيضا إلى الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها .

إن أهم النقاط المتعلقة بماهية الهيكل المالي بداية بمفهوم الهيكل المالي الذي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ممتلكة أو مقترضة وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، ووضحنا الفرق بين الهيكل المالي و هيكل رأس المال، حيث أن الهيكل المالي يتكون من جميع مصادر التمويل طويلة أو قصيرة الأجل في حين أن هيكل رأس المال يتكون من مصادر التمويل قصيرة الأجل، كما بينا مكونات الهيكل المالي و دراسة مصادر التمويل، وكذا تطرقنا إلى محددات الهيكل المالي وهي مجموعة من العوامل التي يجب أخذها بعين الإعتبار عند تحديد أنواع الأموال المستخدمة في تمويل المؤسسة .

كما تطرقنا إلى النظريات المفسرة للهيكل المالي، حيث يعترف مودكيلياني و ميلر بوجود هيكل تمويلي أمثل في ظل وجود ظرائب بإعتبار أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تساوي القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة و تنتمي لنفس الدرجة من الخطر ، وفي ظل هذه الصراعات ظهرت نظرية التسوية لتكشف أمثلية هيكل التمويل لا تتحقق إلا من خلال تحقيق التوازن بين تكاليف إفلاس الوفرات الظريبية، وظهرت العديد من التيارات المالية الحديثة لتبرز وجود تكاليف الوكالة، و تبين أثرها السلبي على تكلفة التمويل و قيمة المؤسسة، كما وجدت نظرية الإشارة لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها التمويلي .

وقد تم رفض فرضية وجود هيكل تمويلي أمثل وفق نظرية التدرج التمويلي، وهذا بسبب عدم تماثل المعلومات بين الأعوان من داخل و خارج المؤسسة .

أبرزت النظريات المفسرة لقيمة المؤسسة و هيكل التمويل إختلافا واسعا في وجهات النظر حول وجود هيكل تمويلي أمثل من عدمه، إلا أنها ساهمت بشكل واسع في بيان أثر الهيكل التمويلي على تكلفة الأموال، و هو ما يؤثر عكسيا على قيمة المؤسسة.



الفصل الثاني:
علاقة الهيكل المالي بقيمة
المؤسسة

تمهيد:

شهد العالم في الآونة الأخيرة تطورات كبيرة خاصة مع انتشار شبكة المعلومات التي أدت إلى ظهور تطور الأسواق المالية وارتباطها وحرية انتقال رؤوس الأموال خاصة في ظل اتفاقية المنظمة العالمية للتجارة OMC، والانتقال من اقتصاديات الاستدانة لاقتصاديات رأس المال، الأمر الذي فتح أمام المؤسسات بدائل التمويل في زيادة البدائل المتاحة يزيد القرار تعقيدا. كان هدف الميسر المالي في السابق هو تعظيم الربح دون مراعاة القيمة الزمنية للنقود في ظل مقولة دينار اليوم خير من دينار الغد، وبعد ذلك انتقل الهدف إلى تعظيم ثروة الملاك دون مراعاة تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين ودرجة المخاطرة، يتمثل الهدف الحديث للميسر المالي في تعظيم قيمة المؤسسة والذي يتم تحقيقه من خلال تعظيم القيمة المضافة السوقية (MVA)، والتي هي تابعة لطبيعة السوق، أو عن طريق تعظيم القيمة المضافة الاقتصادية (EVA)، من هذا المنطلق بات من الضروري التعريف بهذا الهدف الحديث، مؤشرات تحقيقه، ومناهج قياسية وعليه سنتطرق في هذا الفصل إلى مختلف العناصر المتعلقة بقيمة المؤسسة، وأيضا العلاقة بين الهيكل المالي والخيار الاستراتيجي من خلال المباحث التالية :

المبحث الأول: ماهية قيمة المؤسسة.

المبحث الثاني: طرق قياس القيمة في المؤسسة.

المبحث الثالث: علاقة الهيكل المالي والخيار الاستراتيجي.

المبحث الأول: ماهية قيمة المؤسسة

تتوقف قيمة أي أصل على عدة عوامل، الجهة التي يتم إجراء تقديم القيمة لصالحها، ونوعية القيمة الجاري قياسها والتوقيت الذي يتم فيه تقدير القيمة والغرض من عملية تقدير القيمة، كل هذا يجعل من مفهوم القيمة مفهوما ليس واضحا ومباشرا، ومن خلال هذا المبحث سنتعرض إلى جملة من المفاهيم حول قيمة المؤسسة لإزالة هذا الغموض حول مفهوم القيمة فضلا عن مبادئ عملية التقييم وأهدافها.

المطلب الأول: مفهوم القيمة

التعريف الأول: القيمة هي عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية، من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر.

التعريف الثاني: القيمة من الممكن أن تكون موجودة من دون تبادل فهي تركز عن التقدير النظري المعتمد علو مفهوم المنفعة والذي قام المستثمر أو المقيم بالمقارنة مع مختلف السلع المتاحة وتحويل القيمة إلى سعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض الطلب الحقيقيين. من خلال ما سبق نستنتج أنه للقيمة عدة تعريفات وليس لها تعريف محدد ومن هنا سنتطرق إلى بعض منها:

1. **قيمة التبادل: Echange** وهي القيمة التي يستعد المستهلك لتدفعها من أجل حصوله على منتج أو خدمة ما مقدمة، وهو ما يستدعي نقطة التعادل من طرف البائع والمشتري، كما أنها خاضعة تماما لمعطيات توازن السوق في امتداد نشاطها وجزء من تشكلها إلى دائرة الإنتاج.¹
2. **قيمة الاستعمال:** وهي قيمة المنفعة التي يحققها المستهلك من المنتج ولو كان المنتج قديما وعديم قيمة التبادل وهو المنتج الأكثر شيوعا.²
3. **القيمة السوقية:** قدمت لجنة معايير التقييم الدولية (IVSC) في المعيار الثالث الخاص بتقييم الأصول لأغراض إعداد القوائم المالية والحسابات المرتبطة بها تعريف كمايلي:

The Estimated Amount For White An Asset Should Exchange On The Date Of Valuation Batwing A Willing Buyer Amda Willing Seller In A Arms Length Transaction After Proper Marketing Where In The Parties Had Each Acted Knowledgeably. Prudently . And Without Compulsion.³

¹شكيب بن بديرة الطيلي، توسعة المرصاد مدخل نقدي مختصر كمفاهيم الاقتصاد السياسي، 2014، ص:116.

²شكيب بن بديرة الطيلي، نفس المرجع، ص:117.

³الهوري السوداني، تقييم المؤسسة ودورة في اتخاذ القرارات في اطار التحولات الاقتصادية في الجزائر، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراء، كلية العلوم الاقتصادية والتجاري وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007، ص:35.

تبدو القيمة من التعريف أعلاه أنها مبلغ تقديري يمكن من مقابلة تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتري وبائع راغبين في تنفيذ عقد الصفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوفر لكل منهما المعلومات الكافية ولهما مطلق الحرية وبدون وجود إكراه على إتمام الصفقة.

4. قيمة التصفية: Liquidation Value وتعرف بالمبلغ الذي يمكن الحصول عليه من أحد الأصول أو المجموعة من الأصول أو كافة أصول الشركة بمعزل عن المؤسسة أو التنظيم الإداري الذي كان يستخدمها.¹

5. القيمة الدفترية: هي القيمة المالية لأي شركة طبقا لما هو وارد في ميزانيتها، وحسب القيمة الدفترية على النحو التالي:

القيمة الدفترية = رأس المال التراكمي المدفوع + الأرباح الغير الموزعة المضافة سنويا + الاحتياطي.
✓ رأس المال المدفوع هو مجموع الاستثمارات الكلي الوارد إلى إي شركة نتيجة شراء المستثمرين لأسهمها، والأرباح الغير موزعة كما يشير الاسم هي الأرباح التي يعاد استثمارها مرة أخرى في الشركة بعد دفع حصص المستثمرين، أما بالنسبة الاحتياطي فهو المال الذي تبقيه الشركة جانبا للحالات الطارئة.²

6. القيمة المستقبلية: هي قيمة المبلغ المجمع لمقدار حالي من النقود أولجمله دفعات نقدية بمرور الوقت ومعدل فائدة معينة.³

7. القيمة حسب العائد: هي عبارة عن الثمن الذي يقبل شخص آخر دفعه للحصول على العائد الذي يعطيه السهم المعني.⁴

8. قيمة شهرة المحل : هي الفرق بين القيمة الإجمالية للمنشأة في مجموعها وإجمالي القيمة العادلة لصافي الأموال المستقبلية.

- صافي الأصول المستقلة هي تلك الأصول والالتزامات التي يمكن التعرف عليها وبيعها بصفة مستقلة ودون الحاجة للتخلص من المنشأة بأكملها وهي تشمل الأصول الغير ملموسة القابلة للتعريف (التحديد) مثل براءات الاختراع والتراخيص والعلامات التجارية.⁵

9. قيمة الإحلال: هي قيمة أصل جديد ذو منفعة مساوية لمنفعة أصل معين، حيث تكون قيمتها دائما موجبة.⁶

¹ محمد أمين ايت عزت، الإدارة التمويلية في الشركات، العبيكان للنشر، 2015، ص: 711.

² الموقع: نادية اللوزي، القيمة الدفترية، منتدات أعمال الخليج، تاريخ الإطلاع 2018/01/28.

³ محمد علي العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة 01، الأردن، 2007، ص: 329.

⁴ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2008، ص: 152.

⁵ آدم الصاوي، تعريف شهرة المحل، منتدى المحاسب العربي، تاريخ الإطلاع 2018/02/05، ص: 31.

⁶ أموري كاظم، مقدمة في القياس الاقتصادي، دار المنهل، 2009، ص: 112.

المطلب الثاني: مبادئ التقييم

هناك مجموعة من المبادئ التي تؤثر مباشرة على تحديد القيمة يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

1. مبدأ وجود البدائل :

يفترض هذا المبدأ أنه عند التفكير في أي نقل للملكية يكون أمام كل من المشتري والبائع البدائل لإتمام المعاملة، ولا يعني هذا المبدأ أن كل المبادلات مرغوبة بدرجة متساوية، ولكن يعني ببساطة أن البائع ليس مجبرا على البيع لمشتري معين أو أن المشتري ليس مجبرا على الشراء من بائع محدد، فإذا لم يكن هذا الوضع فإن آلية السوق سوف تتشوه ولن يكون بالإمكان تحديد القيمة السوقية العادلة .

2. مبدأ الاستبدال :

يفترض هذا المبدأ أن المشتري العاقل لا يدفع في ملك أو أصل ما يزيد على تكلفة استبداله بأخر يقوم بنفس الوظيفة، فعلى سبيل المثال المشتري العاقل أو الراشد لا يدفع مقابل جهاز أو معدات مستعملة أكثر مما يمكن أن يدفعه مقابل جهاز أو معدات جديدة تؤدي نفس الوظائف، ولكن تطبيق هذا المبدأ على المنشأة ككل أصعب بكثير حيث أن تقدير التكاليف المطلوبة لاستبدال منشأة أعمال بأخرى أمر بالغ التعقيد.¹

3. مبدأ الإحلال :

لهذا المبدأ أهمية بالغة بالنسبة لتقدير القيمة فهو يقضي بأن قيمة الأصل تتحدد بواسطة التكاليف التي سوف يتم تكبدها لامتلاك أصل بديل بدرجة مساوية، وكمثال : إذا قام مجموعة من المستثمرين درس إمكانية شراء بنك ما فلا تقتصر دراستهم على مستوى البنك المستهدف لوحده بل أيضا السعر المدفوع في البنوك المماثلة أي مقابل البدائل المرغوبة بدرجة مساوية، ومبدأ الإحلال يمثل الأساس النظري بمدخل السوق إلى تقدير القيمة.²

4. مبدأ المنافع المستقبلية :

يفترض هذا المبدأ أن قيمة الأصل أو المنشأة يعكس المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من امتلاك ذلك الأصل أو السيطرة عليه، ومن هذا المنظور فان قيمة أي منشأة أعمال تمثل القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الاقتصادية المستقبلية المتحققة نتيجة ملكية تلك المنشأة. ✓ من الناحية النظرية لا يكون لما حققته المنشأة في الماضي له علاقة بالقيمة، ولكن من

1 بن حمو محمد ، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخصخصة، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015- 2016، ص:5-6.

2 Jean –Eticne Palarb Frankimbert « Guide Pratique D'ema Luation D'entre Prise » Edionsegrolles.2013:p 52.

الناحية العملية فإن الأداء السابق يكون عادة مؤشرا جيدا للأداء في المستقبل ما لم تكن هناك أحداث خارجية غير عادية قد شوهت الاتجاهات الماضية.

ويشكل مبدأ المنافع المستقبلية أساس المدخل إلى تقدير القيمة (التدفق النقدي، المردودة، العائد).¹

المطلب الثالث : أهداف التقييم

إن الحاجة إلى التقييم تظهر عند دخول المؤسسة في بعض المعاملات بغية تحقيق أغراض معينة، وتتمثل فيما يلي:

1. التقييم لغرض الاندماج :

إن عملية الاندماج بين المؤسسات تقوم على أساس توافر فرص النجاح في تعظيم ثروة الملاك لكل من المؤسستين ويجب أن تعكس نتائج الصفقة قيمة محددة للمؤسسة بعد الاندماج تتجاوز قيمة المؤسسة التي اندمجت إذا تم تقييمها منفردة، وتنتج الزيادة في القيمة من خلال بعض المزايا التي يمكن أن تتحقق من خلال الاندماج.²

يعرف الإندماج بأنه أداة للاستفادة من التوسيع في النشاط الرئيسي لشركة ما أو زيادة درجة تنافسية شركة أو خفض تكاليف التشغيل لشركة ما من أجل زيادة كفاءة تشغيل الشركة الدامجة وزيادة معدلات الربحية بها.

كما يعرف على أنه عملية قانونية تتوحد بمقتضاها شركتان أو أكثر لتكوين شركة واحدة.³

2. التقييم لغرض التصفية :

تتم تصفية المؤسسة إذا كانت دراسة أوضاعها الحالية أو المستقبلية تفيد بوجود خلل في الهياكل المالية والتشغيلية والإدارية، وينبغي ملاحظة أن قرار تصفية المؤسسة يكون مبنيًا على أن الخسارة المترتبة على تصفية المؤسسة أقل بكثير من الخسائر التي تترتب على إبقاء ما عليها في المستقبل وفي هذه الحالة فإن الأصول تتحدد بالقيمة السوقية لها في تاريخ البيع.

3. التقييم بغرض الدخول إلى البورصة:

إن دخول المؤسسة إلى البورصة يشكل مرحلة أساسية في حياتها هو عامل مهم جدا لتعجيل نموها وتطورها، ويسمح لها بتحسين ديناميكيتها وفعاليتها. فدخول المؤسسة إلى البورصة يمثل

1 طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات-تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية الإسكندرية، 2008، ص: 26.

² الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009، ص: 77-78.

3 صالح الحمصي، عبد العلي محمد، الاندماج كقال طوق نجاة المؤسسات في بحار المنافسة العالمية، تاريخ النشر 07 يوليو 2007، تاريخ الإطلاع 05 فيفري 2018.

الفصل الثاني: علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة

عامل رفاهية وتعبير بمثابة إظهارها ويعزز بقائها واستمراريتها فيلعب التقييم هنا دور هاماً في تحديد القيمة التي ستتنازل بها المؤسسة عند دخول البورصة.

4.الخصوصية:

لقد أثبت الواقع الاقتصادي في بعض الدول وبعض المجالات الاقتصادية فشل القطاع العام في إدارة المشاريع الاقتصادية بالاعتماد الدائم على الدعم الحكومي لذلك اتجهت إلى الخصوصية، فغرض التقييم في عملية الخصوصية هو قياس الربحية والسيولة، وإعطاء مؤشرات لها في كل مؤسسة كطبيعة النشاط، نجاحه وجاذبيته، ومن جهة أخرى إبراز طبيعة السوق من خلال الوحدات الناجحة والتي تؤدي بدورها إلى المنافسة، كما يهدف التقييم كذلك إلى إنهاء مديونية هذه المؤسسات قبل بيعها واختيار الأسلوب اللازم لذلك، وهذا حسب الطبيعة الاقتصادية لكل منها.¹

وأيضاً من أغراض التقييم:²

- ✓ التقييم بغرض الحصول على قرض بضمان الأملاك .
- ✓ التقييم من أجل حساب الضرائب.
- ✓ التقييم لظروف إعطاء تقدير لمشروع مستمر .
- ✓ التقييم لغرض تحديد قيمة الورثة في الترك العقاري.
- ✓ التقييم لغرض تحديد إيجار للأملاك كنسبة من قيمتها.
- ✓ التقييم لغرض تحديد تكلفة عيوب في الإنشاء في حالة عملية التقاضي.
- ✓ التقييم لغرض تحديد ما إذا كان الاستخدام الحالي للأملاك هو أفضل وأحسن استخدام ممكن لها.

¹الجوزي غنية، مرجع سابق، ص: 78.

²الموقع : WWW.NADER-KHOZAM.COM

المبحث الثاني : طرق قياس القيمة

سنتطرق في هذا المبحث إلى مناهج قياس القيمة والمؤشرات المحاسبية لقياس القيمة فضلا عن المؤشرات السوقية المستخدمة في قياس قيمة المؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول: مناهج قياس القيمة

كما يمكن تحديد قيمة المؤسسة المحاسبية كما يلي: تزودنا الكشوفات المالية المحاسبية بقيمة المؤسسة بأسلوب الجرد لكل من الأصول، ويتوقف تحديد القيمة المحاسبية (la valeur bilentielle) بثلاث أساليب :

✓ يمكن تحديد القيمة (VB): بالفرق بين الأصول الصافية التي تمثل الفرق بين عوائد المساهمين ومبلغ الديون المترتبة على المؤسسة.

✓ قيمة التصفية: وهي أدنى قيمة التي يمكن تحديدها للمؤسسة، وهو الخط الأحمر بحيث لو تدهورت قيمة أسهم المؤسسة عن هذا الحد تؤول هذه المؤسسة إلى العرض العام للأسهم OPA، وهي مجموع الوحدات النقدية المكافئة، بحيث لو بيعت المؤسسة وغطت المصاريف التي ترتبت عليها والباقي يحول إلى المساهمين.1

✓ قيمة الاستبدال: تمثل تكلفة استبدال الأصول الحالية للمؤسسة، وقيمة الديون بعبارة أخرى قيمة الاستثمار الموازي لنفس شروط المؤسسة، في ظل نفس الظروف وإنتاج نفس الخدمات بنفس العوائد للمؤسسة الأصلية، أي تكلفة الاستبدال يعتقد العديد من المحللين بأن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتعدى قيمة الاستبدال والأمر ليس كذلك فقد تكون القيمة السوقية أعلى من قيمة الاستبدال لكن هذا لن يمانع المستثمرين بالمضي قدما نحو الاستثمار، ولو كلف الأمر في الوهلة الأولى تكاليف وأعباء معتبرة، مما يجعل الكثير من المستثمرين، ينشؤون مؤسسات على هذا النحو، ويؤدي ذلك إلى انخفاض تدريجيا للقيمة السوقية للمؤسسة إلى أن تتساوى مع قيمة الاستبدال يعود السبب في تباين قيمة الاستبدال عن القيمة السوقية إلى فائض القيمة، وبالتالي تتأثر قيمة المؤسسة بأسلوب الذمة المالية بعوامل عدة: منها قيمة الأصل المصحح Actif net corrigé القيمة الجوهرية الخامة Valeur substantielle brut الأموال الدائمة مع الأخذ بعين الاعتبار Goodwill فائض القيمة الايجابي، ويتم احتساب هذه العناصر من خلال معطيات الميزانية وجدول النتائج والملاحق، مما يعطي للأسلوب الذمة المالية، الطابع التاريخي و الستاتستيكي .

2Statique

1دادن عبد الغني، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، الجزائر، 2006-2007 ، ص:27.

2 Thierry poulain : la politique de financement de entreprise patrimoniales et familiales cotées : un test de la théorie du free-flow, in *revue financier* N°153, 2005, P4.

الفصل الثاني: علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة

وإرسال التوقعات المستقبلية المبنية على أساس تقدير التدفقات المستقبلية للأرباح والتدفقات النقدية للمؤسسة Cash-flow. فالميزانية تعطي صورة محاسبية، وليس اقتصادية حول نشاط المؤسسة.

✓ الأصل الصافي: Actif net

يحتسب بأسلوبين : إما عن طريق الفرق بين الأصول المنخفضة (non-valeurs) والخصوم المتحققة وقيمة الأموال الخاصة بعد توزيع نتائج الدورة.

الأموال الخاصة : الحالة الصافية + إعانات الاستثمار + الإطفاءات المعادلة.

أو الأموال الخامة : الأصول الثابتة + الأصول المالية والمتداولة – الديون.

نظرا للمعطيات الاقتصادية والمالية والظروف السوقية المحيطة بالمؤسسة الاقتصادية وخاصة منها القيمة السوقية للأصول الثابتة أول العنصر الجبائي، والضرائب المتوقعة، يصبح مفهوم الأصل الصافي المحاسبي (A.C) قاصرا عن إعطاء القيمة الحقيقية للمؤسسة، ويتم تصحيحه ليأخذ اسم الأصل الصافي المصحح (ANC) الذي يعرفه الخبراء المحاسبين بأنه مبلغ رأس المال الجاري المستثمر الذي يمكن من إعادة تشكيل الذمة المستعملة في المؤسسة ANC :

$$ANC = AC - EC$$

أي الفرق بين المصحح والمديونية المصححة، والأصل المصحح الأصل المحاسبي مضاف إليه (فائض القيمة +/- ناقص القيمة) حسب حالته.

حسب هذا المنظار فإن قيمة المؤسسة هي المجموع الجبري لعناصر الأصول والخصوم المشكلة للذمة المالية للمؤسسة، خلافا للمنظور الذي يرى بأنها الوحدة التي تضع تحت تصرفها مجموعة من الوسائل المادية والبشرية لتحقيق منفعة¹.

✓ القيمة الجوهرية: VSB.

لايعول على هذا المؤشر في حساب قيمة المؤسسة، ولكن الهدف منه حساب قيمة GOODWILL وتعتبر مجموعة الاستخدامات المادية للمؤسسة المستعملة بصرف النظر على كيفية التمويل وتحسب بالعلاقة التالية :

$$VSB = ANC + DETTE + SVB + F - ETS - F$$

حالة التشغيل + الإضافات الجوهرية + مصاريف المؤسسة – مصاريف إعداد آلة في VSB-ANC
VSB= ANC+ Dette accourt, moyen et long terme+complément de substance (bren allocation + biais en crédit- bail, effets ecomptions non échas+frais

1 عيساوي نادية ، تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية ، مذكرة مقدمة لمتطلبات نيل شهادة الماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة متنوري، قسنطينة، الجزائر، 2004-2005، ص: 64.

d'établissement-frais de réparation a engager pour maintenir, certains biaisent état de fonctionnement.¹

✓ الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال:

يعتبر مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال الذي أدخل من طرف A. Bernay été alba ، البديل الذي جاء إثر إنتقادات والخلط الذي يكتنف طريقة القيمة الجوهرية، خاصة ما يتعلق بشكل تمويل العناصر الضرورية للاستغلال. يتخلص فحوى هذه النظرية في أخذها بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال في المؤسسة، والمتمثلة في الموارد المالية اللازمة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستغلال والاستثمار. وإذ تنطلق هذه الطريقة من مفهوم التوازن المالي للمؤسسة، وعليه يمكن كتابتها بالشكل التالي :

وتحسب المعادلة التالية:

الأموال الضرورية للاستغلال = القيم الجوهرية الخام خارج الأصول المتداولة + الاحتياج في رأس المال العامل.

مع العلم أن القيم الثابتة تتضمن الاستثمارات المحصل عليها عن طريق تقنية القرض الإيجاري وكذلك العتاد المستأجر، تعتبر طريقة الأموال الدائمة للاستغلال أكثر عند استعمالها في التوقعات المستقبلية، لأن هذه الأخيرة متناسقة مع حركية الاستثمارات واحتياج رأس المال العامل الواجب تمويلها، على عكس طريقة القيم الجوهرية الإجمالية التي لا تصلح أن تستعمل في المستقبل لعدم تناسق الربح التوقعي (عنصر ديناميكي) ومكوناته (عنصر ثابت). وعليه فهي تصلح في الماضي لسهولة حسابه.

ومن الملاحظ بعد عرض طريقة تقييم الذمة المالية أنها عموماً تحسب قيمة المؤسسة من منظور المؤسسة كما أنها تعبير المؤسسة مجموعة من الأصول حيث أنها تستبعد كيفية تنظيم المؤسسة وعملها.²

✓ مقارنة التدفقات :

يعتمد هذا التصور على فكرة أن قيمة المؤسسة لا تعبر عن تراكم عناصر ممتلكاتها وإنما عن توقع الأرباح المستقبلية: فالمشترى لمؤسسة يهتم أولاً بالمدخيل المستقبلية المتوقعة، في هذه الحالة تمثل قيمة المؤسسة في القيمة الحالية للمدخيل المستقبلية المنتظرة.

ويمكن تقسيم هذه الطريقة إلى مجموعة من الطرق الفرعية التي يمكن حصرها في النقاط التالية:

✓ الطرق المرتكزة على مقارنة الربح، في هذه الحالة فالربح قد يكون:

¹ بكاري بلخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة، مجلة الباحث، العدد 10، 2010 ص: 78.
² بوشوارب فوزية، تقييم المؤسسة باستخدام مقارنة التدفقات دراسة تطبيقية في المؤسسات الاقتصادية، مذكرة مقدمة لمتطلبات نيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة (لامرمولاي) سعيدة، 2013-2014، 17.

- قيمة المردودية
- قيمة التدفقات الخزينة
- نسبة سعر السهم/ الربح

- الطرق المرتكزة على التدفق النقدي مثل (تدفقات نقدية إجمالية ، تدفقات نقدية صافية متاحة لصحاب الأموال.¹

✓ فائض القيمة GOOD Will:

أساسيات هذه المقاربة هو أن للمؤسسة قيمة أعلى من مجموع عناصر الأصول والخصوم (المراد تقييمها) (ANCE: Actif net compta bé corrigé) وذلك بسبب المزايا المعنوية المتاحة في المؤسسة والتي يمكن حصرها في النقاط التالية: 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 إعتبار مقاربة فائض القيمة (GW) على أنها أدلة تصحيحية لقيمة الذمة المالية.

- يمكن حساب فائض القيمة بواسطة الطرق المباشر مثل (الطريق أنجلوسكسونية، طريق الربح المختصرة لفائض القيمة، طريقة إتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين..... الخ) أو باستعمال طريق غير مباشر مثل (الطريقة الغير مباشر الصافية، الطريقة غير المباشرة الإجمالية)²

¹ سعدي سكيبة إيمان، مقال بعنوان : نموذج خصم التدفقات النقدية المتاحة كألية لخلق القيمة في المؤسسة، مجلة دراسات وأبحاث، العدد 27 جوان 2017، ص:11.

2 بن حمو عصمت محمد، مرجع سابق، ص:32.

المطلب الثاني: المؤشرات المحاسبية

استخدمت هذه المؤشرات قبل منتصف الثمانينيات، حيث تتمثل هذه المؤشرات أساساً في النتيجة الصافية، ربحية السهم الواحد، الفائض الإجمالي للاستغلال، نتيجة للاستغلال، تدفقات خزينة الاستغلال، الأموال الخاصة للسهم الواحد CPPA، حيث أخذت كقيم مطلقة دون الأخذ بمبدأ النسبية الذي نادي به، ريكاردو ومنذ زمن بعيد، مما أدى إلى ظهور جيل آخر تمثل أساساً في المردودية الاقتصادية المردودية المالية، أثر الرافعة وتتمثل أهم هذه المؤشرات في:

1. ربحية السهم الواحد (BRA/ EPS) :

يتمثل هذا المؤشر في النتيجة الصافية للسهم الواحد ربح/خسارة لسنة معينة، وله أهمية بالغة بالرغم من النقائص التي تشوبه، ففي العادة يتم تقسيم النتيجة الصافية للدورة على عدد الأسهم لكن هناك اختلاف في التطبيقات، ففيما يخص المحاسبة في ظل المعايير المحاسبية الدولية AS/IFRS، حدد المعيار المحاسبي الدولي (IFRS) مفهوم وكيفية حساب هذا المؤشر، حيث يشترط عند حسابه طرح توزيعات الأسهم الممتازة، والأثار المترتبة عن إصدارها من جهة، وحسابه لنشاط الاستغلال وللنشاط الإجمالي من جهة أخرى، كما يجبر هذا المعيار المؤسسات المطبقة للمعايير المسعرة، وغير المسعرة الإعلان عن ربحية السهم.

2. معدلات المردودية (ROA, ROE) :

تمثل المردوديات الجيل الثاني من المؤشرات المحاسبية حيث أنها تعمل بمبدأ النسبة الذي يقيس الفعالية، وذلك بقسمة النتائج المحققة على الأصول المستخدمة أو الأموال المستثمرة. أما المردودية الاقتصادية فهي حاصل قسمة نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على الأصل الاقتصادي، والمردودية المالية عبارة عن حاصل قسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة، وتستخدم المردودية المالية أو مردودية الأموال الخاصة بكثرة في المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين ... الخ

✓ **المردودية الاقتصادية:** والتي تعبر عن قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من بيع منتجاتها في الأسواق، بشكل مستقل عن كل سياسة تمويل أو إهلاك أو ضرائب على الأرباح، أي الكفاءة الصناعية والتجارية للمؤسسة .

وتمثل هذه النسبة حاصل قسمة نتيجة الاستغلال على الأموال المستثمرة سواء الأموال الخاصة أو الديون، فهي معدل العائد على مجموع الأصول، والتي يجب أن تكون معتبرة في حالة انتماء المؤسسة إلى قطاع صناعي يتطلب توظيف أصول ثابتة ضخمة، أي تراجع في هذه النسبة يؤدي حتماً إلى زيادة الاستدانة وتدهور التوازن المالي للمؤسسة، يمكن حسابها وفق العلاقة التالية:

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \text{نتيجة الاستغلال} / \text{الأموال المستثمرة} \cdot 1$$

1 بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص: 145.

✓ المردودية المالية: تعرف أيضا بأنها مردودية الأموال الخاصة، بحيث تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة، وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية، حيث تأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية.

يمكن حساب مردودية الأموال الخاصة بالعلاقة التالية:

$$\text{مردودية الأموال الخاصة} = \text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}$$

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

3. التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار (CFROI):

يحسب هذا المؤشر عن طريق قسمة الفائض الإجمالي للاستغلال على الأصل الاقتصادي بالقيمة الإجمالية وفق العلاقة التالية:

$$CFROI = \frac{EBF}{BRUIT + BFR}$$

يستخدم هذا المؤشر عادة بالقطاعات التي بها إهتلاكات ومؤونات لا تترجم بالضرورة تدني قطاع الفندقية.

الأموال الخاصة للسهم الواحد (CPPA):

يعطي هذا المؤشر صورة عن ذمة المساهم، يسمي بالانجليزية (Price to Book Ratio)، واستخدامه يشبه إلى حد كبير استخدام مضاعف السعر إلى العائد (PER) وله حالتان :

- مؤشر CPPA أكبر من الواحد، يعني المردودية المتوقعة للأموال الخاصة أكبر من المردودية المفروضة هناك إنشاء للقيمة.
- مؤشر أقل من الواحد دليل على أن المردودية المتوقعة للأموال الخاصة أقل من المردودية المفروضة.¹

¹راضية بوزنادة ، تقييم سياسة الاستنادة في المؤسسة الاقتصادية ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013-2014، ص: 14.

المطلب الثالث: المؤشرات السوقية

دفع هذا النمو المتزايد نسبة التمويل عن طريق الأسهم إلى البحث عن مؤشرات إنشاء القيمة على مستوى الأسواق المالية:

أولاً: مؤشرات الأداء المحقق "EX – POST"

مؤشر خلق القيمة و Stratégie planning Associates

معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر المالي/ المردودية المالية المحققة IV

هناك خلق قيمة محقق $IV > 1$

معدل العائد المطلوب يتم احتسابه انطلاقاً من نموذج تسعير الأصول المالية.

ثانياً: مؤشر الأداء المتوقع "Ex-ante"

1. نموذج Miller و Modigliani

هذا النموذج: يقتصر من كفاءة الأسواق المالية، أفق محدود للدراسة وعدم وجود نمو:

• يتجاهل خطر الإفلاس والفرق بين التكلفة المتوقعة والتكلفة الفعلية للديون.

القيمة السوقية التي تعتمد على القروض = القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد على القروض + القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

القيمة المضافة ذات الطبيعة المالية = القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

2. نموذج Myers: النموذج الذي يعتمد القيمة الحالية الصافية المعدلة VA NA

للتدفقات النقدية لمشروع استثماري، تمثل هذه القيمة تجميعاً لثروة المساهمين، يتضح

ذلك من خلال تقسيمها بالطريقة التالية:

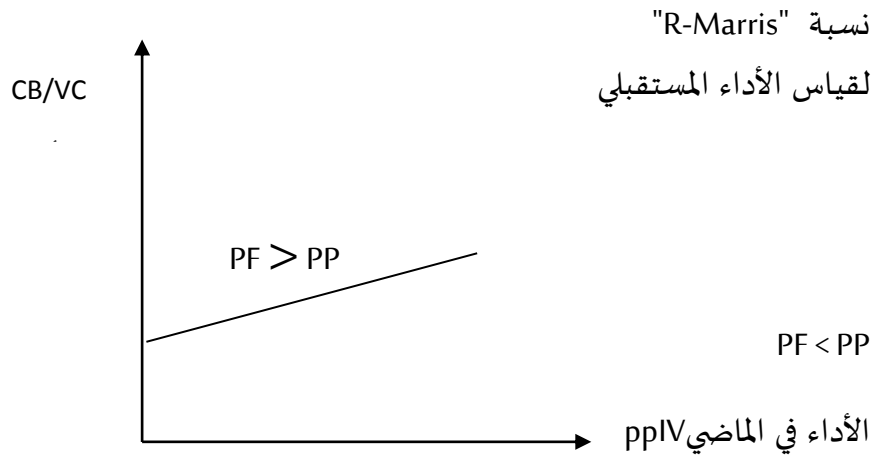
القيمة الحالية الصافية المعدلة = القيمة الحالية الصافية الأساسية + القيمة الحالية الصافية الناتجة عن العوامل الملحقمة المرتبطة بالتمويل.

القيمة الحالية الصافية الأساسية يمكن الحصول عليها من تعيين التدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة لا تعتمد على الديون .

الاعتماد على التدفقات يعبر عن القيمة الناتجة عن المصادر الصناعية للمشروع الاستثماري، ولكن الحصول على نتائج إيجابية في خلق القيمة يتطلب انخفاض معدل العائد المطلوب على الاستثمار وانخفاض معدل تكلفة هيكل رأس المال، وهو الأمر الناتج عن مصادر أولية.¹

¹شهرزاد زغيب و عمان لمياء، قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق الثروة للمساهمين، موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، 2011، ص: 11.

أ.خط القيمة: Droite de la Valeur



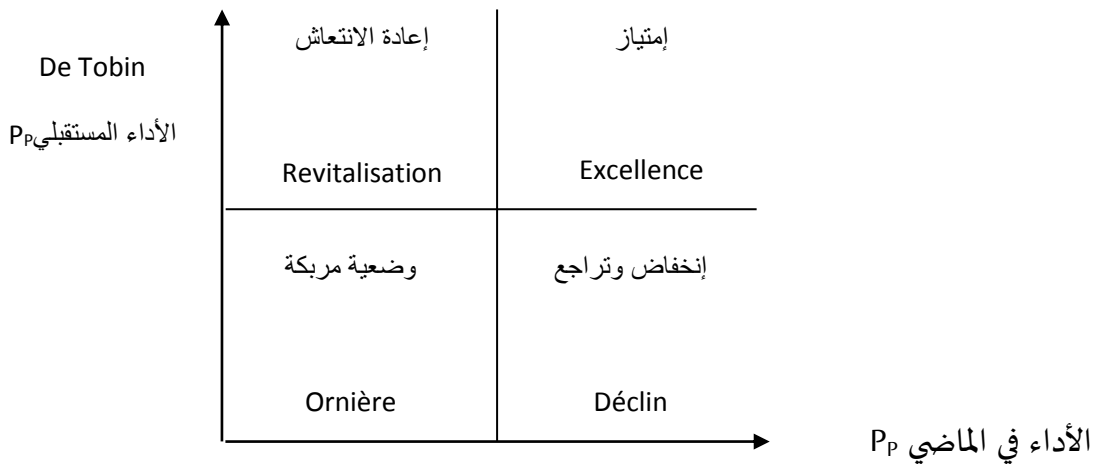
القيمة المحاسبية للأموال المملوكة / رسملة البورصة أو القيمة السوقية للمؤسسة: Ratio M :
CB/VC

هناك خلق قيمة متوقع $CB/VC > 1$

مؤشر قياس الأداء المحقق في الماضي: IV

- يتوقف خلق القيمة المتوقع على سياسة توزيع الأرباح، المردودية الاقتصادية، حجم الديون وتكلفتها.
- أسهم المؤسسات الموجودة أعلى خط السوق يتم الاحتفاظ بها في المحافظ المالية لأن المؤسسات المعينة تخلق قيمة للمساهم في حيث يتم التخلي على الأسهم أسفل الخط¹.

ب. مصفوفة: Mar akan Associâtes



المصدر: شهرزاد ومياء عمان، قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق الثروة للمساهمين موسوعة الاقتصاد والتمويل الاسلامي، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، 2011، ص: 12.

1 Jean – jacques litli - management financier et création de la valeur – Université de rennes -2005-www.igr.univ.rennes1.fr.

الفصل الثاني: علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة

الأداء المستقبلي ← [رسملة البورصة - الديون/الأصول]

الأداء في الماضي ← [المردودية المحققة - معدل العائد المطلوب]

- هذه المصفوفة تحديد تموقع المؤسسة نسبة إلى الأداء المحقق والأداء المتوقع في آن واحد.
 1. القيمة السوقية المضافة: MVA
- القيمة السوقية المضافة = القيمة الحالية لمجموع القيم الاقتصادية المضافة المستقبلية المتوقعة من قبل الأسواق المالية.
- القيم المستقبلية مخصصة بمعدل العائد المطلوب في السوق المالي من طرف المستثمر %r
- القيمة السوقية المضافة = [رسملة البورصة + الديون] - الأصول المحاسبية (أو رأس المال المستثمر).

$$MVA = CB + D - I \quad MVA = \sum EVA / (1 + r\%)$$

$$MVA > 0$$

المؤسسة المستعرة في السوق المالي تخلق للمساهمين ثروة من التسعير في السوق المالي تفوق تلك المحققة من الاستثمار الاقتصادي (النشاط).

عند عدم وجود سوق مالي للقروض تحتسب القيمة السوقية المضافة كالفرق بين رسملة البورصة للمؤسسة والأموال المملوكة

$$MVA = CB + D - (D + Cr) = CB - Cr$$

- القيمة السوقية المضافة هي تطبيق لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة على مؤسسة غير مدرجة وغير مسعرة في السوق المالي.¹

¹ زغيب شهرزاد وعمان لمياء، مرجع سابق، ص: 19.

المبحث الثالث: العلاقة بين الهيكل المالي والخيار الإستراتيجي

إن الهيكل المالي هو الأساس في قيام نشاط المؤسسة ويتعدد كل ماسبق عن الأطراف الداخلية في المؤسسة (مساهمين ، ومسيرين)، وعلى ضوء هذا تظهر وجهات النظر حول كيفية إختيار الهيكل المناسب ومدى تأثير ذلك على الخيار الاستراتيجي الذي تتبناه المؤسسة وانعكاسه على الأداء الداخلى للمؤسسة، هذا ما سنتطرق إليه من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: العلاقة بين المساهمين والمسيرين والهيكل المالي والخيار الإستراتيجي

إن الخيار الإستراتيجي يتأثر بطرفي مصلحة داخل المؤسسة ألا وهما المساهمين والمسيرين، نتيجة تعارض مصالح الطرفين واختلاف تطلعاتهم الحالية والمستقبلية نجد صعوبة بالغة في تحديد واختيار الخيار الإستراتيجي. للمؤسسة يرضي الطرفين ويحقق أهدافهما وبالتالي تحقق أهداف المؤسسة، فيظهر صراع داخلي بين الطرفين.

بالنسبة للمساهمين الهدف الأسمى من إنشاء المؤسسة هو تحقيق أرباح حتى ولو كانت قصيرة الأجل وبالتالي اختيار هيكل مالي مناسب يلي رغباتهم، أما بالنسبة للمسيرين فيهدفون من وراء إدارة المؤسسة وبقائها ونموها وكذا استقرارها إلى أبعد نقطة ممكنة في ظل الإمكانيات المتاحة والمحدودة وكذا العوائق التي يمكن أن تواجهها، وأغلب الخيارات الإستراتيجية التي يتبناها المسيرين تهدف إلى إرضاء الأهداف المعينة.

الفرع الأول: المساهمين.

ينظر المساهمون إلى الخيار الإستراتيجي عبر وجهة نظر مالية بحتة، وعليه فأنهم يختارون البديل الإستراتيجي الذي يحقق لهم الربح الاقتصادي السريع ويخضع هذا البديل إلى مقاييس التسيير المالي، حيث ينجم عن هذا الاختيار هيكل مالي أمثل ومناسب يلائم طموحاتهم.

1. طبيعة المساهمين: يعتبر الخيار الإستراتيجي من المهام الأساسية التي تقع على عاتق

المسيرين، بينما يقوم المساهمون باختيار الهيكل المالي ونجدهم أحيانا يتدخلون في اختيار البديل الإستراتيجي الأفضل الذي يتلائم معه، وهذا راجع إلى وجود طبيعة خاصة يتميز بها هؤلاء المساهمين والتي تتمثل في مايلي:¹

- حجم المساهمة كبير: يعني أن هؤلاء المساهمين يملكون نسب كبيرة في مال المؤسسة.
- الدراية الجيدة بمجال التسيير: أن المساهم على دراية كاملة بمجال التسيير والإدارة المالية أي يعتبر من أهل الاختصاص.
- عضوية المساهم بمجلس الإدارة: وهذا يعطيه حق التصويت والمشاركة في إتخاذ القرار.
- الازدواجية بين الملكية والتسيير: أي أنه المساهم والمسير في نفس الوقت.

¹ أنفال حدة خبيزة ، مرجع سابق، ص: 96.

2. نوعية المساهمين: ويمكن تقسيم المساهمين إلى نوعين مساهمين مؤسسين ومساهمين جدد، فلكل طرف منهما خصوصيات تميزه عن الطرف الآخر، وجهات نظر مختلفة، حيث يمتلك المساهم المؤسس سلطة إتخاذ القرارات الإستراتيجية والمالية الهامة فلا يكتفي هذا النوع من المساهمين بتحقيق الربح فقط، بل يمتد تفكيره إلى الاهتمام ببقاء المؤسسة واستقرارها، وبذلك فقط اقترب كثيرا من تفكير المسير.

أما النوع الثاني من المساهمين فهم المساهمين الذين انضموا إلى المؤسسة بعد تأسيسها ويعتبر هذا النوع حركي وغير مستقر (متغير)، حيث يحبذ المساهم الجديد تحقيق الربح السريع بغض النظر عن شكل الإستراتيجية المتبعة أو عواقب القرارات المتخذة، ويحكم عدم ثباته في المؤسسة فإنه لا يفكر تفكير المساهم المؤسس، غالبا ما يفضل المساهمون المؤسسين الاقتراض بدلا من طرح أسهم جديدة والذين ينجم عنها دخول شركاء جدد هذا ما يعني فقدان جزء من سلطتهم وسيطرتهم على المؤسسة وعلى قرارات الإدارة، نتيجة لتعارض المصالح بين هذين النوعين من المساهمين يظهر صراع داخلي بينهما حول نوعية القرارات الإستراتيجية والمالية المقترحة في الجمعية العامة للمساهمين والتي تحقق وأهداف الطرفين ولهذا طرف آخر يتحكم في إصدار القرارات التي تحقيق كل أهدافهم المشتركة وبالتالي تحقيق مصالح المؤسسة، هذا الطرف هو المسير¹.

الفرع الثاني: المسيرين

يعتبر المسير هو الطرف الثاني الذي يؤثر قراراته في نوعية الخيار الاستراتيجي المطبق كما يبدي رأيه في طريقة تمويل المؤسسة، من الواضح إن نظرة المسيرين إلى مصادر وشكل تمويل المؤسسة تكون من زاوية إستراتيجية، وبحكم موقعه في المؤسسة فهو يهدف دائما إلى إتخاذ قرارات إستراتيجية ومالية لصالح بقاء واستقرار المؤسسة، فالقرارات المالية تكمن أهمها في قرار استثمار أموال المساهمين والمحافظة عليها وتسييرها بما يصب في مصلحة المؤسسة بالدرجة الأولى ويحاول التوفيق بين تحقيق أهداف المؤسسة على المدى الطويل وتحقيق مصالح المساهمين (أصحاب رؤوس الأموال) بغض النظر عن قيمة وحجم الأرباح المحققة في المدى القصير، وهما على المسير أو ينظر إلى الهيكل المالي والخيار الإستراتيجي نظرة تسييرية تتجلى أثارها في المدى الطويل.

1. سلوك المسير: يختلف سلوك كثيرا عن سلوك المساهم، حيث يحدد سلوك المسير في إتخاذ القرارات الهامة عن طريق عدة عوامل منها: القيم الذاتية للمسير، ميله للمخاطرة، تبنيه سياسة التحفظ وكذا عدم المخاطرة بأموال الغير. إن ميل المسير للمخاطرة يجعله يتبن قرارات مالية وقرارات إستراتيجية تكون فيها نسبة المخاطرة عالية خاصة فيما يتعلق بهيكل الملكية، وأحيانا يلجأ إلى توسع النشاط من خلال اللجوء إلى الاستدانة فتكون نسبة المديونية مرتفعة وكذا نسبة الفائدة.

1 إبراهيم بومزير، أثر الهيكل المالي على الخيار الاستراتيجي في المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير علوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014-2015، ص:09.

أما إذا اختار المسير سياسة التحفظ فهذا راجع إلى طبيعة شخصيته وهذه الميزة هي الغالبة لدى المسيرين حيث يقترحون عملية إعادة استثمار الأرباح المحتجزة والاحتياطات أو طرح أسهم جديدة بدلا من اللجوء إلى الاستدانة سواء كان في المدى الطويل أو قصير الأجل، كما يتحكم أيضا في خيارات المسير عامل الخبرة والكفاءة في اتخاذ القرارات .

2. خبرة المسير وكفاءته: يتحكم عامل خبرة المسير في توجهات المؤسسة من خلال القرارات المتخذة، إذ أنه يتعين بها في تحليل المشاكل التي تواجه المؤسسة ومحاولة إيجاد الحلول من خلال ما اكتسبه من تراكمات أثناء توليه منصب الإدارة.¹

المطلب الثاني: العلاقة بين هيكل الملكية والأداء الداخلي للمؤسسة

حسب هذه الدراسة فإن هيكل الملكية يؤثر كثيرا على الأداء الداخلي للمؤسسة، وبالتالي فإن قياس درجة فعالية الأداء الداخلي للمؤسسة يعكس لنا مدى نجاعة هيكل الملكية، وبالتالي يمكن قياس فعالية القرارات ومدى صحتها حيث تعتبر القرارات المساهم الأول في نتيجة الأداء الداخلي للمؤسسة، في مقال الباحثين الذي يدرس تأثير الهيكل الملكية على الأداء الداخلي للمؤسسات. فحسب نظرية الوكالة هناك مكونين للهيكل : المسيرين و طبيعة المساهمين الذين بإمكانهم التأثير على الأداء الداخلي للمؤسسات من خلال اختبارهم للهيكل المالي ومشاركتهم في تحديد طريقة وشكل التمويل، هنا لا يمكن غض النظر عن مساهمة الخيار الإستراتيجي الذي يتخذ من قبل المسيرين وأحيانا المساهمين كما تم عرضه في المطلب الأول في نتيجة الأداء الداخلي للمؤسسة.²

¹خالد بن حمدان و وائل صبحي إدريس، الإستراتيجية والتخطيط الإستراتيجي، دار اليازوري للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2007، ص:230.

2 حراش معاذ ونمر أحمد، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية للمؤسسة ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة أكلي محندا والحاج ، البويرة، 2014-2015 ، ص: 50 .

المطلب الثالث: علاقة المالي بالخيار الإستراتيجي

إن دراسة العلاقة بين الهيكل المالي والخيارات الإستراتيجية تستوجب المرور بمجموعة من العلاقات كون هذه العلاقة غير مباشرة، لذا يجب التطرق أولاً إلى طرفي مصلحة في المؤسسة وأطراف داخلية وهم المساهمين (الملاك) والمسيرين، نجد بأن لكل منهم وجهة نظر متعلقة بالهيكل المالي والخيار، فبالنسبة للمساهمين نجد أن الهيكل المالي يتأثر بدرجة كبيرة بأرائهم وتطلعاتهم لأن هدفهم الأول هو تحقيق الربح أي نظرتهم نظرة مالية وعليه فإن الخيار الإستراتيجي يجب أن يخضع لمعايير التسيير المالي وأن يكون مناسب لشكل التمويل المختار.

بالرغم من اختلاف وجهات نظر كلا الطرفين فإن الخيار الإستراتيجي يتأثر بدوافع وأهداف كلاهما، ويجب العمل على خلق التوازن بين الهيكل المالي والخيار الإستراتيجي المناسب والعكس صحيح، وهذا لضمان فعالية الأداء الداخلي للمؤسسة، وتحقيق الأهم وهو حماية مصالح المؤسسة وضمان استمراريتهما هذا ما يعود بمنافع على كل الأطراف المستفيدة.¹

نستنتج مما سبق كيفية تأثير كل من المساهمين والمسيرين على الهيكل المالي والخيار الإستراتيجي كل حسب وظيفته وصلاحيته، وهذا ما يخلق نوعاً من الارتباط بين الهيكل والخيار أي أنه إذا انطلقنا من أحدهما سنجد بأنه سوف يكون له تأثير على الآخر.²

¹ أنفال حدة خبيزة ، نفس المرجع السابق ، ص: 103.

² حراش معاذ ونمر أحمد ، مرجع سابق ، ص: 51.

خلاصة:

تتمثل القيمة السوقية العادلة في مبلغ تقديري يمكن من مقابلة تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر وبائع راغبين في تنفيذ عقد الصفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية ولهما مطلق الحرية وبدون وجود اكراه على اتمام الصفقة. أما مفهوم القيمة من المنظور الاستثماري أو الاقتصادي فهي قيمة المزايا والمنافع الاقتصادية المستقبلية المتولدة من الأصل المرغوب فيه، ويتم قياس وجود المنافع هذه من خلال استخدام مؤشرات انشاء القيمة والتي تختلف باختلاف طبيعتها محاسبية، مالية، بورصية، هذا على مستوى الأوراق المالية والمؤسسات، أما على مستوى المحافظ المالية فهناك مؤشرات معتمدة على العائد وأخرى على العائد والمخاطرة. كما أن العلاقة بين الهيكل المالي والخيار الاستراتيجي هي علاقة غير مباشرة وتوجه من قبل الأطراف التي سبق ذكرها، حسب السلطة التي يكتسبها في المؤسسة (المساهمين عن طريق ملكية رأس المال والمسيرين عن طريق سلطة الإدارة).

الفصل الثالث:
دراسة أثر الهيكل المالي على أداء
مؤسسة مناجم الفوسفات
خلال الفترة 2014-2016

تمهيد :

نحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على إحدى المؤسسات على مستوى ولاية تبسة ، ذلك باعتبار أن الهدف من الجزء الميداني في أي دراسة هو محاول تطبيق الجانب النظري منها على أرض الواقع إستكمالاً لمحاور هذه الدراسة ، ولذلك نحاول تبين أثر الهيكل المالي على قيمة مؤسسة مناجم الفوسفات SOMPHOS ، وصولاً إلى تحليل القوائم المالية (الميزانية و جدول حسابات النتائج) وذلك خلال الفترة الممتدة بين 2014-2016، و من ثم محاولة تفسير النتائج ، و يتم عرض ذلك من خلال :

المبحث الأول : تقديم عن مؤسسة مناجم الفوسفات SOMPHOS.
المبحث الثاني : تحليل القوائم المالية.

المبحث الأول: تقديم عام لشركة مناجم الفوسفات تبسة (SOMIPHOS)

تم اختيار شركة مناجم الفوسفات لإسقاط الجزء النظري وتجسيده نظرا للدور الذي تلعبه في تنمية الاقتصاد الوطني من خلال مجموعة من الأنشطة التي تتعلق بمنتوج الفوسفات، بالإضافة إلى طبيعة نشاطاتها ذات التأثير على البيئة والمجتمع، وكذلك باعتبار أن هذه الشركة تمتلك ثقافة خاصة تميزها عن باقي الشركات الأخرى.

المطلب الأول: التعريف بشركة مناجم الفوسفات -تبسة. (SOMIPHOS)

من خلال هذا المطلب يمكن الإشارة إلى مؤسسة الفوسفات وإعطاء تعريف عام لها

1 - نشأة شركة مناجم الفوسفات (SOMIPHOS) تبسة

نشأت شركة مناجم الفوسفات SOMIPHOS نتيجة التطورات والتغيرات الهيكلية الحاصلة في البيئة التنظيمية ل FERPHOS وهذه الأخيرة نشأت كحصيلة للتغيرات الهيكلية ل SONAREM بموجب المرسوم التنفيذي رقم 83-441 الصادر بتاريخ 16 جولية 1983، وحولت بموجبه FERPHOS إلى شركة عمومية تتكون من سبعة مؤسسات فرعية تابعة، توجه من طرف الإدارة العامة للمجموعة FERPHOS ونذكر من بين هذه المؤسسات:

- شركة مناجم الفوسفات (SOMIPHOS): الكائنة بتبسة، تتكون من خمس وحدات تتمثل في:

- وحدة المركب المنجمي جبل العنق (CMDO)؛

- وحدة المنشآت المينائية بعنابة (IPA)؛

- وحدة مركز الأبحاث والدراسات التطبيقية للتنمية (CERAD)؛

- وحدة المقر الإداري (DUS)؛

- وحدة النقل البري (UTR)

2 -تعريف شركة مناجم الفوسفات(SOMIPHOS):

شركة مناجم الفوسفات -تبسة- بدأت ممارسة نشاطها بشكل مستقل عن (FERPHOS) بتاريخ:

2005/01/01، يبلغ رأس مالها 1.600.000.000، وحداتها هي:

• المركب المنجمي جبل العنق (CMDO): يوجد على مستواه منجم استخراج الفوسفات

الطبيعي ومصنع للمعالجة ببئر العاتر تبسة؛

• المنشأة المينائية بعنابة (IPA): وهي وحدة مهمتها حمل وشحن منتجات الفوسفات الموجهة

للتصدير؛

• مركز الدراسات والأبحاث التطبيقية للتنمية (CERAD): مهمته العمل على فهم ومتابعة

الأداء الداخلي لعناصر المؤسسة؛

• مقر الإدارة العامة لشركة مناجم الفوسفات: DUS وهي مركز للمراقبة والتسيير لوحدات

شركة مناجم الفوسفات.

- وحدة النقل البري (UTR): وهي وحدة مهمتها نقل منتجات الفوسفات الموجهة للتصدير؛ من بئر العاتر إلى عنابة.

3- الأهداف العامة لشركة مناجم الفوسفات (SOMIPHOS):

- تسعى الشركة بصفة عامة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف منها:
- البحث وتطوير الإنتاج والتصدير والتوزيع للمنتجات الفوسفاتية؛
- العمل على رفع إمكانيات الشركة حتى تتمكن من تنمية واستغلال احتياطي الفوسفات؛
- تحقيق المردودية الاقتصادية والمالية وزيادة حجم النشاط الإنتاجي والبيع من خلال متابعة توسيع القطاعات السوقية وخلق حركية للشراكة والتعاون؛
- المحافظة على الزبائن الحاليين والعمل على جذب آخرين من خلال متابعة تطور رغباتهم؛
- الاستمرارية في العمل من أجل تحقيق الأرباح؛
- تطوير الاستثمارات والاستعمال الأمثل للطاقة الإنتاجية.

4- نشاط شركة مناجم الفوسفات (SOMIPHOS):

- تقوم شركة مناجم الفوسفات بثلاث أنشطة إنتاجية:
- الفوسفات: أكبر طبقة لمعدن الفوسفات في الجزائر منذ الستينات بمنطقة جبل العنق التي تقع جنوب شرق الجزائر، يقدر الاحتياطي بقيمة 2 مليار طن، وتتم عملية معالجة الفوسفات بطريقتين:

- معبر رطب للغسل.
- معبر جاف لإزالة الغبار.

تشكيلة المواد المصنعة هي أربعة أنواع:

- (BPL %77-%73). (BPL %72-%69). (BPL %68 - %66). (BPL %65-%63) الإنتاج الحالي بقيمة 1 مليون طن لكل الأنواع، الفوسفات المحضر للتصدير هو المنتج الرئيسي لشركة مناجم الفوسفات، والذي تقوم الدول الأخرى بتحويلها إلى حمض الفسفور و الأسمدة، فالفوسفات الخام عبارة عن بقايا الحيوانات وعظام الحوت؛ و المنتجات الأربعة لها نفس المكونات لكن تختلف في نسبة هذه المواد المكونة له.

وتعتمد شركة مناجم الفوسفات على هذه المادة الخاصة في مستقبلها، لأن مجمل نشاطها يدور حول إنتاج هذه المادة إذ يقدر عائدها بحوالي 51% من مجمل عائداتها بقيمة المنتجات.

- فوسفات DO20: عند إنتاج الأنواع الأربعة من الفوسفات ينتج غبار يسمى DO20 وهو عبارة عن فضلات العملية الإنتاجية، ويتميز فوسفات جبل العنق بكثرة المسامات وذوبانه في الأحماض العضوية الضعيفة، ويستخدم DO20 كمحصّل ومعدل للأراضي المالحة الحامضة والرملية كما يستخدم كمخصب لكل الأراضي والمزروعات ويستعمل كعنصر هام مع خليط الفوسفات والمادة العضوية؛

- الرئيس المدير العام: هو رئيس ومدير مجلس الإدارة، ويمثل هرم المسؤولية لشركة مناجم الفوسفات ومن مهامه:
 - تحقيق الأهداف والمخططات المسطرة؛
 - تنفيذ الأوامر وتوجيهات مجلس الإدارة؛
 - ترأس اجتماع مجلس المديرية ومتابعة تنفيذ مقرراته؛
 - تسيير قضايا العمال والاهتمام بالصحة والعمل؛
 - ضبط ضامن توجيه الإدارة (التسيير العام للمؤسسة)؛
 - المصادقة على الاستراتيجيات الخاصة بتسيير الميزانية؛
 - الاتصال المباشر بالهيئات العليا باعتباره الممثل الرئيسي للشركة في الخارج؛
 - الأمانة: يحتوي مكتب المدير العام على أمانة تقوم بكل الأعمال المتعلقة بالسكرتارية والتنظيم والاستقبال.
- المساعد التقني: يعتبر إطار سامي يتولى إعداد الملفات التقنية الموكلة إليه من طرف المدير العام والخاصة بمتابعة نشاطات الوحدات الإنتاجية (مركب المنجمي جبل العنق)؛
- مساعد تسيير الجودة: يتولى الإشراف ومتابعة تسيير الجودة والبيئة ويعد الوثائق اللازمة والإجراءات وتوزيعها على مختلف الهياكل¹؛
- مساعد التدقيق والاستشارة: عملية التدقيق تحتل حيزا في استراتيجية المؤسسة التسييرية، فمساعد التدقيق يقوم بأعماله تحت إشراف المدير العام وفي نهاية كل مرحلة يقدم تقرير للمدير العام؛
- مساعد الاتصال والتخليص: من مهامه التكفل بالأعمال الإحصائية وتلقي التقارير السنوية من طرف وحدات الإنتاج وإعداد تقرير إجمالي للشركة يقدم للمدير العام؛
- مدير مركز الدراسات: وهو من ضمن وحدات الشركة يشرف عليه مدير برتبة إطار سامي مكلف بإنجاز الدراسات لصالح الشركة؛
- مديرية الموارد: تتكفل هذه المديرية بما يلي:
 - رسم استراتيجيات الشركة في مجال تسيير الموارد البشرية؛
 - إعداد مخططات التكوين والتوظيف ومخططات المسار المهني؛
 - الإشراف الوظيفي على مصالح المستخدمين للوحدات التابعة للشركة والتنسيق بينهم؛
 - إعداد القانون الداخلي للشركة وإعداد التقارير الدورية وعرضها على المدير العام.
- مديرية التسويق: تتولى هذه المديرية ما يلي:
 - القيام بتسويق منتج الفوسفات حسب البرنامج المسطر؛

مديرية الموارد البشرية لمؤسسة مناجم الفوسفات¹

- البحث عن أسواق وزبائن جدد من أجل توزيع منتج الشركة؛
- دراسة المتغيرات الحاصلة في الأسواق العالمية وضرورة التكيف معها؛
- تحقيق هدف إرضاء الزبون من خلال تلبية احتياجاته؛
- استقبال الوفود والزبائن الدوليين؛
- إعداد التقارير الدورية وتبليغها إلى السلم الرئاسي.
- مديرية المحاسبة والمالية: وتتكفل بما يلي:
 - القيام بحسابات مختلفة على مستوى الشركة؛
 - إعداد المخططات الحسابية والحصيلة الدورية السنوية؛
 - إعداد الميزانية السنوية؛
 - القيام بالتسيير المالي ومتابعة على مستوى البنوك؛
 - إعداد الدراسات اللازمة في مجال المالية.
- المطلب الثالث: أهم القيم الثقافية السائدة في شركة مناجم الفوسفات -تبسة -
تنتشر في المؤسسة وبين الأفراد العادات الثقافية التالية:
 - القيام بإجراءات دورية للمسؤولين لتقييم الأداء وتقديم التصحيح المناسب إذا تطلب الأمر من أجل إرضاء الزبائن بصفة كاملة؛
 - السياسة التي تعتمدها الشركة في تجديد المهارات، وتكوينها المستمر للعمال باختلاف مستوياتهم وهذا ما أكسبها موارد بشرية ذات جودة عالية؛
 - اعتبار أن الإبداع هو أساس النجاح، فهي تسعى دائما إلى البحث عن الجديد لمواكبة متغيرات البيئة الداخلية والخارجية؛
 - الاهتمام بالزبون كعامل يضمن ديمومة وبقاء المؤسسة؛
 - التجاوب السريع والمستمر مع ضغوطات المنافسة؛
 - اعتمادها على نظام اتصال يسمح بحرية تبادل الأفكار والمعلومات بين أفرادها؛
 - نشر قيم المشاركة وروح الفريق للعمل الجماعي لإنجاز المهام بالكفاءة المطلوبة؛
 - إدخال الأنظمة والأجهزة الحديثة بما يضمن مواكبة التغيرات؛
 - تتبع الإدارة سياسات وإجراءات سلسلة لتسهيل العمل اليومي؛
 - تركيز الإدارة على انتهاج مبدأ التكيف مع البيئة المحيطة والواقع الجديد؛
 - الاستماع إلى الموظفين والأخذ باقتراحاتهم والاهتمام بتدريب وتأهيل الموظفين باستمرار؛
 - توفير الدعم وتكريس الوقت والجهد والموارد لمشاريع التطوير واستقطاب الكفاءات المؤهلة ذوي الخبرات العالية؛
 - تشجيع تخويل السلطات إلى المرؤوسين وتقديم مكافآت مجزية لأصحاب الأفكار الخلاقة؛
 - التخلي عن بعض القيم والمعتقدات والتوقعات في المنظمة لمواجهة الأزمات المعاصرة.

المبحث الثاني: تحليل القوائم المالية

سنحاول في هذا المبحث تقديم القوائم المالية (الميزانية وجدول حسابات النتائج) لمؤسسة مناجم الفوسفات وذلك خلال الفترة (2014-2016).

المطلب الأول: تحليل الميزانية خلال الفترة (2014-2016).

سنتطرق في هذا المطلب إلى تحليل الميزانية خلال الفترة (2014-2016)، وذلك بتقديم افتراض أن المؤسسة لها ديون مالية.

الفرع الأول: افتراض أن المؤسسة لها ديون بنسبة 50% والأموال الخاصة 50%

جدول رقم 1-1: الميزانية المالية لمؤسسة مناجم الفوسفات خلال الفترة (2014-2016) جانب الخصوم

بافتراض أن المؤسسة لديها ديون مالية.

2016	2015	2014	حسابات الخصوم
17829593373,67	15499224299,97	12921576363,21	مجموع الأموال الخاصة
			خصوم غير جاري
17829593373,67	15499224299,97	12921576363,21	ديون مالية
1993013,96	10634022,15	4296740,10	ضرائب مؤجلة الخصوم
1745794686,41	1376101236,48	1078493841,99	المخصصات والإرادات المعترف بها مسبقا
19577381074,04	16885959558,60	15078564047,19	مجموع الخصوم غير الجارية
			خصوم جارية
322694826,29	475227504,01	513779442,63	الموردون والحسابات الملحقه
167270601,13	255483440,09	262270750,83	ضرائب
3949001873,40	2346041940,87	1234717114,34	ديون أخرى
4438967300,82	3076752884,97	2010767307,80	مجموع الخصوم الجارية
41845941748,53	35461936743,54	28936710616,30	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامدا على الملاحق (1، 2، 3، 4).

الفصل الثالث: دراسة أثر الهيكل المالي على أداء مؤسسة مناجم الفوسفات خلال الفترة 2014-2016

الفرع الثاني: افتراض أن المؤسسة لها ديون بقيمة 30 % من مجموع الأموال الخاصة للقيمة الأصلية للمؤسسة ومجموع الأموال الخاصة بقيمة 70% من مجموع الأموال الخاصة للقيمة الأصلية للمؤسسة.

جدول رقم 1-2: الميزانية المالية لمؤسسة مناجم الفوسفات خلال الفترة (2014-2016) جانب الأصول.

2016	2015	2014	حسابات الخصوم
24961430723,14	21698914019,96	18090206908,49	مجموع الأموال الخاصة
			خصوم غير جاري
10697756024,20	9299534579,98	7752945817,92	ديون مالية
1993013,96	10634022,15	4296740,10	ضرائب مؤجلة الخصوم
1745794686,41	1376101236,48	1078493841,99	المخصصات والإرادات المعترف بها مسبقا
12445543724,57	10686269838,61	8835736400,01	مجموع الخصوم غير الجارية
			خصوم جارية
322694826,29	475227504,01	513779442,63	الموردون والحسابات الملحقه
167270601,13	255483440,09	262270750,83	ضرائب
3949001873,40	2346041940,87	1234717114,34	ديون أخرى
4438967300,82	3076752884,97	2010767307,80	مجموع الخصوم الجارية
41845941748,53	35461936743,54	28936710616,30	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الطالبة إعتمادا على الملاحق (1، 2، 3، 4

الفرع الثالث: بافتراض أن الديون بنسبة 70% أما مجموع الاموال الخاصة هي 30%
جدول رقم 1-3: الميزانية المالية لمؤسسة مناجم الفوسفات خلال الفترة (2014-2016) جانب الأصول.

2016	2015	2014	حسابت الخصوم
10697756024,2 0	9299534579,98	7752945817,92	مجموع الأموال الخاصة
			خصوم غير جاري
24961430723,1 4	21698914019,96	18090206908,49	ديون مالية
1993013,96	10634022,15	4296740,10	ضرائب مؤجلة الخصوم
1745794686,41	1376101236,48	1078493841,99	المخصصات والإرادات المعترف بها مسبقا
26709218423,5 1	23085649278,59	19172997490,58	مجموع الخصوم غير الجارية
			خصوم جارية
322694826,29	475227504,01	513779442,63	الموردون والحسابات الملحقه
167270601,13	255483440,09	262270750,83	ضرائب
3949001873,40	2346041940,87	1234717114,34	ديون أخرى
4438967300,82	3076752884,97	2010767307,80	مجموع الخصوم الجارية
41845941748,5 3	35461936743,54	28936710616,30	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الطالبة إعتمادا على الملاحق(1، 2، 3، 4

المطلب الثاني : تحليل جدول حسابات النتائج

سنفترض في هذا المطلب أن الأعباء المالية مضافا إليها قسط الاهتلاك لمدة 20 سنة ومضافا إليها أيضا الفاءدة بنسبة 7%.

جدول رقم 1-2: جدول حسابات النتائج خلال الفترة 2014-2016 للاحتمال الأول.

2016	2015	2014	البيان
8323885817,56	8825606231,03	6988870075,37	رقم الأعمال
319082414,40	-171612475,88	65369333,57	التغير في المخزون الإنتاج التام والإنتاج الجاري
2247492,29		47998212,11	إنتاج مثبت
	37809386,45	249429971,91	منح التشغيل
8645215724,25	8691803141,60	7351667592,96	1 إنتاج الدورة
-1093240943,50	-764512078,35	-798044698,20	مشتريات مستهلكة
-3277904930,77	-1186708678,70	-1241314963,71	خدمات خارجية
-3277904930,77	-1951220757,05	-2039359661,91	2 استهلاك الدورة
6287441837,51	6740582384,55	5312307931,05	القيمة المضافة للاستغلال
-2765737059,12	-1784979688,00	-1932396519,00	أعباء المستخدمين
-38363548,27	-19768505,90	-18197351,44	الضرائب والرسوم
348341194,12	4935834190,66	3361714060,61	4-الفائض الإجمالي للاستغلال
86862855,18	36116724,86	54474223,24	منتجات عملياتية أخرى
312128441,76	227399532,66	-238380505,85	أعباء عملياتية أخرى
-1160933801,13	-1701026761,18	-980869704,02	تخفيض الاهتلاكات والمؤونات
495940965,48	189577,269,40	500739883,18	استرجاع خسائر القيمة
2593082771,89	3233101891,08	2697677957,17	5-النتيجة العملياتية
972074810,02	3376031297,38	252253396,91	نواتج مالية
2155777232,56	1880510072,63	1552235472	أعباء مالية
-1183702422,54	-142929406,30	-1299982075,03	6-النتيجة المالية
1409380349,35	3090172484,78	1397695882,14	7النتيجة العادية قبل الضريبة(5+6)
42281410,48	92705174,54	41930876,46	الضريبة على النتيجة العادية
2549825,14	-3359037,05	2192404,57	ضرائب مؤجلة على النتيجة العادية
10200094355	12293528433,36	8159135096,29	مجموع نواتج الأنشطة العادية

الفصل الثالث: دراسة أثر الهيكل المالي على أداء مؤسسة مناجم الفوسفات خلال الفترة 2014-2016

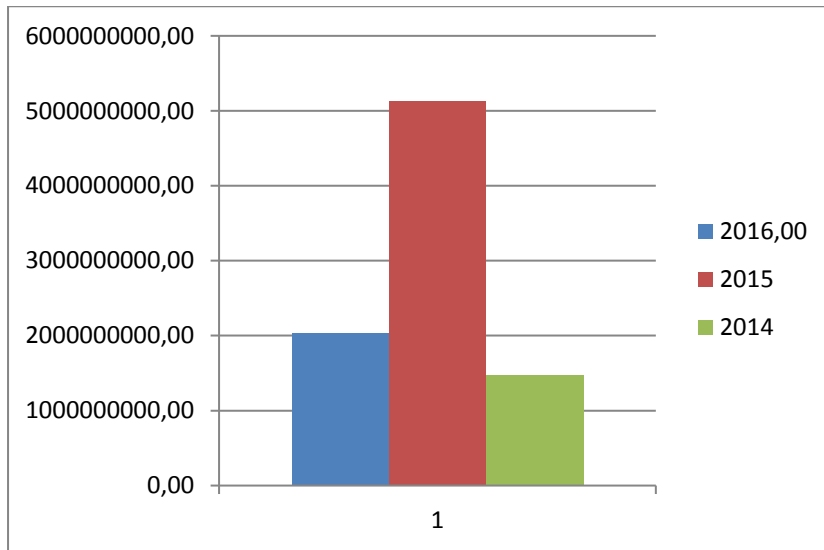
-6661308297,18	5725239611,10	-5224110144,85	مجموع أعباء الأنشطة العادية
16861402652,11	6568288822,26	13383245241,14	8النتيجة الصافية للأنشطة العادية
1367098938,87	2997467310,24	1355765005,67	النتيجة الصافية

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملاحق (1، 2، 3، 4).

من خلال جدول حسابات النتائج لمؤسسة مناجم الفوسفات لسنوات (2014-2016) يلاحظ مايلي:

- رقم الأعمال في زيادة الى غاية سنة 2015 وبعد ذلك انخفض في سنة 2015.
- الفائض الإجمالي للاستغلال في تذبذب ، حيث عرف زيادة سنة 2015 ثم تراجع سنة 2016، وهذا التذبذب راجع الى استهلاك الدورة زاد بشكل مستمر.
- النتيجة الصافية لمؤسسة مناجم الفوسفات في تذبذب ، حيث عرفت زيادة في سنة 2015 ثم تراجعت سنة 2016.

شكل رقم10: تطور النتيجة الصافية في حالة 50% أموال خاصة.



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

الفصل الثالث: دراسة أثر الهيكل المالي على أداء مؤسسة مناجم الفوسفات خلال الفترة 2014-2016

جدول رقم 2-2: جدول حسابات النتائج خلال الفترة 2014-2016 للاحتمال الثاني.

2016	2015	2014	البيان
8323885817,56	8825606231,03	6988870075,37	رقم الأعمال
319082414,40	-171612475,88	65369333,57	التغير في المخزون الإنتاج التام والإنتاج الجاري
2247492,29	-	47998212,11	إنتاج مثبت
	37809386,45	249429971,91	منح التشغيل
8645215724,25	8691803141,60	7351667592,96	1 إنتاج الدورة
-1093240943,50	-764512078,35	-798044698,20	مشتريات مستهلكة
-3277904930,77	-1186708678,70	-1241314963,71	خدمات خارجية
-3277904930,77	-1951220757,05	-2039359661,91	2 استهلاك الدورة
6287441837,51	6740582384,55	5312307931,05	القيمة المضافة للاستغلال
-2765737059,12	-1784979688,00	-1932396519,00	أعباء المستخدمين
-38363548,27	-19768505,90	-18197351,44	الضرائب والرسوم
348341194,12	4935834190,66	3361714060,61	الفائض الإجمالي للاستغلال
86862855,18	36116724,86	54474223,24	منتجات عملياتية أخرى
312128441,76	227399532,66	-238380505,85	أعباء عملياتية أخرى
-1160933801,13	-1701026761,18	-980869704,02	تخفيض الاهتلاكات والمؤونات
495940965,48	189577,269,40	500739883,18	استرجاع خسائر القيمة
2593082771,89	3233101891,08	2697677957,17	5 النتيجة العملياتية
972074810,02	3376031297,38	252253396,91	نواتج مالية
2013140485,57	1756516278,23	1448862861	أعباء مالية
-1041065675,55	1756516278,23	1196609464,13	6 النتيجة المالية
1552017096,34	1476585612,85	1501068493,04	7 النتيجة العادية قبل الضريبة (5+6)
46560512,89	44297568,39	45032054,79	الضريبة على النتيجة العادية
2549825,14	-3359037,05	2192404,57	ضرائب مؤجلة على النتيجة العادية
10200094355	12293528433,36	8159135096,29	مجموع نواتج الأنشطة العادية
6661308297,18	5725239611,10	5224110144,85	مجموع اعباء الأنشطة العادية

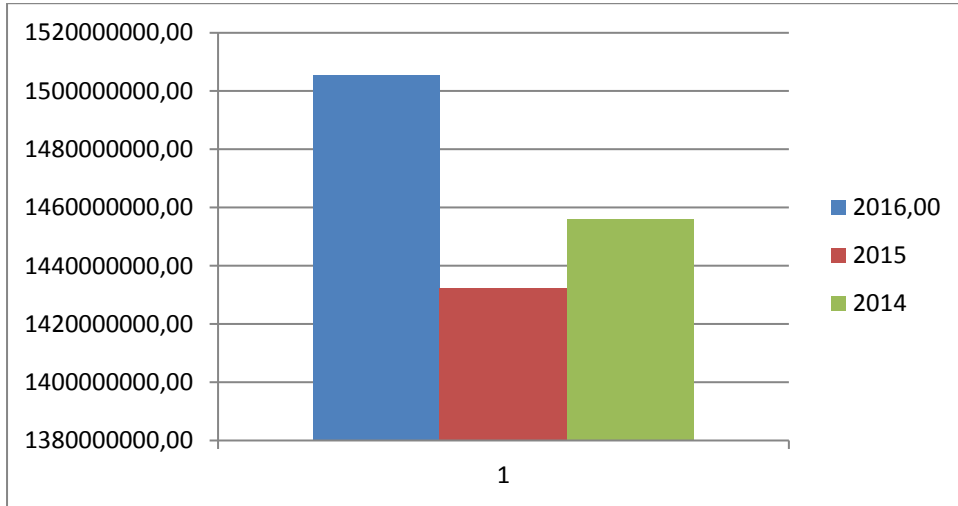
الفصل الثالث: دراسة أثر الهيكل المالي على أداء مؤسسة مناجم الفوسفات خلال الفترة 2014-2016

3538786057,75	6568288822,26	2935024951,44	8النتيجة الصافية للأنشطة العادية
1505456583,45	1432288044,47	1456036438,25	النتيجة الصافية

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملاحق (1، 2، 3، 4).

من خلال جدول حسابات النتائج لمؤسسة مناجم الفوسفات لسنوات (2014-2016) يلاحظ مايلي:

- النتيجة الصافية في تذبذب، حيث تراجع قليلا سنة 2015 ثم ازداد سنة 2016.
- منحتى بياني يحويالنتيجة 70%أو أموال خاصة صافية.
- شكل رقم 11: تطور النتيجة الصافية في حالة 70% أموال خاصة.



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

جدول رقم 2-3: حسابات النتائج خلال الفترة 2014-2016 للاحتمال الثالث.

2016	2015	2014	البيان
8323885817,56	8825606231,03	6988870075,37	رقم الأعمال
319082414,40	-171612475,88	65369333,57	التغير في المخزون الإنتاج التام والإنتاج الجاري
2247492,29		47998212,11	إنتاج مثبت
	37809386,45	249429971,91	منح التشغيل
8645215724,25	8691803141,60	7351667592,96	1 إنتاج الدورة
-1093240943,50	-764512078,35	-798044698,20	مشتريات مستهلكة
-3277904930,77	-1186708678,70	-1241314963,71	خدمات خارجية
-3277904930,77	-1951220757,05	-2039359661,91	2 استهلاك الدورة
6287441837,51	6740582384,55	5312307931,05	القيمة المضافة
-2765737059,12	-1784979688,00	-1932396519,00	أعباء المستخدمين
-38363548,27	-19768505,90	-18197351,44	الضرائب والرسوم
348341194,12	4935834190,66	3361714060,61	الفائض الإجمالي للاستغلال
86862855,18	36116724,86	54474223,24	منتجات العملياتية أخرى
312128441,76	227399532,66	-238380505,85	أعباء عملياتية أخرى
-1160933801,13	-1701026761,18	-980869704,02	تخفيض الاهتلاكات والمؤونات
495940965,48	189577,269,40	500739883,18	استرجاع خسائر القيمة
2593082771,89	3233101891,08	2697677957,17	5 النتيجة العملياتية
972074810,02	3376031297,38	252253396,91	نواتج مالية
2298413979,55	2004503867,03	1655608083	أعباء مالية
-1326339169,53	1371527430,35	-1403354685,94	6 النتيجة المالية
1266743602,36	4604629321,43	1294323271,23	7 النتيجة العادية قبل الضريبة (5+6)
38002308,07	138138879,64	38829698,14	الضريبة على النتيجة العادية
2549825,14	-3359037,05	2192404,57	ضرائب مؤجلة على النتيجة العادية

الفصل الثالث: دراسة أثر الهيكل المالي على أداء مؤسسة مناجم الفوسفات خلال الفترة 2014-2016

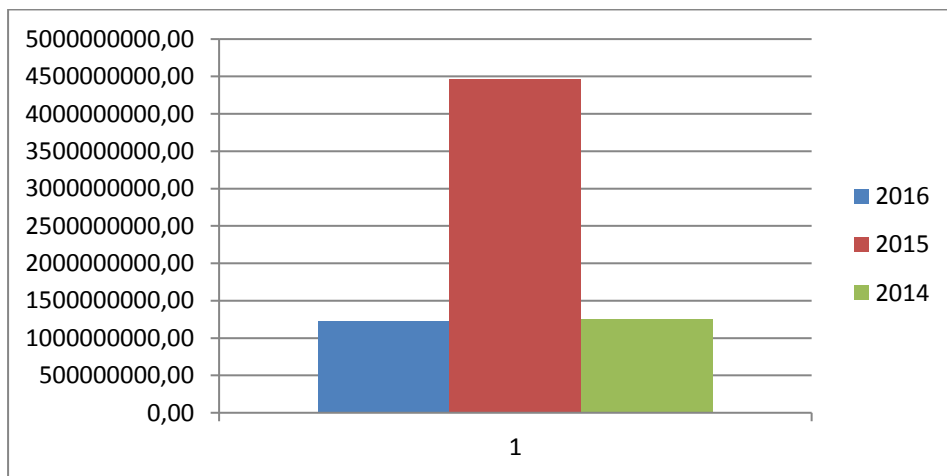
10200094355	12293528433,36	8159135096,29	مجموع نواتج الأنشطة العادية
-6661308297,18	5725239611,10	-5224110144,85	مجموع اعباء الأنشطة العادية
16861402652,11	6568288822,26	13383245241,14	8 النتيجة الصافية للأنشطة العادية
1228741294,29	4466490441,79	1255493573,09	النتيجة الصافية

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الملاحق (1، 2، 3، 4).

من خلال جدول حسابات النتائج لمؤسسة مناجم الفوسفات لسنوات (2014-2016) يلاحظ مايلي:

النتيجة الصافية لمؤسسة مناجم الفوسفات في تذبذب، حيث عرفت زيادة في سنة 2015 ثم تراجعت سنة 2016.

شكل رقم 12: تطور النتيجة الصافية في حالة 70% أموال خاصة.



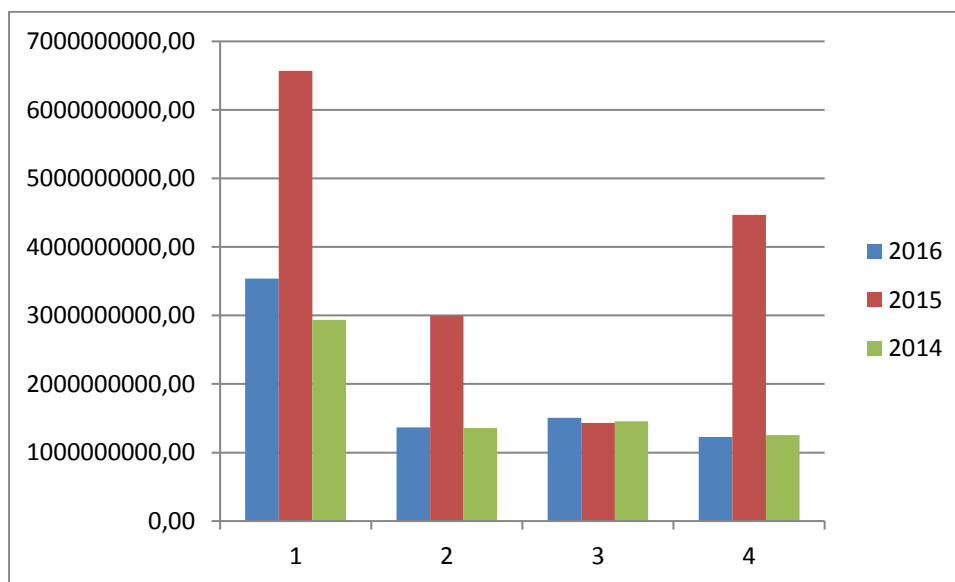
المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد القوائم المالية للمؤسسة.

جدول رقم 2-4: جدول يحوي النتيجة الصافية حسب المؤسسة قبل التعديل وبعد التعديل.

2016	2015	2014	السنوات
3538786057,75	6568288822,16	2935024951,45	النتيجة الصافية للمؤسسة
1367098938,87	2997467310,24	1355765005,67	النتيجة 50% أو أموال خاصة صافية
1505456583,45	1432288044,47	1456036438,25	النتيجة 70% أو أموال خاصة صافية
1228741294	4466490442	1255493573	النتيجة 30% أو أموال خاصة صافية

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملاحق (1، 2، 3، 4).

الشكل رقم 13: مقارنة مختلف وضعيات الهيكل المالي المفترضة بالهيكل المالي الحالي للمؤسسة.



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد القوائم المالية للمؤسسة.

-من خلال المنحنى البياني نلاحظ أن :

-النتيجة الصافية للمؤسسة هي في حالة هيكلها المالي القائم حاليا مرتفعة مقارنة مع النتائج الأخرى لمختلف وضعيات الهيكل المالي المفترضة.

-فحسب الأعمدة رقم 2 فإن 50% أموال خاصة نلاحظ أنها أقل من أن النتيجة الصافية للمؤسسة وأقل النتيجة 30% أموال خاصة وأكبر من لنتيجة 70% أموال خاصة.

وأما حسب الأعمدة رقم 3 فإن 70% أموال خاصة نلاحظ أنها أقل من النتائج الأخرى.

وحسب الأعمدة رقم 4 فإن 30% أموال خاصة نلاحظ أنها أقل من أن النتيجة الصافية للمؤسسة وأكبر من النتيجة 50% أموال خاصة وأكبر من النتيجة 70% أموال خاصة.

ويمكن الاستنتاج أنه في جميع الحالات المفترضة للهيكل المالي (50% أموال خاصة، 70% أموال خاصة، 30% أموال خاصة) كانت النتيجة الصافية للمؤسسة أقل منها في حالة هيكلها المالي الحالي، وتجدر الإشارة إلى أنه ذلك يعود إلى كون المؤسسة محل الدراسة هي مؤسسة صناعية مصدره تستفيد من إعفاءات جبائية كبيرة، ولدى فإن وجود الديون في هيكلها المالي لا يمكن من خلال تحقيق وفورات ضريبية.

خلاصة:

لمحاولة تطبيق الدراسة على الواقع حاولنا دراسة حالة مؤسسة مناجم الفوسفات، حيث تعتبر مؤسسة صناعية في ولاية تبسة تقوم بنشاط استخراجي للمواد الأولية، وتتمتع برأس مال ضخم مما سمح بتحقيق إيرادات معتبرة حسب الاستراتيجية المنتهجة، وهي متخصصة في عمليات استخراج ومعالجة وتسويق الفوسفات لمختلف الأسواق داخليا وخارجيا. وخلصت الدراسة والتي قامت على افتراض ثلاث حالات للهيكل المالي لهذه المؤسسة وهي (50% أموال خاصة و50% ديون) و(70% أموال خاصة، 30% ديون) و(30% أموال خاصة، 70% ديون) ومقارنتها بالنتيجة الصافية التي حققتها المؤسسة فعليا من خلال هيكلها المالي القائم خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2016، حيث توصلت الدراسة إلى:

- ✓ في جميع الحالات المفترضة للهيكل المالي تكون النتيجة الصافية المحققة، أقل منها في حالة الهيكل المالي القائم للمؤسسة
- ✓ في حالة الهيكل المالي (30% أموال خاصة، 70% ديون) كانت النتيجة الصافية أعلى نسبيا مقارنة بالحالات الأخرى المفترضة للهيكل المالي.



خاتمة

يعتبر قرار التمويل أحد الأدوات الهامة ضمن السياسة المالية للمؤسسة الاقتصادية الساعية لتحقيق الاستمرارية وتعظيم قيمتها إلى أقصى حد ممكن، بالتالي فإن قرار التمويل يعتمد أساساً على المفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية، إذ تختلف شروط الحصول عليها وتكاليفها حسب الجهات المصدرة لها.

وقد تمحورت مشكلة هذه الدراسة حول تأثير اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية حيث يخضع اختيار هيكل التمويل للملائم للمؤسسة إلى مجموعة من العوامل الداخلية والخارجية أهمها عامل تكلفة الحصول على الأموال والذي يعتبر مقياساً للمفاضلة بين التمويل عن طريق الأموال الخاصة والتمويل عن طريق الاستدانة.

أولاً: اختبار الفرضيات

➤ يمكن تصنيف مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية-والتي تشكل هيكلها التمويلي- إلى صنفين أساسيين هما أموال الملكية وأموال الاستدانة، وهذا اعتماداً على معيار ملكية الأموال في عملية التصنيف، بالإضافة إلى أن هذا البحث أفادنا بالعديد من الخصائص التي تميز كل مصدر تمويلي عن الآخر، والتي تتيح للمؤسسة الاقتصادية فرصة كبيرة للمفاضلة بينها بهدف تمكينها من اختيار مصادر التمويل التي تتماشى وأهدافها وتطلعاتها.

➤ تتداخل مجموعة كبيرة من العوامل في تحديد واختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة الاقتصادية، ومن بين هذه العوامل ما تفرضه طبيعة المحيط الخارجي للمؤسسة، وهو خارج عن تحكم المؤسسة، ومثالنا في ذلك معدل الضريبة على الأرباح، قطاع النشاط... الخ، ومنها ما يتعلق بطبيعة المؤسسة نفسها، ومثالنا في ذلك تكلفة التمويل، المردودية الاقتصادية، المخاطر المالية والتشغيلية، حجم المؤسسة،... الخ.

➤ وجود الديون في مؤسسة مناجم الفوسفات يؤثر على قيمتها، وذلك لأنها تخفض من أرباح المؤسسة.

ثانياً: النتائج

قد تم التوصل من خلال هذا البحث إلى جملة من النتائج النظرية والتطبيقية.

1. نتائج الجانب النظري:

من خلال الاطلاع النظري للبحث تم التوصل إلى جملة من النتائج أبرزها:

- للمؤسسة عدة مصادر لتمويل احتياجاتها وتكلفة كل مصدر منها يساعدها على انتقاء أهمها، بما يلائم أهداف ونشاط المؤسسة وبيئتها.
- تعتبر نظرية مودكيلاني وميلر من النظريات التي درست الهيكل المالي في المؤسسة، حيث كانت تقوم على افتراض عدم وجود ضرائب سنة 1958، أما في سنة 1963 تقوم على افتراض وجود الضرائب، وفي سنة 1984 أصبحت تقوم على افتراض وجود وفورات ضريبية.
- تعتبر نظرية الإشارة ونظرية التدرج التمويلي من النظريات الحديثة اللتان درستنا الهيكل المالي في المؤسسة، وتقومان على افتراض عدم تماثل المعلومة، إذ تقوم نظرية الإشارة على أساس إصدار إشارات خاصة تميز المؤسسة عن غيرها، وتحتاج هذه النظرية إلى وجود سوق مالي فعال، أما حسب نظرية التدرج التمويلي فإن المؤسسة تتبع ترتيباً تفضيلياً لمصادر التمويل حسب الأهداف المراد تحقيقها من طرف المؤسسة.

2. نتائج الجانب التطبيقي:

مكننا الدراسة الميدانية لمؤسسة مناجم الفوسفات من استخلاص النتائج التالية :

- تنشط مؤسسة مناجم الفوسفات في سوق لا تنتم بالمنافسة محلياً، حيث تعتبر الوحيدة في الجزائر.
- تحقيق مؤسسة مناجم الفوسفات نسبة النتيجة الصافية أقل في مختلف حالات الهيكل المالي المفترضة مقارنة بالحالة القائمة للهيكل المالي.
- انخفاض نسبي للنتيجة في حالة الهيكل المالي (30 % أموال خاصة، 70 % ديون) مقارنة بالحالتين الباقيتين.
- ويعود هذا إلى عدم تحقيق المؤسسة محل الدراسة لوفورات ضريبية من خلال إدراج نسبة من الديون في هيكلها المالي، وهذا راجع إلى انخفاض نسبة الضريبة على الأرباح التي تدفعها هذه المؤسسة كونها مؤسسة صناعية مصدرة.
- لا توجد منتجات بديلة لمنتجات مؤسسة مناجم الفوسفات في الجزائر.
- تزداد الأرباح الصافية لمؤسسة مناجم الفوسفات خلال الفترة 2014-2016.
- تستفيد مؤسسة مناجم الفوسفات من الإعفاءات بنسبة 97% كونها مؤسسة مصدرة.

➤ تحقق مؤسسة مناجم الفوسفات نتائج موجبة طيلة سنوات الدراسة، وهذا راجع إلى ارتفاع حجم الإيرادات بشكل كبير، وهذا ما أثر ايجابيا على القيمة السوقية.

ثالثا : التوصيات والاقتراحات

- بناءا على ما تقدم من نتائج، يمكن تقديم التوصيات والاقتراحات الموالية:
- على مؤسسة مناجم الفوسفات خلال فترة اسنادها من الاعفاءات الضريبية وبالتالي تحقيق أرباح أكثر، مع تجنب مخاطر العسر المالي ومخطر الافلاس.
 - ضرورة إعادة هذه الدراسة لفترات لاحقة للتأكد من صحة الفروض التي قامت عليها الدراسة.
 - الاعتماد على التمويل الذاتي بدرجة أولى لاعتباره تمويل مجاني لا يترتب عليه دفع تكاليف مالية، كما يجب مؤسسة مناجم الفوسفات الوقوع في مخطر عدم السداد والافلاس.

رابعا: آفاق الدراسة

- إن البحث في مجال تمويل المؤسسة الاقتصادية لايزال واسعا، كما لانزال بعض النقاط مجهولة يمكن أن تكون مواضيع لبحوث أخرى وإشكاليات تنتظر المعالجة، والتي نذكر منها مايلي:
- تأثير الهيكل المالي على القرارات المالية.
 - تأثير الهيكل المالي على الاستراتيجية المالية.
 - محددات الهيكل المالي

المراجع

➤ الكتب:

1. ابو الفتوح علي فضالة، الهيكل التمويلية، دار الكتب العلمية، امبابة، مصر.
2. احمد حميد الحلبي، الادارة المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2010.
3. إلياس بن الساسي ،يوسف قريشي ، التسيير المالي ، دوائر الأردن 2006.
4. أموري كاظم، مقدمة في القياس الاقتصادي، دار المنهل، 2009.
5. خالد بن حمدان و وائل صبحي إدريس، الاستراتيجية و التخطيط الاستراتيجي ، دار اليازوري للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2007.
6. سمير محمد عبد العزيز، التاجر التمويلي ومدخله المالية المحاسبية، التشريعة، مكتبة الاشعاع، الاسكندرية، 2001.
7. شكيب بن بديرة الطلبي، توسعة المرصاد مدخل نقدي مختصر كمفاهيم الاقتصاد السياسي، 2014.
8. طارق عبد العال حماد ، التقييم وإعادة هيكلة الشركات - تحديد قيمة المنشأة ،الدار الجامعية الإسكندرية ، 2008 .
9. عاطف وليم اخدراوس، التمويل والادارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
10. عبد الله قويدر الواجد، مراقبة التسيير والاداء في المؤسسة الاقتصادية، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2018.
11. عدنان تايه النعيمي، واخرون، الادارة المالية، دار المسيرة، الاردن، 2007.
12. علي عباس، الإدارة المالية، مكتبة جامعة الشارقة، اثناء للنشر والتوزيع، 2008.
13. غول فرحات، الوفير في اقتصاد المؤسسة، درا الخلدونية، 2018.
14. محمد أمين ايت عزت، الإدارة التمويلية في الشركات ،العبيكان للنشر، 2015.
15. محمد صلح الحناوي و جلال ابراهيم العيد ، الادارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية الاسكندرية، 2002.
16. محمد علي العامري ، الإدارة المالية ، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة 01 ،الأردن ، 2007.

17. محمد قاسم خصاونة ، أساسيات الإدارة المالية ، دار الفكر ناشرون وموزعون ، 2014 .
18. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع ، 2008 .
19. منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2000.
20. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل لتمويل الشركات، منشأة المعارف للنشر، الاسكندرية، 2003.
21. ناصر دادى عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، الطبعة الاولى، 1998.

➤ المجلات والملتقيات:

1. غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال، مجلة الدراسات العلوم الإدارية المجلد 35، العدد 2، 2013.
2. بكاري بلخير ، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة ، مجلة الباحث، العدد 10، 2010.
3. بلبركاني ام خليفة، اليات الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة التنظيم والعمل، العدد 5، بت.
4. بوفليس نجمة، العوامل المحددة لهيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مجلة البحوث الدراسات الانسانية، العدد 12، سكيكدة، 2016.
5. حمزة الزبيدي وحسن سلامة، اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2014.
6. زغيب مليكة : مداخلة بعنوان ، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 31 ، جامعة سكيكدة ، الجزائر ، 2009.
7. سعدي سكيينة إيمان، مقال بعنوان : نموذج خصم التدفقات النقدية المتاحة كآلية لخلق القيمة في المؤسسة، مجلة دراسات وأبحاث، العدد 27 جوان 2017.

8. صالح الحمصي، عبد الحفي محمد ، الاندماج كقال طوق نجاة المؤسسات في بحار المنافسة العالمية، تاريخ النشر 07 يوليو 2007، تاريخ الإطلاع 05 فيفري 2018.
9. عائشة عادلة حاتم، عبد الخالق ياسين البدران، علاقة الهيكل بربحية الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد السابع والثلاثون، المجلد العاشر، 2014.
10. مروان ابو فضة، عقد الوكالة. وتطبيقاته في المصارف الاسلامية، مجلة الجامعة الاسلامية، المجلد 17، العدد 2، 2009.
11. نبيلة سهايلية، عناصر الهيكل المالي واثرتها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد، 2017.

➤ الرسائل والأطراحات:

1. إبراهيم بومزير ، أثر الهيكل المالي على الخيار والاستراتيجي في المؤسسة الصناعية ، مذكرة ماجستير علوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية التجارية علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014-2015.
2. احلام مخبي، تقييم المؤسسة من وجهة نظر البنك، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2006-2007.
3. انفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على اتراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2011-2012.
4. بالضياف العيد، المؤسسة الاقتصادية بين اهدافها وتحقيق التنمية المستدامة، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012-2013.
5. بن حمو محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخصوصية ، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة ابي بكر بلقايد ،تلمسان ، الجزائر ، 2015- 2016،

6. بوشوارب فوزية، تقييم المؤسسة باستخدام مقارنة التدفقات دراسة تطبيقية في المؤسسات الاقتصادية ، مذكرة مقدمة لمتطلبات نيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة (لامرمولاي) سعيدة، 2013-2014.
7. الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ،جامعة ورقلة، الجزائر، 2009.
8. حراش معاذ ونمر أحمد، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية للمؤسسة ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة أكلي محندا والحاج ، البويرة، 2014-2015.
9. حميدو رمضان ، تأثير سياسة توزيع الإرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 2011 – 2012.
10. دادن عبد الغني ، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراء في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، الجزائر، 2006-2007.
11. راضية بوزنادة ، تقييم سياسة الإستدانة في المؤسسة الاقتصادية ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013-2014
12. سهام عيساوي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر اكايمي ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة، 2014-2015.
13. شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي امثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009-2010.

14. عادل بن عيشة، سهام بوشيحة، دور القرارات المالية في اختيار الهيكل المالي الأمثل، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي التبسي، تبسة، 2016-2017.
15. العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراء، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010-2011.
16. عبد الرحمن عقلة علي السلفيتي، تأثير ضريبة الدخل في تمويل الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2004.
17. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.
18. عيساوي نادية، تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية، مذكرة مقدمة لمتطلبات نيل شهادة الماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2004-2005.
19. كعيش رضوان وزيقم أحمد أمين، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016-2017.
20. لزعم سمية، اثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012.
21. نائل خليل ابو ليلة، اثر الحوكمة على هيكل رأس المال، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في تخصص ادارة الدولة والحكم الرشيد، جامعة الاقصى، فلسطين، 2016.
22. الهواري السويسي، تقييم المؤسسة ودورة في اتخاذ القرارات في اطار التحولات الاقتصادية في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراء، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007.

➤ المواقع الإلكترونية:

1. موقع:ادم الصاوي ،تعريف شهرة المحل ،منتدى المحاسب العربي ، تاريخ الإطلاع
2018/02/05
2. الموقع : WWW NADER-KHOZAM COM
3. موقع:منتدى العرب، تعريف المؤسسة الاقتصادية،
http:communication.akbar.montada.com/195-topic :2017/12/22 :3:00
4. الموقع: نادية اللوزي، القيمة الدفترية ، مستندات أعمال الخليج ،تاريخ الإطلاع
2018/01/28.
5. الموقع:ايمان الحباري، تعريف المؤسسة الاقتصادية، MAWdoo3.com ، تاريخ
2017/12/22 ، 4 : 41

➤ محاضرات ومطبوعات:

1. أحلام بالشيخ وآخرون ،مفهوم المؤسسات الصغرى والمتوسطة، الكراس البياغوجي عدد
1، كلية الحقوق والعلوم الانسانية، جامعة المنار، تونس، 2017-2018
2. أمينة مخلفي، مطبوعة محاضرات اقتصاد وتسيير المؤسسة، لكلية العلوم الاقتصادية
والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.
3. سميرة عميش، مطبوعة محاضرات اقتصاد المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية
وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2015-2016

➤ موسوعة:

- 1.شهرزاد زغيب وعمان لمياء، قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق الثروة للمساهمين ،
موسوعة الاقتصاد والتمويل الاسلامي، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2011

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

1. irre ver nemmen .finance déntreprise ,8^{eme}Edition :DLLOZ,pris ,2010.
2. Jean – jacques litli -management financier et création de la valeur – Université de rennes -2005-WWW.igr .univ .rennes 1 -FR .
3. Jean-Eticne Palarb Frankimbert « Guide Pratique D’ema Luation D’entre Prise » Edionsegrolles.2013.
4. Thiery poulain: la politique de financement de entreprise patrimoniales et familiales cotées: un test de la théorie du free-flow,inta revire financier N°153,2005
5. Toussain, BRONDA, DOU LANDE Entreprise:aproche globale et environement, EDUCAGRI, Dijon, 2^{eme} ED, 2004.



الملاحق

BILAN ACTIF

ACTIF	Note	2015			2014
		Brut	Amortissement	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles		406 955 282,30	193 701 612,41	213 253 669,89	1 432 506,81
Immobilisations corporelles		11 323 016 323,14	7 517 824 183,07	3 805 192 140,06	4 239 177 647,26
Terrains		-	-	-	-
Bâtiments		965 221 474,61	625 683 804,03	339 537 670,58	388 856 793,92
Autres immobilisations corporelles		10 357 794 848,52	6 892 140 379,04	3 465 654 469,48	3 850 320 853,34
Immobilisations en concession		-	-	-	-
Immobilisations encours		387 474 308,90	-	387 474 308,90	582 964 495,90
Immobilisations financières		24 670 521 550,64	-	24 670 521 550,64	19 422 966 840,72
Titres mis en équivalence		-	-	-	-
Autres participations et créances rattachées		-	-	-	-
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		24 669 174 261,38	-	24 669 174 261,38	19 420 976 914,87
Impôts différés actif		1 347 289,26	-	1 347 289,26	1 989 925,85
TOTAL ACTIF NON COURANT		36 787 967 464,97	7 711 525 795,48	29 076 441 669,49	24 246 541 490,89
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours		1 321 542 512,80	192 900 884,88	1 128 641 627,93	1 308 521 149,62
Créances et emplois assimilés		2 799 021 355,49	25 035 276,90	2 773 986 078,59	2 418 905 858,10
Clients		1 243 189 865,46	25 035 276,90	1 218 154 588,57	1 012 080 416,81
Autres débiteurs		90 719 044,73	-	90 719 044,73	82 418 762,47
Impôts		1 120 199 311,35	-	1 120 199 311,35	976 444 179,95
Autres actifs courants		344 913 133,94	-	344 913 133,94	347 962 498,87
Disponibilités et assimilés		2 492 867 367,53	-	2 492 867 367,53	962 742 117,89
Placements et autres actifs financiers courants		-	-	-	-
Trésorerie		2 492 867 367,53	-	2 492 867 367,53	962 742 117,89
TOTAL ACTIF COURANT		6 613 431 235,83	217 936 161,77	6 395 495 074,05	4 690 169 125,61
TOTAL GENERAL ACTIF		43 401 398 700,80	7 929 461 957,26	35 471 936 743,54	28 936 710 616,30

SOMIPHOS-Spa_ Exercice 2015

BILAN PASSIF

	Note	2015		2014
CAPITAUX PROPRES				
Capital émis		1 600 000 000,00		1 600 000 000,00
Capital non appelé				
Ecart d'évaluation				1 435 456 792,00
Primes et réserves		20 952 827 946,81		19 025 586 418,87
Ecart de réévaluation		-		-
Ecart d'équivalence		-		-
Résultat net		6 568 288 822,16		2 935 024 951,45
Autres capitaux propres - Report à nouveau		1 877 331 830,97		847 084 564,09
Liaisons inter unités		-		-
Part de la société consolidante		-		-
Part des minoritaires		-		-
TOTAL CAPITAUX PROPRES		30 998 448 599,94		25 843 152 726,41
PASSIFS NON COURANTS				
Emprunts et dettes financières		-		-
Impôts (différés et provisionnés)		10 634 022,15		4 296 740,10
Autres dettes non courantes		-		-
Provisions et produits constatés d'avance		1 376 101 236,48		1 078 493 841,99
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		1 386 735 258,62		1 082 790 582,09
PASSIF COURANT				
Fournisseurs et comptes rattachés		475 227 504,01		513 779 442,63
Impôts		255 483 440,09		262 270 750,83
Autres dettes		2 356 041 940,87		1 234 717 114,34
Trésorerie passif		-		-
TOTAL PASSIFS COURANTS		3 086 752 884,97		2 010 767 307,80
TOTAL GENERAL PASSIF		35 471 936 743,54		28 936 710 616,30

SOMIPHOS-Spa_ Exercice 2015

COMPTE DE RESULTATS

Rubriques	Note	2015	2014
Ventes et produits annexes (chiffres d'affaires)		8 825 606 231,03	6 988 870 075,37
Variation stocks produits finis et en cours	-	171 612 475,88	65 369 333,57
Production immobilisée		-	47 998 212,11
Subventions d'exploitation		37 809 386,45	249 429 971,91
I- PRODUCTION DE L'EXERCICE		8 691 803 141,61	7 351 667 592,95
Achats consommés	-	764 512 078,35	798 044 698,20
Services extérieurs et autres consommations	-	1 186 708 678,70	1 241 314 963,71
			- 2 039 359 661,91
III- VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		6 740 582 384,56	5 312 307 931,04
Charges de personnel	-	1 784 979 688,00	1 932 396 519,00
Impôts, taxes et versements assimilés	-	19 768 505,90	18 197 351,44
IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		4 935 834 190,66	3 361 714 060,61
Autres produits opérationnels		36 116 724,86	54 474 223,24
Autres charges opérationnelles	-	227 399 532,66	238 380 505,85
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-	1 701 026 761,18	980 869 704,02
Reprise sur pertes de valeur et provisions		189 577 269,40	500 739 883,18
V- RESULTAT OPERATIONNEL		3 233 101 891,08	2 697 677 957,17
Produits financiers		3 376 031 297,38	252 253 396,91
Charges financières	-	20 603 156,63	1 646 308,36
VI- RESULTAT FINANCIER		3 355 428 140,75	250 607 088,55
VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		6 588 530 031,84	2 948 285 045,72
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-	16 882 172,53	15 452 498,84
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires	-	3 359 037,15	2 192 404,57
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		12 293 528 433,26	8 159 135 096,29
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-	5 725 239 611,10	5 224 110 144,85
VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		6 568 288 822,16	2 935 024 951,45
Eléments extraordinaires (produits)			
Eléments extraordinaires (charges)			
IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRES			
X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE		6 568 288 822,16	2 935 024 951,45

FERPHOS Group
SOMIPHOS-SPA

Comptes consolidés au 31/12/2016

BILAN ACTIF

ACTIF	Note	2016			2015
		Brut	Amortissement	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles		467 764 692,30	344 763 209,94	123 001 482,36	213 253 669,89
Immobilisations corporelles		14 267 272 894,64	9 442 294 227,79	4 824 978 666,85	3 805 192 140,06
Terrains		-	-	-	-
Bâtiments		1 204 350 287,89	783 708 318,37	420 641 969,52	339 537 670,58
Autres immobilisations corporelles		13 062 922 606,75	8 658 585 909,42	4 404 336 697,33	3 465 654 469,48
Immobilisations en concession		-	-	-	-
Immobilisations en cours		450 143 973,07	-	450 143 973,07	387 474 308,90
Immobilisations financières		29 987 124 608,24	-	29 987 124 608,24	24 670 521 550,64
Titres mis en équivalence		-	-	-	-
Autres participations et créances rattachées		-	-	-	-
Autres titres immobilisés		7 000 000 000,00	-	7 000 000 000,00	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		22 985 575 999,90	-	22 985 575 999,90	24 669 174 261,38
Impôts différés actif		1 548 608,34	-	1 548 608,34	1 347 289,26
TOTAL ACTIF NON COURANT		45 172 306 168,25	9 787 057 437,73	35 385 248 730,52	29 076 441 669,49
		-	-	-	-
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours		1 855 391 899,86	221 725 155,03	1 633 666 744,83	1 128 641 627,93
Créances et emplois assimilés		-	-	-	2 773 986 078,59
Clients		2 283 772 521,36	30 408 147,82	2 253 364 373,54	1 218 154 588,57
Autres débiteurs		125 875 661,78	-	125 875 661,78	90 719 044,73
Impôts		1 441 112 263,87	-	1 441 112 263,87	1 120 199 311,35
Autres actifs courants		397 931 464,50	-	397 931 464,50	344 913 133,94
Disponibilités et assimilés		-	-	-	2 492 867 367,53
Placements et autres actifs financiers courants		-	-	-	-
Trésorerie		608 742 509,49	-	608 742 509,49	2 492 867 367,53
TOTAL ACTIF COURANT		6 712 826 320,86	252 133 302,85	6 460 693 018,01	6 395 495 074,05
		-	-	-	-
TOTAL GENERAL ACTIF		51 885 132 489,11	10 039 190 740,58	41 845 941 748,53	35 471 936 743,54

SOMIPHOS-Spa_ Exercice 2016

**FERPHOS Group
SOMIPHOS-SPA**

Comptes consolidés au 31/12/2015

BILAN PASSIF

	Note	2015	2014
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		1 600 000 000,00	1 600 000 000,00
Capital non appelé			
Ecart d'évaluation			1 435 456 792,00
Primes et réserves		20 952 827 946,81	19 025 586 418,87
Ecart de réévaluation		-	-
Ecart d'équivalence		-	-
Résultat net		6 568 288 822,16	2 935 024 951,45
Autres capitaux propres - Report à nouveau		1 877 331 830,97	847 084 564,09
Liaisons inter unités		-	-
Part de la société consolidante		-	-
Part des minoritaires		-	-
TOTAL CAPITAUX PROPRES		30 998 448 599,94	25 843 162 726,41
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		-	-
Impôts (différés et provisionnés)		10 634 022,15	4 296 740,10
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance		1 376 101 236,48	1 078 493 841,99
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		1 386 735 258,62	1 082 790 582,09
PASSIF COURANT			
Fournisseurs et comptes rattachés		475 227 504,01	513 779 442,63
Impôts		255 483 440,09	262 270 750,83
Autres dettes		2 356 041 940,87	1 234 717 114,34
Trésorerie passif		-	-
TOTAL PASSIFS COURANTS		3 086 752 884,97	2 010 767 307,80
TOTAL GENERAL PASSIF		35 471 936 743,54	28 936 710 616,30

SOMIPHOS-Spa_ Exercice 2015

**FERPHOS Group
SOMIPHOS-SPA**

Comptes consolidés au 31/12/2015

BILAN ACTIF

ACTIF	Note	2015			2014
		Brut	Amonissement	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles		406 955 282,30	193 701 612,41	213 253 669,89	1 432 506,81
Immobilisations corporelles		11 323 016 323,14	7 517 824 183,07	3 805 192 140,06	4 239 177 647,26
Terrains		-	-	-	-
Bâtiments		965 221 474,61	625 683 804,03	339 537 670,58	388 856 793,92
Autres immobilisations corporelles		10 357 794 848,52	6 892 140 379,04	3 465 654 469,48	3 850 320 853,34
Immobilisations en concession		-	-	-	-
Immobilisations encours		387 474 308,90	-	387 474 308,90	582 964 495,90
Immobilisations financières		24 670 521 550,64	-	24 670 521 550,64	19 422 966 840,72
Titres mis en équivalence		-	-	-	-
Autres participations et créances rattachées		-	-	-	-
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		24 669 174 261,38	-	24 669 174 261,38	19 420 976 914,87
Impôts différés actif		1 347 289,26	-	1 347 289,26	1 989 925,85
TOTAL ACTIF NON COURANT		36 787 967 464,97	7 711 525 795,48	29 076 441 669,49	24 246 541 490,69
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours		1 321 542 512,80	192 900 884,88	1 128 641 627,93	1 308 521 149,62
Créances et emplois assimilés		2 799 021 355,49	25 035 276,90	2 773 986 078,59	2 418 905 858,10
Clients		1 243 189 865,46	25 035 276,90	1 218 154 588,57	1 012 080 416,81
Autres débiteurs		90 719 044,73	-	90 719 044,73	82 418 762,47
Impôts		1 120 199 311,35	-	1 120 199 311,35	976 444 179,95
Autres actifs courants		344 913 133,94	-	344 913 133,94	347 962 498,87
Disponibilités et assimilés		2 492 867 367,53	-	2 492 867 367,53	962 742 117,89
Placements et autres actifs financiers courants		-	-	-	-
Trésorerie		2 492 867 367,53	-	2 492 867 367,53	962 742 117,89
TOTAL ACTIF COURANT		6 613 431 235,83	217 936 161,77	6 395 495 074,05	4 690 169 125,61
TOTAL GENERAL ACTIF		43 401 398 700,80	7 929 461 957,26	35 471 936 743,54	28 936 710 616,30

SOMIPHOS-Spa_ Exercice 2015

FERPHOS Group
SOMIPHOS-SPA

Comptes consolidés au 31/12/2016

COMPTE DE RESULTATS

Rubriques	Note	2016	2015
Ventes et produits annexes (chiffres d'affaires)		8 323 885 817,56	8 825 606 231,03
Variation stocks produits finis et en cours		319 082 414,40	- 171 612 475,88
Production immobilisée		2 247 492,29	-
Subventions d'exploitation			37 809 386,45
I- PRODUCTION DE L'EXERCICE		8 645 215 724,25	8 691 803 141,61
Achats consommés	-	1 093 240 943,50	- 764 512 078,35
Services extérieurs et autres consommations	-	3 277 904 930,77	- 1 186 708 678,70
	-	3 277 904 930,77	- 1 951 220 757,05
III- VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		6 287 441 837,51	6 740 582 384,56
Charges de personnel	-	2 765 737 059,12	- 1 784 979 688,00
Impôts, taxes et versements assimilés	-	38 363 584,27	- 19 768 505,90
IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		3 483 341 194,12	4 935 834 190,66
Autres produits opérationnels		86 862 855,18	36 116 724,86
Autres charges opérationnelles	-	312 128 441,76	- 227 399 532,66
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-	1 160 933 801,13	- 1 701 026 761,18
Reprise sur pertes de valeur et provisions		495 940 965,48	189 577 269,40
V- RESULTAT OPERATIONNEL		2 593 082 771,89	3 233 101 891,08
Produits financiers		972 074 810,02	3 376 031 297,38
Charges financières	-	16 226 027,72	- 20 603 156,63
VI- RESULTAT FINANCIER		955 848 782,30	3 355 428 140,75
VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		3 548 931 554,19	6 588 530 031,84
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-	12 695 321,58	- 16 882 172,53
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires		2 549 825,14	- 3 359 037,15
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		10 200 094 354,93	12 293 528 433,26
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-	6 661 308 297,18	- 5 725 239 611,10
VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		3 538 786 057,75	6 568 288 822,16
Eléments extraordinaires (produits)			
Eléments extraordinaires (charges)			
IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRES			-
X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE		3 538 786 057,75	6 568 288 822,16

SOMIPHOS-Spa_ Exercice 2016

الملخص:

تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيق أهدافها في الاستمرارية وتعظيم الأرباح، وفي إطار هذا المسعى فإن المؤسسة تبحث عن توفير الأموال اللازمة لتغطية استثماراتها واحتياجاتها التمويلية .
إن اختلاف وتباين مصادر التمويل وعدم تجانسها، يمنح المؤسسة الاقتصادية فرصة التنوع والمفاضلة بينها، تهدف إلى بلوغ وتحقيق المزيح التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العوائد والمخاطر الناتجة عنه، ويعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة.

إن اختيار هيكل التمويل يؤثر على قيمة المؤسسة عن طرق التكلفة المتوسطة للتمويل ، حيث تعظم قيمة المؤسسة عند اقل تكلفة ممكنة للتمويل، حيث وجدت العديد من الدراسات والنظريات المفسرة لهيكل التمويل وعلاقته بقيمة المؤسسة .

الكلمات المفتاحية:

مصادر التمويل، هيكل التمويل، قيمة المؤسسة.

Résume :

L'entreprise économique cherche à atteindre ses objectifs de continuité et de maximiser les profits, et dans le cadre d'essayer d'atteindre ces objectifs doit avoir accès aux fonds nécessaires pour couvrir leurs investissements et besoins de financement.

La différence des sources de financement donne à l'entreprise économique l'occasion à la diversification et la comparaison entre les sources de financement, permet d'atteindre la combinaison optimale de financement quittaient en compte le rapport revenus-risques qui en découlent, et assure finalement la cohérence entre les différentes parties ayant intérêts dans l'entreprise.

Le choix d'une structure de financement influence sure la valeur de l'entreprise par le cout de financement moyen, dont atteint la plus gronde valeur au plus bas cout possible du financement, là ou se trouve de nombreuses études et théories qui ont interprété la valeur de l'entreprise et sa relation avec la structure du financement.

Mots clés :

Source de financement. structure de financement. valeur de l'entreprise.