



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله  
معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المرجع : ..... / 2015

قسم : علوم التسيير

الميدان : علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم التسيير

التخصص : مالية

مذكرة بعنوان:

## أثر هيكل رأس المال على قيمة - مطاحن بني هارون ميله -

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الليسانس في علوم التسيير (ل.م.د) تخصص "مالية"

إشراف الأستاذ:

- فواز واضح

إعداد الطلبة:

- بشرى بوجريو

- زينة يدوري

السنة الجامعية: 2015/2014

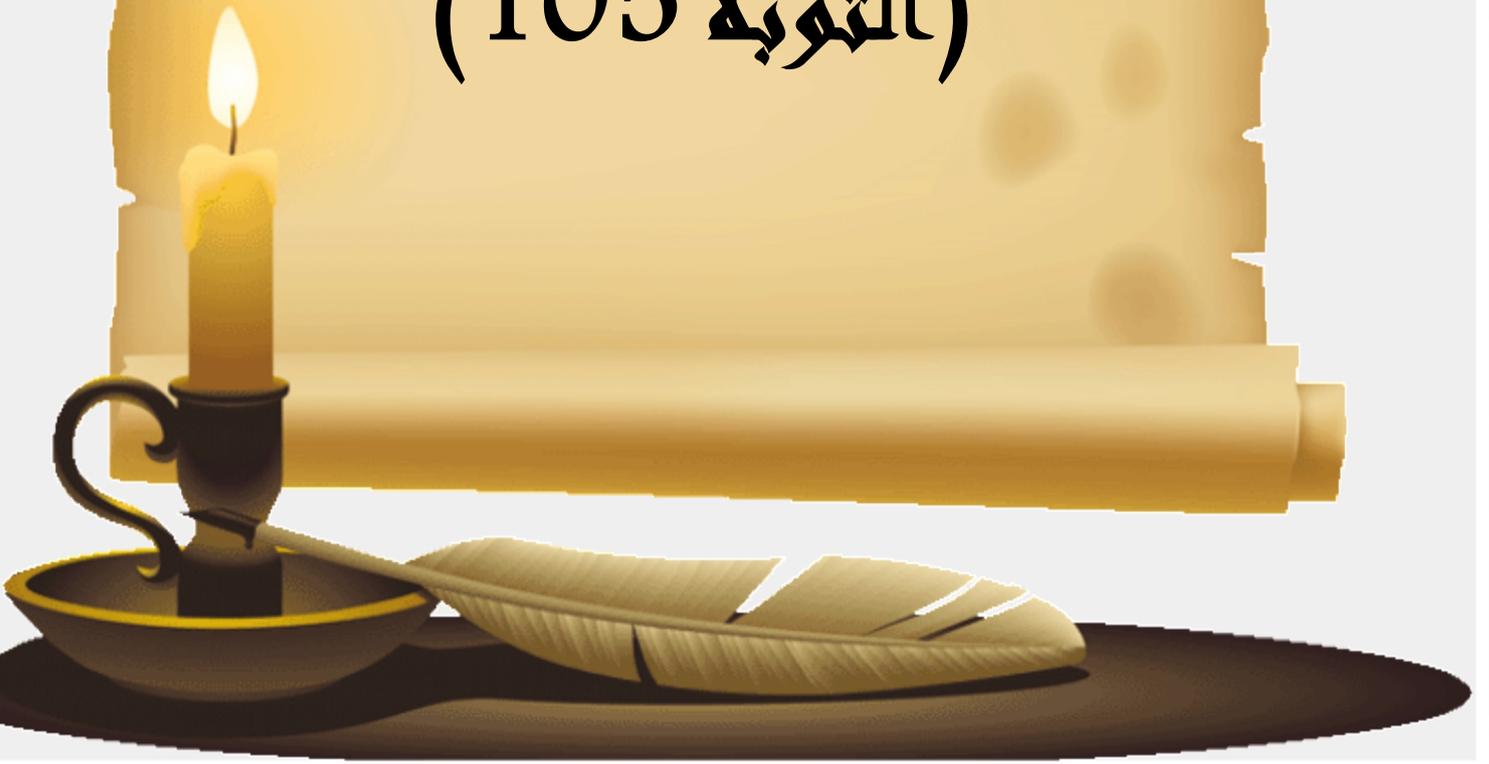


بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ وَقُلِ اعْمَلُوا فَسِيرَی اللّٰهُ

عَمَلَكُمْ وَرَسُولَهُ وَالْمُؤْمِنُونَ ﴾

(التوبة 105)



# تشكر

بادئى أحمد وأشكر المولى جل شأنه بديع  
السموات والأرض انشق سمعي وبصري بقوله  
وفضله وتوفيقه في إخراج هذا الجهد والعمل  
إلى النور، والذي يعد قطرة من بحر كما أتفضل  
بشكري الخالص وجليل الإمتنان للمشرف " واضح  
فواز" الذي لم يبخل علينا بجهد المتواصل  
وأفكاره النيرة وتوجيهاته وإرشاداته السديدة  
وأرائه القيمة وطريقته المثلى في إدارة التحفيز  
المعنوي وذلك بتخصيصه لنا الأوقات الثمينة من  
أجل إثراء هذا العمل فشكرا لك أيها الأستاذ  
الرمز.

ونتقدم بالشكر إلى عمال مؤسسة مطاحن بنجي  
هارون الذين ساعدونا وأعطونا المعلومات اللازمة  
والمطلوبة.

ونختم شكرنا إلى كل من ساهم من قريب أو  
بعيد لكم جميعا كل شكري

بارك الله فيكم

بشرى وزينة

# إهداء

أهدي ثمرة جهدي للذي فطرني ومنّ عليّ بنعمته وفضله العظيم الأحد الصمد  
له الحمد حمداً كثيراً ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه فله الحمد حتى  
يرضى، كما أهديه لسيد هذه الأمة القائد "طلب العلم فريضة على كل مسلم"  
محمد صلى الله عليه وسلم

أهدي هذا العمل إلى أبي الذي كان سبب في نتيجة هذا العمل وأمي التي سعت  
تخليها فيها

أهدي هذا العمل إلى كل الإخوة والأخوات، الأهل والأقارب، الصديقات  
والزميلات بدون استثناء

أهدي هذا العمل إلى من اختاره الله ليكون شريك حياتي وأهدي هذا العمل إلى  
كل من ساعدنا في إنجاز هذه المذكرة وخصوصاً المشرف على طباعتها  
"بوخميس إبراهيم"

وأهدي هذا العمل إلى كل طالب علم

بشرى وزينة

# قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	الشكل	الرقم
75	الشكل 01: العلاقة بين تكلفة رأس المال وبين الاقتراض وفقا لمبدأ صافي الربح.	1
76	الشكل 02: سلوك المقرضين	2
77	الشكل 03: سلوك المساهمين	3
78	الشكل 04: العلاقة الطردية بين تكلفة الأموال الخاصة ومستوى الاستدانة	4
79	الشكل 05: سلوك الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة	5
79	الشكل 06: سلوك التكلفة الاجمالية للتمويل	6
81	الشكل 07: مستوى التمويل الأمثل	7
83	الشكل 08: نموذج مودفلياني وميلر في حالة انعدام الضرائب	8
85	الشكل 09: نموذج مودفلياني وميلر في حالة وجود الضرائب	9
88	الشكل 10: العلاقة بين نسبة الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس	10
93	الشكل 11: النسبة المثلى للاقتراض وقيمة المنشأة	11
99	الشكل 12: قيمة المنشأة ونسب المديونية وكلفة رأس المال	12
115	الشكل رقم (13): يوضح المؤسسات التابعة للشركة الأم	13
116	الشكل رقم (14): المؤسسات التابعة للمؤسسة الرياض قسنطينة	14
117	الشكل رقم (15): يوضح الهيكل التنظيمي للوحدة الانتاجية والتجارية بالقرارم قوقة	15
118	الشكل رقم (16): الهيكل التنظيمي لمصلحة المحاسبة والمالية	16
121	الشكل رقم 17: منحني يبين معدل نمو رقم أعمال مؤسسة بني هارون من 2010-2014.	17
123	الشكل رقم 18 : دائرة نسبية تمثل إنتاج مطاحن بني هارون لسنة 2014.	18

## قائمة الأشكال

126	الشكل رقم (19): تطور رأس المال العامل خلال الفترة 2010-2014	19
128	الشكل رقم (20): تطور احتياج رأس المال العامل خلال الفترة 2010-2014	20
130	الشكل رقم (21): تطور الخزينة الصافية لمطاحن بني هارون خلال الفترة 2010-2014	21
134	الشكل رقم (22): نموذج الدراسة	22

# قائمة الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	الجدول	الرقم
120	الجدول رقم (1): رقم أعمال مؤسسة مطاحن بني هارون خلال الفترة (2010-2014)	1
121	الجدول رقم 2: معدل نمو القيمة المضافة	2
122	الجدول رقم (03): معدل نمو النتيجة الصافية	3
122	الجدول رقم (04): إنتاج الوحدة لمؤسسة مطاحن بني هارون 2010-2014 (الوحدة قنطار)	4
125	الجدول رقم (05): حساب رأس المال العامل للفترة 2010-2014 (وحدة مليون دج)	5
127	الجدول رقم (06): حساب احتياجات رأس المال العامل للفترة 2010-2014 (وحدة مليون دج)	6
129	الجدول رقم (07): التحليل بواسطة النسب المالية لمطاحن بني هارون للفترة 2010-2014	7
131	الجدول رقم (08): حساب الخزينة الصافية للفترة 2010-2014 (وحدة مليون دج)	8
133	الجدول رقم (09): أموال الملكية (التمويل الذاتي) لوحدة مطاحن بني هارون 2010-2014	9
135	الجدول رقم (10): حساب رأس المال العامل للفترة 2010-2014 (وحدة مليون دج)	10
136	الجدول رقم (11): معدلات المردودية الاقتصادية لمؤسسة مطاحن بني هارون 2010-2014	11
136	الجدول رقم (12): مستوى الضمانات لمؤسسة مطاحن بني هارون 2010-2014	12
137	الجدول رقم (13): معدل النمو لمؤسسة مطاحن بني هارون 2010-2014	13
138	الجدول رقم (14): حجم المؤسسة لمؤسسة مطاحن بني هارون 2010-2014	14

# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
I	بسملة
II	دعاء
III	تشكر
IV	إهداء
V	فهرس المحتويات
VI	قائمة الأشكال
VII	قائمة الجداول
أ-هـ	مقدمة
<b>الفصل الأول: مصادر وتكلفة الهيكل المالي</b>	
<b>2</b>	<b>تمهيد:</b>
<b>3</b>	<b>المبحث الأول: ماهية مصادر التمويل:</b>
3	المطلب الأول: محددات الاختيار بين مصادر التمويل:
3	المطلب الثاني: التمويل عن طريق أموال الملكية:
11	المطلب الثالث: التمويل عن طريق أموال الاستدانة:
<b>20</b>	<b>المبحث الثاني: تكلفة مصادر التمويل:</b>
20	المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل:
20	المطلب الثاني: تحديد وحساب تكلفة التمويل:
29	المطلب الثالث: التكلفة الكلية للتمويل:
<b>31</b>	<b>المبحث الثالث: ماهية الهيكل المالي ومحدداته:</b>
31	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي:
31	المطلب الثاني: العوامل المحددة في تركيبية واختيار الهيكل المالي:
38	المطلب الثالث: تحليل الرفع:
<b>43</b>	<b>خلاصة الفصل الأول:</b>

	<b>الفصل الثاني: المداخل المفسرة للهيكل المالي وقيمة المؤسسة</b>
<b>45</b>	<b>تمهيد:</b>
<b>46</b>	<b>المبحث الأول: المؤسسة وقيمتها:</b>
46	المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للمؤسسة:
56	المطلب الثاني: تحديد قيمة المؤسسة:
66	المطلب الثالث: قيمة المؤسسة على أساس ارتباطها بالبورصة:
<b>74</b>	<b>المبحث الثاني: النظريات الأساسية المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة:</b>
74	المطلب الأول: المنظور التقليدي:
82	المطلب الثاني: نظرية مودغلياني وميلر (Modgiliani et Miller):
87	المطلب الثالث: نظرية التوازن:
<b>90</b>	<b>المبحث الثالث: النظريات المعاصرة وتفسيرها لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة:</b>
90	المطلب الأول: نظرية التبادل:
100	المطلب الثاني: النظرية المتعددة الأشكال:
105	المطلب الثالث: نظرية الوكالة: Agency losts:
<b>110</b>	<b>خلاصة الفصل الثاني:</b>
	<b>الفصل الثالث: دراسة أثر هيكل المالي على قيمة مؤسسة مطاحن بني هارون -القرارم قوقة ميله-</b>
<b>112</b>	<b>تمهيد:</b>
<b>113</b>	<b>المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة مطاحن بني هارون</b>
113	المطلب الأول: تقديم مؤسسة مطاحن بني هارون
116	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي العام لمؤسسة مطاحن بني هارون
118	المطلب الثالث: دراسة وضعية مؤسسة مطاحن بني هارون
<b>120</b>	<b>المبحث الثاني: منتوجات مؤسسة مطاحن بني هارون وأداء وحداتها</b>
120	المطلب الأول: منتوجات مؤسسة مطاحن بني هارون
120	المطلب الثاني: رقم أعمال ومبيعات مؤسسة مطاحن بني هارون
122	المطلب الثالث: إنتاج الوحدة لمؤسسة مطاحن بني هارون

## فهرس المحتويات

124	المبحث الثالث: الهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون
124	المطلب الأول: التحليل المالي للهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون
132	المطلب الثاني: الهيكل المالي لوحدة مطاحن بني هارون
134	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في بناء الهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون للفترة 2010-2014
139	خلاصة الفصل الثالث:
141	خاتمة
144	قائمة المراجع

# مقدمة

**مقدمة:**

تواجه المؤسسة العديد من القرارات الاستراتيجية التي تحدد قيمتها وذلك مما يتوافق والأهداف المرسومة، ولعل من أبرز هذه القرارات القرار التمويلي، ففي ظل التطور الكبير الذي تشهده السوق التمويلية فقد برزت مجموعة متنوعة من البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، والتي تعمل من خلالها على تلبية احتياجاتها الاستثمارية والتشغيلية.

فجراء استغلال المؤسسة لمختلف هذه المصادر التمويلية من أجل تلبية حاجاتها الاستثمارية، وفي إطار تحقيق الأهداف المرجوة من مختلف العناصر الفاعلة فيها من: ملاك، مسيرين، وعمال... الخ، والتي تتمثل أبرزها في تعظيم قيمة المؤسسة، فإنها تسعى إلى الحصول على المصادر التمويلية بأفضل الشروط وهذا في حدود العائد المطلوب والخطر الممكن قبوله، من خلال بناء هيكل مالي مناسب يتكون من مزيج بين مختلف العناصر التمويلية المتاحة، بحيث يترتب على هذا المزيج أكبر عائد ممكن وأقل تكلفة ممكنة بغرض الوصول إلى الهيكل المالي المثالي الذي يحقق للمؤسسة أعلى قيمة لها.

فاختلاف المصادر التمويلية يضع المؤسسة بين مجموعة من المزايا والمخاطر ومهما تنوعت هذه المصادر فيمكن حصرها بين أموال ملكية واقتراض، وقد تكون الميزة الأساسية للاقتراض انخفاض التكلفة ولكن التوسع في استعمال القروض قد يعكس سلبيًا على قيمة المؤسسة، وهذا بزيادة المخاطر، وقد تناولت العديد من الدراسات هذه القضية، إذ تناولت مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، ويعد الرائد في هذه الدراسات ما تناوله كل من مدجلياني و ميلر والتي تعد أساس الدراسات اللاحقة، لما ظهرت العديد من النظريات الحديثة التي حاولت تقديم تفسير أكثر إقناعًا حول العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة كنظرية الإشارة والوكالة.

**1. طرح الإشكالية:**

بناء على ما سبق، ونظرا لأهمية الهيكل المالي بالنسبة للمؤسسة والمستثمر على حد سواء، كونه يعكس أداء المؤسسة ويعمل على تلبية حاجة المستثمر من السيولة الناتجة من الأموال المستثمرة في المؤسسة ومنه يمكن صياغة الإشكالية التالية:

- ما هو الدور الذي يلعبه اختيار الهيكل المالي وأثره على قيمة المؤسسة؟

لمعالجة هذه الإشكالية والعمل على الإحاطة بالجوانب التي تشكل محاور هذا الموضوع عملت على تحصيلها إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ماذا يعني الهيكل المالي؟ وماهي أهم البنود المكونة له وأساس الاختيار بينها؟
- كيف يمكن تفسير العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة؟
- ماهي أهم النظريات المعاصرة والأساسية المفسرة للهيكل المالي؟

## 2. الفرضيات:

في ضوء العرض السابق ومن أجل تفسير الإشكالية ومحاولة الإجابة على التساؤلات السابقة يمكن طرح الفرضيات التالية من أجل مناقشتها واختيار مدى صحتها وبأتي ذكرها فيما يلي:

- يعتبر الهيكل المالي مزيج بين مصادر التمويل المختلفة إذ يراعي فيها التكلفة والعائد المتوقع منها أو المطلوب.
- تعمل المؤسسة على تعظيم قيمتها من خلال تكوين هيكل مالي أمثل بحيث يترتب عنه أنه أدنى تكلفة أموال.
- من أهم النظريات الأساسية والمعاصرة للتأثير على الهيكل المالي نظرية التوازن والتبادل والوكالة.

## 3. أهمية الدراسة:

إن عمل المؤسسة في ظل المحيط تؤثر وتتأثر به يفرض عليها ضرورة استغلال كل الفرص المتاحة والمصادر التمويلية الداخلية والخارجية قد تختلف لدى المؤسسة أو تمنحها ميزة تمكنها من تعظيم قيمتها قدر المستطاع وهذا في إطار تكلفة تمويل أقل ما يمكن وفي وجود نسبة خطر مقبولة ما يحتم على المؤسسة ضرورة العمل على بناء هيكل مالي أمثل عن طريق المزج بين مختلف مصادر التمويل المتاحة.

ولكن في أغلب الأحيان قد تفرض مصادر التمويل الخارجية مجموعة من القيود تحول دون القدرة على استغلالها فلا يكون أمام المؤسسة إلا المصادر الداخلية المتمثلة أساسا في التمويل الذاتي والتي تكون عموما خاضعة لسياسة توزيع أرباح والتي تعمل من خلالها المؤسسة على التصرف الأمثل في الأرباح المحققة وذلك بمحاولة إرضاء المستثمرين وتعظيم قيمتها في آن واحد.

#### 4. أهداف الدراسة:

من خلال هذه الدراسة سيتم تسليط على مختلف بنود الهيكل المالي من أجل محاولة الرفع من كفاءة استغلال الموارد المالية ومعرفة مدى تأثيرها على قيمة المؤسسة وذلك من خلال تغيير تركيبته بإحلال مصدرا تمويليا مكان آخر والاعتماد على مصدر تمويلي بشكل كبير دون غيره ومحاولة معرفة ما مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة من خلال نظرياته المعاصرة والأساسية المفسرة لتأثيره.

#### 5. أسباب إختيار الموضوع:

يمكن إدراج العديد من الأسباب والدوافع الموضوعية التي أدت إلى اختيار الموضوع ونذكر منها:

- تخصص الدراسة الجامعية في المالية وكذا الميل إلى مثل هذه المواضيع.
- التنوع للمصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة خاصة في ظل التطور الكبير في المجال المالي والرغبة في معرفة كيفية الاستغلال الأمثل من قبل المؤسسة لهذا الغرض.
- معرفة تكلفة مصادر التمويل ومكانتها في الهيكل المالي وبالتالي العمل على تقليلها إلى أقل حد ممكن.
- معرفة اختيار وأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

#### 6. منهجية البحث:

تستدعي طبيعة الموضوع استخدام العديد من المناهج البحثية تعنى بأغراض هذا الموضوع الذي يدخل ضمن الدراسات المالية والإجابة على الإشكالية المطروحة وتحليل أبعادها وجوانبها وكذا اختيار صحة الفرضيات وذلك عند تناول الإطار النظري يكون المنهج المستعمل وصفيا تحليليا لإبراز وشرح أهم مكونات الموضوع منها المفاهيم الخاصة بالهيكل المالي وقيمة المؤسسة ومن خلال تحليل أبعاده عن طريق النتائج المتوصل إليها.

ويتم في هذا الإطار استخدام تقنية المسح المكتبي عن طريق مجموعة المراجع، الكتب، المقالات، الأنترنيت وهذا من أجل أخذ نظرة متكاملة وشاملة عن الموضوع والوقوف على ما تناولته هذه المصادر في هذا المجال، كما يتم الإعتماد على منهج دراسة حالة فيما يخص الجانب التطبيقي وهذا من

أجل إسقاط الدراسة النظرية على الواقع العملي وإبراز مدى إسقاط واستعمال المفاهيم الواردة في المجال النظري إذ يتم استعمال مختلف العلاقات والنسب لاحتساب مختلف متغيرات الدراسة وهذا بالاعتماد على البيانات التي تنشرها المؤسسات والبورصات وكذلك الأنترنت المصدر الأساسي لجميع البيانات والمعلومات المستغلة في الدراسات التطبيقية.

## 7. حدود الدراسة:

بغرض الإجابة عن الأسئلة المطروحة في الإشكالية المقترحة وبغية تحقيق أهداف البحث تم وضع حدود أبعاد للبحث والمتمثلة في التركيز على دراسة الهيكل المالي للمؤسسة بمختلف عناصره وأثره على قيمة المؤسسة ومن ثم التركيز على تكلفة كل عنصر ودور الهيكل المالي في تحديد قيمة المؤسسة.

## 8. خطة البحث:

من أجل معالجة الموضوع تم تناوله من خلال ثلاث فصول وهذا بعد مقدمة عامة تعطي نظرة سريعة حول موضوع البحث فالفصلين الأول والثاني تكون نظرية (أي تخص الجانب النظري)، أما الفصل الثالث فيتناول الجانب التطبيقي وبعدها خاتمة ثم تلخيص ما تم التعرض له في الموضوع ويمكن توضيح الخطة فيما يلي:

## الفصل الأول:

تم تناول الهيكل المالي وذلك من خلال أبرز وأهم مكوناته خاصة الطويلة الأجل منها لما لها من تأثير على المؤسسة وقد تم معالجة هذا الفصل في ثلاثة مباحث أساسية إذ تناول المبحث الأول تصنيف المصادر التمويلية المكونة للهيكل المالي للمؤسسة والمتمثلة في أموال الملكية إضافة إلى التمويل عن طريق الاستعانة في حين تم في المبحث الثاني التركيز على تكلفة التمويل باعتبارها أساس المفاضلة بين المصادر التمويلية للمؤسسة وهذا من خلال مقارنتها مع معدل العائد المتوقع. وكان المبحث لثالث لمعالجة ماهية الهيكل المالي ومعدلاته المتحركة في تكوين الهيكل المالي للمؤسسة واختياره وكذلك تحليل الرفع الذي يحتوي على الرافعة المالية والتشغيلية والكلية.

## الفصل الثاني:

يكون التركيز فيه على إبراز تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة وذلك يتناول أهم النظريات التي عالجت الموضوع وأهم النتائج التي خرجت بها، وقد قسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث أساسية، ففي المبحث الأول تم توضيح مفهوم المؤسسة وقيمتها وهذا بعد التطرق إلى المؤسسة وأهم مفاهيمها وخصائصها ومن ثم إلى عملية تحديد قيمة المؤسسة وأهم آلياتها، كما تم ربط مفهوم تحديد قيمة المؤسسة على أساس ارتباطها بالبورصة، أما في المبحث الثاني فقد تم معالجة أهم النظريات الأساسية المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيم المؤسسة من خلال المنظور التقليدي الذي يحتوي النظرية التقليدية ومدخل صافي الربح ونظرية مدجلياني وميلر من خلال فرضيات النموذج ومحتوياته ونظرية التوازن التي تناولت تكلفة الإفلاس وعدم تماثل المعلومات ونظرية التمويل السلمي أما المبحث الثالث فقد تناول النظريات المعاصرة وتفسيرها لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة بالاعتماد على نظرية التبادل ونظرية العسر المالي وتكلفة الوكالة.

**الفصل الثالث:** خصصنا الفصل الثالث لدراسة حالة وقد تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث من خلال تطرقنا في المبحث الأول إلى تقديم عام لمؤسسة مطاحن بني هارون، أما المبحث الثاني فقد تناولنا فيه منتوجات مؤسسة مطاحن بني هارون وأداء وحداتها، وأخيرا المبحث الثالث الهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون.

# الفصل الأول

**تمهيد:**

لكي تحقق المؤسسة أهدافها المرجوة لابد لها من دراسة معمقة وتقنيات متطورة وهذا يمكن إرجاعه إلى الإدارة المالية داخل المؤسسة ومدى كفاءتها في اختيار الهيكل المالي المناسب، باعتباره أحد عوامل الاستراتيجية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة نظرا إلى بعض الخصوصيات التي تتميز بها ومن بينها محدودية التمويل مقارنة بالمؤسسات الكبرى، فالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة تعمل على إحداث نوع من التركيب المالي لأن اختلاف وتباين مصادر التمويل يمنح هذه المؤسسات فرصت بناء المزيج التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العائد والمخاطرة الناتجة عنه وهذا يعتمد على مجموعة من العوامل التي تسمح باختيار الهيكل المالي الأمثل من خلال هذا الفصل وهو الهدف الذي تسعى إلى تحقيقه كل مؤسسة ومن هنا يكون من الملائم الوقوف من خلال هذا الفصل على العناصر التالية:

- ماهية مصادر التمويل
- تكلفة مصادر التمويل
- ماهية الهيكل المالي ومحدداته

## المبحث الأول: ماهية مصادر التمويل:

### المطلب الأول: محددات الاختيار بين مصادر التمويل:

عندما تقرر المؤسسة نوعية الأصول التي ترغب في اقتنائها أو المشاريع التي تهدف إلى إنجازها فإنها تقيم مختلف مصادر التمويل المحتملة في ضوء الاعتبارات التالية:<sup>1</sup>

- 1- حجم الأموال التي تحتاجها المنشأة والفترة الزمنية التي سيتم توظيف الأموال خلالها.
- 2- توافق مصادر الأموال لأوجه استخدامات توظيف الأموال.
- 3- تكلفة التمويل مقارنة مع معدل التكلفة السائد ومع عائد الاستثمار المرتفع.
- 4- آجال التسديد وتزامنها مع التدفقات النقدية المتوقعة تحقيقها من استغلال المشاريع الممولة.
- 5- القيود التي يفرضها الممولون على المنشأة المقترضة ك شروط عدم الإقتراض الإضافي، عدم توزيع الأرباح، والمحافظة على المعدلات المحددة من النسب المالية طوال فترة الإقتراض.

ولأن أحد العوامل المحددة الاستراتيجية المالية هي اختيار التمويل الملائم فينبغي على المؤسسة المفاضلة بين المصادر المتاحة واختيار الأنسب منها بما يخص التوازن بين العائد والمخاطر، ولن يتأثر ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل، تكلفة كل منها، وكذا المعايير المتخذة والمعتمدة في اختيار اتخاذ القرار التمويلي.

يقصد بمصادر التمويل (الهيكل المالي) المكونات التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل استثماراتها وقد تم تصنيفها إلى مصدرين أساسيين هما أموال الملكية وأموال الاستدانة.

### المطلب الثاني: التمويل عن طريق أموال الملكية:

تمثل أموال الملكية أحد أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة لتمويل إنفاقها الاستثماري، كما تعرف على أنها مجموع الموارد المالية التي توفرها المؤسسة لتمويل حاجياتها وهذا بطريقة ذاتية أي دون اللجوء إلى الغير وينصرف مصطلح أموال الملكية إلى مصادر التمويل التي تستند

<sup>1</sup> أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، 2008، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، ص26.

إلى المال المملوك لصالح المؤسسة، وعلى هذا الأساس نحاول إلى أهم أنواع الملكية المتاحة للمؤسسة الإقتصادية على النحو الآتي:<sup>1</sup>

### التمويل الذاتي والأسهم:

#### أولاً: التمويل الذاتي:

تعتبر إشكالية التمويل الذاتي من الإشكاليات ذات الأهمية الكبيرة بالنسبة للمؤسسات الإقتصادية وخاصة الصغيرة والمتوسطة منها، والتي غالباً ما تبدأ نشاطها باعتمادها على مواردها الذاتية أو الخاصة وهو ما يطلق عليه بالتمويل الذاتي الذي يعتبر من أهم مصادر التمويل الداخلية التي تلعب دوراً هاماً في تنمية المؤسسة وتطويرها.<sup>2</sup>

#### 1. مفهوم التمويل الذاتي:

يقصد بالتمويل الذاتي الأموال المتولدة من العمليات الجارية للشركة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية. أو هو لمبلغ المتبقي لدى المنشأة من قدرة التمويل الذاتي بعد توزيع الأرباح على أصحاب هذه المنشأة ومنه يمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:<sup>3</sup>

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة.

التمويل الذاتي = الاهتلاكات + المؤونات + الأرباح الصافية غير الموزعة.

#### 2. آثار استخدام التمويل الذاتي على المؤسسة:

للتمول الذاتي مزايا وعيوب تعود على المؤسسة ندرجها فيما يلي:

##### أ. مزايا استخدام التمويل الذاتي في عملية التمويل:

لاستخدام التمويل الذاتي في عملية التمويل عدة مزايا يمكن إيجازها في النقاط التالية:

<sup>1</sup> عاطف وليم أندروس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، 2007، دار الفكر الجامعية، مصر، ص 401.

<sup>2</sup> محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إتراف للنشر والتوزيع، 2010، ص 159.

<sup>3</sup> أحمد بوراس، مرجع سابق، ص ص 27-32.

- التمويل الذاتي يزيد من رأس المال الخاص بالمؤسسة ويجنبها الوقوع في أزمات السيولة الطارئة أو الناتجة عن زيادة الأعباء التامة، كتسديد فوائد وأقساط القروض.
  - يرفع من القدرة المالية والإقتراضية للمنشأة كما يكسيها حرية واسعة في التصرف على أموالها الخاصة.
  - يشجع المنشأة على القيام باستثمارات جديدة وخاصة الاستثمار التي تكون تكاليفها مرتفعة وإمكانيات إنجازها تتطلب خبرات فنية مما يجعل درجة المخاطرة فيها مرتفعة.
  - إن الطبيعة القانونية للمنشآت الصغيرة والمتوسطة تمنعها من الدخول إلى السوق لهذا فهو يحقق لها درجة كافية من الإستقلالية وإدارة أعمالها بنفسها دون تدخل الشركات الأخرى والمؤسسات المالية والمصرفية.
  - تنظيم التدفقات النقدية الداخلية بشكل يمكن المنشأة من مواجهة التزاماتها اتجاه الغير.
- غير أن هذه المزايا التي يحققها التمويل الذاتي، والذي يجعل أصحاب المؤسسات الإقتصادية وخاصة الصغيرة والمتوسطة منها تفضل هذا النوع من التمويل بشكل خاص واللجوء إليه بشكل نظامي وهو ما يوفر لها من إستقلالية وحرية يتمتع بها المسير في اتخاذ قراراته الاستثمارية والتمويلية، كما أن عدم تحمل الأعباء التعاقدية وفوائد وأقساط القروض كما هو في حالة الاستدانة يكسب هذا النوع من التمويلات مرونة عالية.

#### ب. عيوب استخدام التمويل الذاتي في عملية التمويل:

كما أن لاستخدام التمويل الذاتي في العملية التمويلية مزايا فإنه لا يخلو من العيوب والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- يرى البعض أن الأموال الناتجة عن التمويل الذاتي ليس لها أي تكلفة، لهذا تلجأ بعض المنشآت إلى توظيفها في استثمارات ذات ربحية ضعيفة، مما ينتج عنه في النهاية سوء استخدام الموارد المالية للمنشأة.

<sup>1</sup> أحمد بوراس، مرجع سابق، ص ص32-33.

- يكون التمويل الذاتي عائقا لتطور المنشأة عندما تعتمد عليه بصورة كبيرة لأنه عادة ما لا يكفي لتغطية كل الإحتياجات المالية، فيتوجب عليها اللجوء إلى القروض الخارجية وإما الاستثمار بقدر الأموال المتاحة لها وبالتالي تفويت الفرصة.
- إن تدعيم سياسة التمويل الذاتي عن طريق تعظيم أقساط الإهلاك في السنوات الأولى يؤدي إلى زيادة تكلفة السلع المنتجة والتي من شأنها أن تؤدي إلى ارتفاع الأسعار والذي يكون على حساب المستهلك، وكذا انخفاض تنافسية المنشأة في السوق.
- لا يعتبر التمويل الذاتي حافزا للعمال لزيادة إنتاجيتهم حيث أنهم قد يحرمون من موارد مالية كانت قد توجه للتوزيع مما يضعف من القدرة الشرائية لهم، خاصة عند ارتفاع مستوى الأسعار، مما ينعكس سلبا على الأداء ومنه على المنشأة حيث تتخفف إنتاجيتها.
- الاعتماد المفرط على هذا النوع من مصادر التمويل يؤدي إلى النمو البطيء وحرمان المنشأة من الاستفادة من الفرص الاستثمارية.
- يتميز التمويل الذاتي في المنشآت الصغيرة والمتوسطة باعتماده على مدخرات صغيرة جدا غالبا ما لا تكف لمواجهة احتياجات هذه المنشآت من أجل تغطية نفقاتها المختلفة، فتتجلى المشكلة التمويلية خاصة لهذه المنشآت إذا تعرضت إلى مشاكل سيولة نتيجة عدم قدرتها على بيع منتجاتها في فترة مناسبة أو إذا فوجئت بارتفاع شديد في أسعار المواد الأولية التي تحتاجها.

### ثانيا: الأسهم:

- تعريف 1:** السهم هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها في جزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرتها مع الاستفادة من كل الحقوق، وتحصيل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة.
- تعريف 2:** السهم هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية وعليه فحامل السهم هو شريك في المؤسسة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد القادر متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010، ص147.

## 1. الأسهم العادية:

أ. مفهوم الأسهم العادية: هي صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية لشركة وتعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة والحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحاً، وقرر مجلس إدارة الشركة توزيع جزء منها أو كلها، وفي حالة تصفية الشركة سيتم صرف مستحقات حملة الأسهم العادية بعد صرف مستحقات حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة<sup>1</sup>. وللأسهم العادي عدة قيم نذكر منها:<sup>2</sup>

1. القيمة الإسمية (par value): وهي تمثل القيمة المثبتة في شهادة الإصدار الأولي للسهم وتكون محددة حسب أحكام قانون الشركات المطبق في بلد الإصدار.

2. القيمة السوقية (market value): فهي قيمة تداول السهم في سوق الأوراق المالية وهي تتحرك صعوداً أو هبوطاً حسب عوامل الطلب والعرض على هذا السهم. وتلعب الظروف الإقتصادية ونتائج أعمال الشركة بالإضافة إلى المضاربات دوراً في التأثير على سعر السهم.

3. القيمة الدفترية (book value): وهي قيمة السهم حسب البيانات المالية للشركة نتيجة أعمالها وهي مؤشر على متانة المركز المالي للشركة وأن نمو هذه القيمة وارتفاعها مؤشر على قدرة الشركة على التوسع والاستمرار وتمثل القيمة الدفترية حصة السهم الواحد من موجودات الشركة.

4. قيمة تصفية السهم (liquidation value): تمثل قيمة التصفية التي يتوقع المساهمين من خلال الحصول عليها عند تصفية الشركة ويتم احتساب هذه النسبة على النحو التالي:

$$\text{القيمة الدفترية عند السهم} = \frac{\text{قيمة حصيلة بيع موجودات الشركة} - \text{التزامات مدفوعة للدائنين}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

<sup>1</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص100.

<sup>2</sup> محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2011، ص159-160.

5. قيمة السهم حسب العائد: هي القيمة التي يكون المستثمر على استعداد لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد.

ب. الآثار المترتبة عن التمويل بالأسهم العادية: تتميز عملية التمويل عن طريق الأسهم العادية بالعديد من المزايا بالنسبة للمؤسسة المصدرة ورغم كثرة هذه المزايا إلا أن الأسهم لا تخلوا من العيوب والنقائص، نحاول تلخيص أهم الآثار الإيجابية والسلبية على المؤسسة المصدرة.

• مزايا التمويل عن طريق الأسهم العادية: يمكن تلخيص مزايا التمويل بالأسهم العادية فيما يلي:<sup>1</sup>

- لا تشكل كلفة ثابتة على الشركة لأنه لا يستحق عليها عائداً إلا إذا تحقق الربح وتقرر توزيعه كله أو جزءاً منه، هذا بالرغم من عدم الالتزام القانوني بتوزيع الأرباح إلا أن إدارة الشركة قد تجد نفسها ملزمة أدبيا بالمحافظة على مستوى التوزيع السابق وحق تحسينه.
- تعطي الأسهم العادية كمصدر تمويلي للشركة مرونة أكثر من تلك التي تقدمها الأوراق المالية ثابتة الكلفة، مثل: السندات والأسهم الممتازة كما تكون أقل خطورة من غيرها.
- تقادي فرض بعض القيود المالية التي قد ترد مع مصادر التمويل الأخرى مثل الحفاظ على مستوى محدد من المديونية، ومستوى معين من رأس المال.
- مصدر تمويلي مناسب عندما تكون المؤسسة قد استخدمت كامل طاقتها على الإقتراض لأن مثل هذه الزيادة في رأس المال تؤدي إلى زيادة الثقة في الشركة وتوسيع قدرتها على الإقتراض.
- قد تكون أكثر سهولة في التسويق من أدوات الدين الأخرى، خاصة إذا كان مستقبل الشركة المصدرة لها جيدا.
- لا يتضمن تاريخ استحقاق محدد كما هو الحال في إسناد الأمر الذي يشكل عبئا على التدفقات النقدية.

<sup>1</sup> محمد مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 111.

• **عيوب التمويل عن طريق الأسهم العادية:** يمكن تلخيص عيوب التمويل بالأسهم العادية فيما يلي:<sup>1</sup>

- يؤدي التمويل من خلال إصدار الأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية وينعكس ذلك على إدارة الشركة وبالتالي احتمالية السيطرة على الشركة من قبل ملاك جدد وبالتالي تغيير مجلس إدارة الشركة بما يتلاءم مع الملاك الجدد للشركة.
- لا تعتبر الأرباح الموزعة على حملة الأسهم من المصاريف المقبولة ضريبياً بعكس الفوائد المدفوعة على القروض والسندات المصرفية وبالتالي فإن الشركات لا تستفيد من تخفيض الأعباء الضريبية بل على العكس.
- إن عملية طرح الأسهم للاكتتاب العام (**initial public offering (IPO)**) يحتاج إلى وجود مؤسسات وساطة مالية تتولى عملية اعداد نشرة إصدار وطرح الأسهم للإصدار الأولي ويكون هذا مقابل عمولات ومصاريف تتحملها الشركة المساهمة المصدرة لهذه الأسهم يتم دفعها مقدماً أو طرحها من حصيلة الاكتتاب.

## 2. الأسهم الممتازة:

أ. **مفهوم الأسهم الممتازة:** يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي مونه يحصل على عائد ثابت سنوياً يسمى مقسوم أرباح السهم الممتاز الذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة ولذلك فهو يمثل التزاماً ثابتاً كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة برأس المال، اكتسبت هذه لأسهم صفة "ممتازة" كون لها حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة وأصولها ويتم تقييم هذه الأسهم على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حملتها والذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من القيمة الاسمية وبالتالي لا يجد المحلل المالي صعوبة في تحديد قيمة الأسهم الممتازة نظراً لوضوح تدفقاته النقدية المتوقعة وثباتها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد قاسم خصاونة، مرجع سابق، ص 160-161.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 179.

ب. الآثار المترتبة عن التمويل بالأسهم الممتازة: تترتب عملية التمويل عن طريق الأسهم الممتازة بالعديد من المزايا بالنسبة للمؤسسة المصغرة ورغم كثرة هذه المزايا إلا أن الأسهم لا تخلوا من العيوب والنقائص، نحاول تلخيص أهم الآثار الجانبية والسليمة على المؤسسة المصدرة.

• **مزايا التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:**<sup>1</sup> يمكن تلخيص مزايا التمويل بالأسهم الممتازة فيما يلي:

- أنها ليست ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات في كل سنة تحقق فيها أرباح، وأن توزيعات السهم محدودة بمقدار معين، بصرف النظر عما وصل إليه مستوى أرباح المؤسسة.
- أنه لا يحق لحامل السهم التصويت إلا في حالات خاصة.
- إن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للمؤسسة.
- قرار إصدار تلك الأسهم قد يتضمن إعطاء المؤسسة الحق في استدعاء السهم، وتمثلت هذا الحق ميزة للمؤسسة، إذ يمكن الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق وذلك للتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق إصدارها وإحلالها بسندات وأسهم ممتازة ذات معدل كوبون منخفض.

• **عيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:**<sup>2</sup> يمكن تلخيص عيوب التمويل بالأسهم الممتازة فيما يلي:

- ارتفاع تكلفتها على الشركة المصدرة بعدم إمكانية خصم توزيعاتها من الوعاء الضريبي.
- تصنيفها عند التصفية في المرتبة الثانية بعد السندات.
- الاحتفاظ بحقها في الحصول على التوزيعات للسنة الحالية من أرباح السنوات اللاحقة.
- الحق أحياناً في التصويت على بعض القرارات الصادرة عن الهيئة العامة.

<sup>1</sup> منير ابراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية الأسهم والسندات، ط2، منشأة المعارف جلال وشركاءه، مصر، 2006، ص 7-8.

<sup>2</sup> فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر، 2008، ص 84.

### المطلب الثالث: التمويل عن طريق أموال الاستدانة:

التمويل الداخلي لا يكفي لوحده لتغطية المتطلبات المالية للمؤسسة، مما يستوجب ضرورة اللجوء إلى التمويل الخارجي أي اللجوء إلى الإقتراض لتكميل ما عجزت عن تلبية أموال الملكية أو الاستجابة للسياسات المالية للمؤسسة، ومن أجل الإحاطة بأهم أنواع أموال الاستدانة، نتطرق إلى العناصر التالية: السندات والتمويل بالقروض.

#### أولاً: التمويل بالسندات:

##### 1. مفهوم السند:

التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقرض (المصدر للسند) تقديم مدفوعات إلى المقرض المحتفظ بالسند والتي تدفع خلال عدد محدود من السنوات بالإضافة إلى أصل المبلغ.<sup>1</sup>

**السند:** هو عبارة عن ورقة مالية تثبت دائنية حاملها للمؤسسة التي أصدرتها، وعلى هذا الأساس فالسند هو عبارة عن إثبات لعملية القرض ويستفيد حامل السند من كل الحقوق التي سيستفيد منها دائنو المؤسسة الآخرين، وخاصة الاستفادة من الفائدة.<sup>2</sup>

##### 2. آثار التمويل بالسندات على المؤسسة:

#### أ. مزايا التمويل عن طريق السندات: تكمن مزايا التمويل بالسندات فيما يلي:<sup>3</sup>

- استخدام السندات في التمويل تعطي للمؤسسة حرية التصرف دون قيود لأن حامل السند لا يجوز له التصويت أو التدخل في الشؤون العمومية للمؤسسة.
- يعد التمويل بالسندات البديل الأمثل للتمويل في حالة كون السوق المالية غير كفؤة كفاءة قوية.
- المرونة في التمويل حيث تستطيع المؤسسة التي أصدرت السندات أن تستغل مصادر التمويل الأخرى مثل القروض المصرفية أو إصدار أسهم إضافية، ويعتبر السهم أقل

<sup>1</sup> معروف هوشيار، الاستثمارات والأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص109.

<sup>2</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ط7، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص87.

<sup>3</sup> محمد علي العامري، مرجع سابق، ص707.

أنواع مصادر التمويل تكلفة لما يحققه من وفرات ضريبية للمستثمر حامل السند، ويمكن للشركة أو حامله إطفاء السند أو بيعه إلى مستفيد آخر.

**ب. عيوب التمويل عن طريق السندات:** أما عيوب التمويل بالسندات فتتمثل في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- يعتبر التمويل بالسندات التزاما ماليا على المؤسسة أو المستثمر حامل السند ينبغي إيفاءه ضمن الفترة الزمنية المتفق عليها وإلا تعرض للمساءلة القانونية وقد يؤدي ذلك إلى إشهار تصفيته، وتشكل السندات تكلفة ثابتة على كاهل الجهة المصدرة لها مهما كانت النتيجة المحققة، ما يزيد من المخاطر المالية.
- لجوء المؤسسة الإقتصادية إلى إصدار سندات يحدث تغيير على بنية هيكلها التمويلي، ما يستتب في إضعاف قدرتها الإقتراضية.
- إن الاعتماد على السندات كمصدر تمويلي غير متاح لجميع المؤسسات وتحديدا ذات المركز الائتماني الضعيف أو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

**ثانيا: التمويل بالقروض:**

من الممكن أن تتحصل المؤسسة على مصادر تمويلية من مؤسسات مالية كالبنوك وشركات التأمين أو من مؤسسات خارجية في شكل قروض، ومن الممكن أن نميز بين 3 أنواع من التمويل اعتمادا على المعيار الزمني للتصنيف حيث نجد قروض طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل.

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق 2، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص322.

## 1. القروض طويلة الأجل:

تمثل إحدى الطرق المهمة التي تحصل بموجبها المؤسسة على الأموال لتمويل احتياجاتها وتكون هذه الأموال واجبة السداد خلال فترة تتراوح بين سنة وعدة سنوات وفقا للشروط وللقواعد التي يتم الاتفاق عليها بين المؤسسة والمقترض، وتوجد العديد من المصارف المتخصصة تقوم بإقراض المؤسسات هذا النوع من القروض إضافة إلى شركات الأموال، هذا في النطاق المحلي كما أنه توجد أيضا وتمثل هذا النوع أسواق مالية إقليمية ودولية تعمل جميعا على تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة في المناطق ذات الاحتياج إلى القروض الطويلة.<sup>1</sup>

أ. آثار التمويل بالقروض طويلة الأجل على المؤسسة: للتمويل بالقروض طويلة الأجل مزايا وعيوب تعود على المؤسسة هي:

• **مزايا التمويل بالقروض طويلة الأجل:** للتمويل بالقروض طويلة الأجل مزايا نذكر منها ما يلي:<sup>2</sup>

- تجنب المؤسسة تكاليف اللجوء إلى الإصدار العام للجمهور.
- عملية الحصول على القروض لا تستغرق وقتا طويلا مقارنة بالوقت الذي تطلبه إجراءات عملية الإصدار العام إلى الجمهور.
- سهولة التفاوض بين المؤسسة والجهة المقترضة خصوصا إذا كان المقترض طرفا وحيدا.
- الاستعانة بالقروض طويلة الأجل يجنب اللجوء إلى القروض قصيرة الأجل وبالتالي تفادي مخاطر احتمال عدم التجديد أو مواعيد الاستحقاق القصيرة.

• **عيوب التمويل بالقروض طويلة الأجل:** أما عيوب هذا النوع من التمويل نذكر منها ما يلي:<sup>3</sup>

- أنه يترتب عن هذه القروض الالتزام بدفع الفوائد.

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص322.

<sup>2</sup> كنزة بلدي، العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، 2013، ص36.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، الإدارة المالي مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2007، ص624.

- زيادة المخاطر الناتجة عن التوسع بالتمويل بالمدىونية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة الأسهم المتداولة.
- أنها ذات تاريخ استحقاق محدد مما يفرض على المنظمة تسديد هذه القروض أو إصدار قرض جديد لسداد قرض قائم.
- إن خاصية المخاطر الناشئة عن طول الفترة يؤدي إلى تغير الظروف مما يزيد من التكلفة أو قد لا تستطيع المؤسسة مواجهة الأعباء المترتبة على هذا النوع من الالتزامات بسبب الدخل.

## 2. القروض متوسطة الأجل:

توجه القروض متوسطة الأجل لتمويل الاستثمارات التي لا يتجاوز عمرها 07 سنوات مثل الآلات والمعدات وغيرها، ونظراً لطول هذه المدة فإن البنك يكون معرضاً لخطر تجميد الأموال عن المخاطر الأخرى المتعلقة باحتمالات عدم السداد التي يمكن أن تحدث تبعاً للتغيرات التي يمكن أن تطرأ على مستوى المركز المالي المقترض.

أ. آثار التمويل بالقروض متوسطة الأجل على المؤسسة: للتمويل بالقروض متوسطة الأجل آثار تعود على المؤسسة نلخصها فيما يلي:

- **مزايا التمويل بالقروض متوسطة الأجل:** يرجع اهتمام المؤسسات بهذا النوع من القروض للعديد من الأسباب أهمها:<sup>1</sup>

- أن القروض المتوسطة الأجل تسمح للشركة بالحصول على الأموال دون إشراك أصحاب هذه الأموال في الإدارة.
- تكلفتها المنخفضة تؤدي إلى زيادة الأرباح في أوقات الرواج.
- تساهم في التقليل من مشكلة عدم اليقين عندما تكون المؤسسة غير متأكدة من حجم وطبيعة احتياجاتها المالية المستقبلية حيث يمكن للمؤسسة أن تلجأ إليه لحين البحث عن مصادر أكثر ملائمة لنشاطها.

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص74.

- **عيوب التمويل بالقروض المصرفية متوسطة الأجل:** قد يترتب على القروض المتوسطة الأجل العديد من العيوب من أهمها:
  - تعهد المؤسسة المقترضة بعدم إدخال تعديلات جذرية على أصولها والتي من شأنها أن تضعف قدرة المؤسسة على السداد كأن تتعهد المؤسسة بعد بيع الأصول الثابتة إلا بإذن من البنك المقرض.
  - عدم التعاقد على القروض الأخرى مستقبلا وكذلك إمكانية رهن أصل من أصول المؤسسة مقابل قروض جديدة.
  - اشتراط الجهة المقترضة عدم الإعلان عن أية توزيعات للأرباح قبل سداد القرض.<sup>1</sup>

### 3. القروض قصيرة الأجل:

تتمثل القروض قصيرة الأجل في تلك الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة من الغير ولا تزيد مدة استحقاقها عن السنة الواحدة (12 شهرا) وغالبا ما يستخدم هذا النوع من القروض في تمويل الاستغلال، تتميز القروض قصيرة الأجل بتعدد أنواعها، ونحاول في بحثنا أن نصنفها إلى مجموعتين أو نوعين وهما الإئتمان المصرفي والإئتمان التجاري وإضافة إلى القرض أو الإئتمان الإيجاري.

أ. **الإئتمان التجاري:** يمكن للمؤسسة شراء حاجاتها من المواد الأولية والمستلزمات السلعية والآلات والمعدات في فترة لاحقة من مؤسسة أخرى على أن يتم سداد قيمة الشراء، وهذا الدين يعامل في دفاتر المحاسبة كحساب الدائنين (حساب الموردين) وحساب المدينين وهو ما يعرف بالإئتمان التجاري هو عبارة عن التسهيلات بالدفع التي يمنحها المورد المتاجر (المؤسسة) عند قيام الأخير بشراء بضاعة لإعادة بيعها أو شراء مواد خام لتصنيعها أو بيعها ويجب الإشارة إلى أن البيع بالتقسيط لا يندرج ضمن الإئتمان التجاري لأن الهدف من الشراء بالتقسيط هو لغاية الاستهلاك النهائي وليس بهدف إعادة البيع.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> كنزة بلدي، مرجع سابق، ص37.

<sup>2</sup> عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، ط2، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص73.

❖ أشكال الإئتمان التجاري: وفيه نوضح الصور والأشكال التي تعكس الإئتمان التجاري

فيما يلي:<sup>1</sup>

(1) الحساب الجاري: وفي هذا النوع من الحساب يقوم التاجر (المورد) بمنح العميل

تسهيلات بالدفع دون توقيع العميل على كمبيالات وهذه تعتبر ميزة بالنسبة للمدين

لعدم وجود وثيقة إثبات قانونية بيد الدائن.

(2) الكمبيالات: وهي تعهد بدفع مبلغ معين بتاريخ معين وهذا النوع فيه مزايا للدائن

(المورد) منها:

- الكمبيالة تعتبر وسيلة إثبات قانونية بيد الدائن.

- يستطيع الدائن تظهير الكمبيالة لتاجر آخر أو خصمها لدى البنك والحصول

على قيمتها نقدا.

(3) الشيكات المؤجلة: وهي وسيلة غير مرغوبة من قبل المدينين نظرا للإجراءات

القانونية الصعبة بحق المتخلفين عن الوفاء بقيمة الشيكات وتجدر الإشارة هنا أن

الشيك هو أداة وفاء غير معلقة على شرط أنها أصبحت تستخدم كأداة ائتمان.

ب. الإئتمان المصرفي: يعتبر الإقتراض من البنوك التجارية من أهم المصادر قصيرة الأجل بعد

الإئتمان التجاري ويدخل هذا النوع من الإقتراض في الميزانية العمومية للمؤسسة في بند قروض

مصرفية قصيرة الأجل أو بنود سحب على المكشوف، وتحتل البنوك التجارية مركزا هاما في

أسواق النقد قصيرة الأجل لأنها توفر للشركات الأموال الضرورية لتسيير الأنشطة التجارية

والصناعية بشكل مستمر، تعتبر البنوك التجارية بطبيعتها مؤسسات مانحة للقروض قصيرة الأجل

التي يحتاجها المستثمرون لتمويل عملياتهم التشغيلية وبما أن البنوك التجارية يقتصر صدورها

غالبا على تقديم الأموال للعمليات الجارية فهي بالمقابل تبتعد ما أمكنها ذلك عن منح القروض

طويلة الأجل إلا أن هناك بنوكا أخرى متخصصة في هذا المجال، وعادة ما تأخذ مثل القروض

<sup>1</sup> عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سابق، ص ص 73-74.

شكل الكمبيالة وهي وثيقة تحدد شروط ومدة القرض، بما في ذلك المبلغ وسعر الفائدة وجداول وأية ضمانات أخرى للبنك يتفق عليها مع المقرض.<sup>1</sup>

❖ أشكال الإئتمان المصرفي: يمكن تلخيص أشكال التمويل الإئتمان المصرفي فيما يلي:<sup>2</sup>

(1) الحساب الجاري مدين: وهي عبارة عن تسهيلات يقدمها البنك لعملائه وفي حدود

سقف معين يستطيع العميل السحب من هذا الحساب وفي حدود السقف الممنوح ويتم

احتساب الفائدة على المبلغ المستخدم من سقف الجاري مدين ويجب على العميل

إيداع حصيلة مبيعاته أو نشاطه التجاري في حسابه لدى البنك كما يشترط عدم

تجاوز سقف الجاري مدين الممنوح.

(2) خصم الأوراق التجارية: حيث يقوم العملاء الذين يتعاملون بالبيع الآجل

(الكمبيالات) بتسييل هذه الكمبيالات لدى البنك التجاري حيث يقوم البنك باحتساب

الفائدة على الكمبيالة حتى تاريخ الاستحقاق وخصصها من القيمة الاسمية للكمبيالة

وإعطاء العميل صافي قيمة الكمبيالة.

(3) الجاري مدين المستندي: في هذا النوع من التمويل يقوم البنك التجاري بدفع قيمة

الاعتماد المستندي نيابة عن العميل المستورد وذلك حتى يقوم العميل بدفع قيمة هذا

الجاري مدين بعد بيع البضاعة أو بعد فترة معينة يتم الاتفاق عليها وسمي جاري

مدين مستندي لأنه سيستخدم لتمويل الاعتمادات المستندية.

ج. الإئتمان الإيجاري: هو عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك، أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير

مؤهلة قانونياً لذلك بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة

على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها ويتم التسديد على

أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> علي عباس، الإدارة المالية، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص ص 263-264.

<sup>2</sup> عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص 69.

<sup>3</sup> الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص 76.

بمعنى أن الإئتمان الإيجاري عقد يبرم بين طرفين يسمى الأول بـ "المؤجر" (مالك الأصل) والثاني "المستأجر" (مستخدم الأصل)، حيث يقوم الأول بمنح الثاني حق استخدام الأصل خلال فترة زمنية معين، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها وذلك مقابل قيمة إيجارية محددة يتم تسديدها في شكل أقساط لنفس الفترة المتفق عليها في العقد المبرم، تشير أن اللجوء إلى استئجار الأصول بدلا من تملكها يحقق مرونة كبيرة على مستوى عمليات الاستغلال للمؤسسة، خاصة إذا تعلق الأمر بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتبقى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبقدرةاتها المالية المحدودة أكثر استخداما للتمويل عن طريق الإئتمان وله عدة أشكال أو أنواع نوجزها فيما يلي:

#### ❖ أشكال وأنواع القرض (الإئتمان) الإيجاري:

**1) الإئتمان الإيجاري حسب طبيعة العقد:** حسب هذا التصنيف هناك نوعان من الإئتمان الإيجاري:

**أ) الإئتمان الإيجاري المالي:** حسب المادة الثانية من الأمر رقم 96-09 المتعلق بالإئتمان الإيجاري، يعتبر ائتمانا إيجاريا ماليا إذا تم تحويل كل الحقوق والالتزامات والمنافع والمساوئ والمخاطر المرتبطة بملكية الأصل المعني إلى المستأجر، ويعني ذلك مدة عقد الإئتمان الإيجاري كافية لكي تسمح للمؤجر باستعادة كل نفقات رأس المال مضافا إليه مكافأة هذه الأموال المستثمرة.

**ب) الإئتمان الإيجاري العملي:** حسب المادة الثانية دائما من نفس الأمر، يعتبر ائتمانا تجاريا عمليا إذا لم يتم تحويل كل الحقوق والالتزامات والمنافع والمساوئ والمخاطر المترتبة بملكية الأصل المعني أو تقريبا كلها على المستأجر. وهذا يسمح بالقول أن جزء من كل ذلك يتبقى على عاتق المؤجر ومعنى ذلك أن فترة العقد غير كافية لكي يسترجع المؤجر كل نفقاته وبالتالي فإنه يجب انتظار فترة أخرى لاستعادة ما تبقى من النفقات سواء بتجديد العقد أو بيع الأصل.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص 79.

2) الإئتمان الإيجاري حسب طبيعة موضوع التمويل: يمكن حسب هذا التصنيف التفريق بين نوعين من الإئتمان الإيجاري:<sup>1</sup>

أ) الإئتمان الإيجاري للأصول المنقولة: يستعمل هذا النوع من الإئتمان الإيجاري من طرف المؤسسة المالية لتمويل الحصول على أصول منقولة تتشكل من تجهيزات وأدوات استعمال ضرورية لنشاط المؤسسة المستعملة وهي كأنواع الإئتمان الإيجاري الأخرى تعطى على سبيل الإيجار لفترة محددة لصالح المستعمل سواء كان شخصا طبيعيا أو معنويا لاستعماله في نشاطه المهني مقابل ثمن الإيجار في نهاية هذه الفترة تعطى لهذا المستعمل فرصة تجديد العقد لمدة أخرى، أو شراء الأصل أو التخلي عنه نهائيا.

ب) الإئتمان الإيجاري للأصول غير المنقولة: في الواقع لا يختلف هذا النوع من الإئتمان الإيجاري من ناحية تقنيات استعماله عن النوع السابق، ويتمثل الفرق الأساسي في موضوع التمويل حيث أن هذا النوع يهدف إلى تمويل أصول غير منقولة تتشكل غالبا من بنايات شيدت أو هي في طريق التشييد حصلت عليها المؤسسة من جهة ثالثة أو قامت هي ببناؤها وتسلمها على سبيل الإيجار إلى المؤسسة المستأجرة لاستعمالها في نشاطاتها المهنية مقابل ثمن الإيجار.

وفي نهاية فترة العقد تتاح للمؤسسة المستأجرة إمكاني الحصول نهائيا على الأصل، حتى ولو كان ذلك تنفيذا لمجرد وعد انفرادي بالبيع أو تتاح لها إمكانية الاكتساب المباشر وغير المباشر للأرض التي أقيم عليها البناء المقدم على أرض هي أصلا ملك للمؤسسة المستأجرة.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص 79-80.

## المبحث الثاني: تكلفة مصادر التمويل:

يعتمد الهيكل المالي للمؤسسة على مفهومين (اقتصادي ومالي) والذي لا يقتصر فقط للتعرف على مصادر التمويل الموظفة لتمويل أصول الميزانية بل أيضا يستوجب التوصل إلى التوليفة المثالية للهيكل المالي الذي يحقق هدف المؤسسة وهو تعظيم قيمتها وهذا من خلال تكلفة أهم مصادر التمويل المتاحة أما المؤسسة الإقتصادية وكذا التكلفة للأموال المستخدمة بالتطرق إلى عدد من المداخل لحسابها.

### المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل:

هي التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل، ومن هنا يتضح لنا بأن تمويل المؤسسات يأتي من مصادر متعددة لكل مصدر منها كلفة معينة قد تختلف عن كلفة مصادر أخرى.<sup>1</sup>

تعرف كلمة التمويل بأحد تعاريف "سولومون" لها (Solomon 1963)، إذ يعرفها على أنها أدنى معدل مطلوب على الاستثمار كما أنها معيار للأداء المالي أي هي مقياس حسن استخدام الأموال وكذلك تمثل معدل خصم للمشروعات الاستثمارية.

وكذلك فإن تكلفة التمويل هي الكلفة الكلية للتمويل التي تكون من كلفة المزيج أو التركيب الذي يشكل الهيكل المالي، والتعريف الذي تكلمنا عنه سابقا فيما يخص بالدرجة الأولى تكلفة رأس المال فهي بالتالي جزء من كلفة التمويل.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: تحديد وحساب تكلفة التمويل:

#### أولاً: تكلفة أموال الملكية:

تتمثل تكلفة أموال الملكية بتكلفة التمويل الذاتي وتكلفة التمويل بالأسهم منها، تكلفة الأسهم العادية وتكلفة الأسهم الممتازة وفيما يلي تفصيل ذلك:

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 329.

<sup>2</sup> محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 279.

## 1. تكلفة التمويل الذاتي:

يمكن حساب تكلفة الأرباح المحتجزة باستخدام ثلاثة من الأساليب هي نموذج تسعير الأصل الرأسمالي (CAPM) وأسلوب عائد السند زائد علاوة المخاطر، وأسلوب التدفق النقدي المخصوم (DCF):<sup>1</sup>

## أ. نموذج تسعير الرأسمالي (The Capital Asset Pricing Model):

من الجدير بالذكر أن المستثمر يطلب معدل عائد يعوض عن كل من القيمة الزمنية للنقود والمخاطرة، وعن المقدار الذي يمكن أن يعوضه عن المخاطرة يدفعنا لأن نفهم أولاً ما هو المقصود بالمخاطرة التي نتكلم عنها ويربط نموذج تسعير الأصل الرأسمالي (CAPM) بين معدل العائد المطلوب من السهم العادي، أي كلفته، وبين مخاطرته، حيث أنه يفترض بأن المستثمر الرشيد يعمل على تشكيل محفظة متنوعة (Diversified Portfolio)، وتظم المحفظة المذكورة استثمارات ذات عوائد غير متزامنة مع بعضها البعض، أي أن العوائد المتحققة من الأصول المكونة للمحفظة المتنوعة لا تتحرك بنفس الاتجاه ولا بنفس الوقت ولا بنفس المقدار عليه ونتيجة لهذا التنوع فإنه تبقى مخاطرة واحدة فقط في المحفظة هي المخاطرة المرتبطة بالتحركات في السوق بشكل عام، التي يطلق عليها مصطلح مخاطرة السوق (Market Risk) والمخاطرة النظامية التي تقاس بمعامل بيتا ويمكن تصوير هذه العلاقة التي يتضمنها النموذج المذكور كما في أدناه:

تكلفة الأرباح المحتجزة = المعدل الخالي من المخاطرة + (عائد السوق - العائد الخالي) بيتا

$$K_S = K_{RF} + (K_M - K_{RF}) B_S$$

<sup>1</sup> عدنان تايه التميمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 374-375.

ومن أجل توضيح كيفية استخدام النموذج المذكور في حساب كلفة الأرباح المحتجزة سوف نستعين بالمثال التالي:

**مثال:** حساب كلفة الأسهم العادية باستخدام نموذج تسعير الأصل لرأس مالي يبلغ العائد الخالي من المخاطرة (7%)، والمخاطرة النظامية (بيتا) لسهم إحدى الشركات تبلغ (1.6)، وقد كان العائد المتوقع من محفظة السوق يبلغ (11%)، فما هي كلفة الأرباح المحتجزة للشركة المذكورة. وبالإستفادة من البيانات أعلاه وبالتعويض بالمعادلة آنفة الذكر نجد أن:

$$\begin{aligned} K_S &= 7\% + (11\% - 7\%) 1.6 \\ &= 7\% + 6.4\% \\ &= 13.4\% \end{aligned}$$

وهي تكلفة السهم العادي.

ب. أسلوب ناتج السند زائد علاوة المخاطر (Bond yield plus risk premium approach):<sup>1</sup>

يستخدم بعض المحللين إجراء خاصا شخصيا (أو متحيزا) لتقدير تكلفة حقوق الملكية المعتادة للشركة: فهم يضيفوا علاوة مخاطرة حكومية ببساطة من 3% إلى 5% إلى معدل الفائدة على دين الشركة طويل المدى، ومن المنطقي التفكير في أن الشركات التي لها دين محفوف بالمخاطر، وتقديره منخفض، وبالتالي له معدل فائدة على تكلفة الدين الملاحظة بالفعل هذا المنطق، وفي هذه الطريقة يكون:

كلفة الأرباح المحتجزة = عائد السند + علاوة المخاطر

$$R = \text{Bonds yield} + \text{Rish premium}$$

<sup>1</sup> أوجين بريجهام وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 489.

### ج. أسلوب التدفق النقدي المخصوم (DCFA) Discounted Cash Flow ) Approach<sup>1</sup>:

كما هو معروف بأن كل من سعر السهم العادي ومعدل العائد المتوقع يعتمد أن بشكل أساسي على دفعات المقسوم المتوقع من الأسهم وإن قسيمة السهم العادي تكتب كما يلي:  $[(G-K/D)= P]$ ، وبلاستفادة من المعادلة المذكورة يمكن اشتقاق المعادلة أدناه لحساب كلفة الأرباح المحتجزة.

تكلفة الأرباح المحتجزة = (المقسوم المتوقع / قيمة السهم العادي) + معدل النمو

$$K_S = (D_1 - P_0) + G$$

### 2. تكلفة الأسهم:

لكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة خاصة به ومن خلال هذا الفرع نحاول التطرق إلى التكلفة الخاصة بأهم مصدر من مصادر أموال المكية وهي الأسهم، ولما كانت الأسهم تتنوع ما بين أسهم عادية وأخرى ممتازو، سنستعرض تكلفة كل نوع منها على حدى.

#### أ. تكلفة الأسهم العادية:

تكلفة الأسهم العادية عبارة عن معدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لخصم توزيعات أرباح السهم العادي، الأول يعتمد على نموذج جوردين Gordon Model لتحكيم توزيعات الأرباح النامية الثابتة، والثاني يعتمد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، والذي يمكن اشتقاقه من النموذج الرئيسي لتقييم سعر السهم في الأسواق، حيث يتكون سعر السهم في السوق من جزئين:

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2011، ط4، ص417.

الأول هو العائد على توزيعات الأرباح Dividend yield، والثاني معدل الربح (أو خسارة) الرأسمالية Capital Gains (or loss) Rate الناتج عن تحسين (أو انخفاض) سعر السهم المتوقع في السوق، ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

حيث أن:

$K_s$  = تكلفة السعر العادي

$D_1$  = الأرباح المتوقعة في الفترة (السنة) المقبلة.

$P_0$  = سعر شراء السهم من السوق.

$P_1$  = سعر بيع السهم المتوقع في السوق في نهاية الفترة.

ويمن استبدال معدل الربح الرأسمالي بالمعادلة السابقة بمعدل النمو المتوقع السنوي لسعر السهم في السوق، على اعتبار أن السعر المتوقع للسهم يساوي سعر الشراء مضروباً بواحد زائد معدل النمو المتوقع  $g$ ، كما يلي:

$$K_s = P_0 (1 + g)$$

وبتعويض قيمة  $P_1$  في المعادلة السابقة تصبح تكلفة السهم العادي كما يلي:<sup>1</sup>

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

<sup>1</sup> فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص ص 243-244.

✓ **تكلفة الأسهم العادية الجديدة:**

ويمكن استخدام نموذج جوردن الذي تم استخدامه لحساب تكلفة الأسهم العادية كنقطة بداية لحساب تكلفة الأسهم العادية الجديدة  $K_N$  وذلك على النحو التالي:<sup>1</sup>

$$K_n = \frac{D_i}{N_n} + g$$

حيث أن:

$N_n$  = المبالغ المحصلة من بيع الأسهم العادية الجديدة بعد طرح الانخفاض في السعر underpricing والتكاليف العائمة.

المبالغ المالية المحصلة من بيع الأسهم العادية الجديدة  $N_n$ ، ستكون أقل من سعر السوق  $P_i$  ، ولهذا فإن تكلفة الأسهم المحصلة من بيع الأسهم العادية الجديدة ستكون دائماً أكبر من تكلفة الأسهم العادية والمساوية لتكلفة الأرباح المحتجزة، ومن الطبيعي أن تكون تكلفة الأسهم العادية الجديدة أكبر من أي مصدر آخر من مصادر التمويل طويل الأجل، ولأن توزيعات أرباح الأسهم العادية تدفع بعد الضريبة فإنه لا يوجد حاجة للتعديل على الضريبة.

ب. **حساب تكلفة السهم الممتاز:**<sup>2</sup>

تكلفة السهم الممتاز هي عبارة عن نسبة توزيعات أرباح السهم الممتاز Preferred Stock Dividend إلى المبلغ الذي تم تحصيله Net Proceeds نتيجة لبيع السهم الممتاز، المبلغ المحصل نتيجة لبيع السهم الممتاز هو عبارة عن المبلغ الذي تم استلامه ناقص التكلفة العائمة، والمعادلة التالية تبين كيفية حساب تكلفة السهم الممتاز بالدنانير  $D_p$ ، مقسومة على المبلغ الذي تم تحصيله نتيجة لبيع السهم الممتاز  $N_p$ :

$$K = \frac{D_i}{N} \times 100$$

<sup>1</sup> فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص 249.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 242.

$$100 \times \frac{\text{مقدار التوزيع المحدد للسهم الممتاز}}{\text{القيمة السوقية للسهم الممتاز}} = \text{تكلفة الأسهم الممتازة}$$

وفي حالة ما إذا كانت الشركة ترغب في الحصول على زيادة في رأس المال من خلال طرح أسهم ممتاز: فإن تكلفة الأسهم الممتازة الجديدة يجب أن تأخذ في الاعتبار تكاليف إصدارها طبقاً للمعادلة التالية:

$$100 \times \frac{\text{التوزيعات الممتازة}}{\text{سعر السهم الممتاز} - \text{تكلفة الإصدار}} = \text{تكلفة الأسهم الممتازة الجديدة}$$

### ثانياً: تكلفة الأموال المقترضة:

تلجأ المؤسسات الإقتصادية عادة إلى مثل الإقتراض في حالة عدم كفاية أموالها الخاصة ومن بين أهم أموال الاستدانة نجد السندات، قروض طويلة، قروض قصيرة، متوسطة الأجل ولأموال الاستدانة تكلفة متمثلة في معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة على طريقها، حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم بدون تغيير.

### 1. تكلفة التمويل عن طريق السندات:<sup>1</sup>

تحسب تكلفة التمويل لإصدار السندات باستخدام العلاقة بين نسبة عمل كل المصروفات التي تتحملها المؤسسة للحصول على الأموال الخاصة بالسند إلى صافي المبالغ التي تتم تحصيلها من الإصدار أي أن:

$$\text{تكلفة التمويل بالسندات} = \frac{\text{إجمالي التكاليف السنوية للسند}}{\text{متوسط الاستثمار خلال المدة}}$$

ومن هذه العلاقة نلاحظ أن تكاليف التمويل للسندات يحكمها عاملين هما:

- إجمالي التكاليف السنوية للسند، وتتكون من النفقات التي تتحملها المنشأة لإصدار السندات والتي تشمل رسوم الإصدار ورسوم الرهونات وغيرها من النفقات، كما تشمل

<sup>1</sup> كنزة بلدي، مرجع سابق، ص ص 43، 44.

التكاليف السنوية للسند أيضا كل من عمولة إصدار السندات، والمتوسط السنوي للفرق بين القيمة الإسمية للسندات والمبالغ التي حصلت عليها المنشأة المصدرة بعد استبعاد كافة النفقات.

- متوسط الاستثمار خلال مدة الاصدار ويتم الحصول عليه بقسمة القيمة الصافية لإصدار السند مضافا إليها القيمة الاسمية للسند والمدفوعة في نهاية المدة.

## 2. تكلفة التمويل عن طريق الإقراض:

### أ. تكلفة القروض طويلة الأجل:<sup>1</sup>

تتمثل تكلفة القروض طويلة الأجل في قيمة القرض إلى جانب فوائد مدفوعة والتي دفعها بفترات محددة تضاف إليها المصاريف الأخرى إن وجدت في عقد القرض، وتكلفة القرض تحيب كما يلي:

- في حالة وجود ضرائب على دخل الشركة: في هذه الحالة تكون تكلفة القرض تختلف تماما عما سبق تقديمه لأن مبلغ الفائدة التي تدفعه الشركة على القرض يحسب قبل حساب الضريبة ولهذا فإن تكلفة القرض تحسب كما يلي:

$$\text{تكلفة قرض بعد الضريبة} = \text{تكلفة القرض قبل الضريبة} \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

### ب. تكلفة القروض متوسطة الأجل:

وتحسب تكلفة القروض المتوسطة الأجل بنفس الأسلوب الذي تحتسب به تكلفة القروض قصيرة الأجل، أي أن التركيز فيها على سعر الفائدة التي تتحملها الشركة المقترضة، آخذين بنظر الاعتبار السعر الحقيقي للفائدة وليس السعر الظاهري المتفق عليه، إلى جانب أهمية قياس تكلفة الشروط الأخرى والتي توضح من قبل الجهة المقترضة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص338.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص307.

**ج. تكلفة القروض قصيرة الأجل:**

تتضمن تكلفة القروض القصيرة الأجل تكلفة الإئتمان التجاري، المصرفي، الإيجاري يتم التطرق إلى التكلفة فيما يلي:

• **تكلفة الإئتمان التجاري:**

يمكن احتساب تكلفة الإئتمان التجاري من المعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$\frac{360 \text{ أو } 365}{\text{الإئتمان مدة} - \text{الخصم مدة}} \times \frac{\text{معدل الخصم}}{1 - \text{معدل الخصم}}$$

تكلفة الفشل في الحصول على الإئتمان التجاري =

ومنه تحسب التكلفة كما يلي:

$$\frac{360 \text{ أو } 365}{\text{كامل مدة الإئتمان} - \text{فترة الخصم}} \times \frac{\text{قيمة الخصم}}{\text{قيمة الفاتورة بعد الخصم}}$$

تكلفة الفشل في الحصول على الإئتمان التجاري =

• **تكلفة الإئتمان المصرفي:**

إن تكلفة الإئتمان المصرفي تتمثل في معدل الفائدة الفعلي التي تدفعه المؤسسة مقابل حصولها على القروض قصيرة الأجل، ويختلف معدل الفائدة الفعلي حسب اختلاف شروط الإئتمان المصرفي الممنوح.<sup>2</sup>

• **تكلفة القرض الإيجاري:**

يتم تسديد تكلفة استخدام الأصل للمستأجر من طرف المؤسسة المستعملة وفقاً لطريقة القرض الإيجاري في شكل أقساط دورية، وستكون كل قسط من هذه الأقساط من جزئين هما كالاتي:

**الجزء الأول:** جزء من القيمة الأصلية لأصل محل التعاقد.

<sup>1</sup> عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص 77.

<sup>2</sup> خالد الراوي وعبد الله بركات ونضال الربحي، نظرية التمويل الدولي، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 53.

**الجزء الثاني:** يمثل العائد الذي تتحصل عليه المؤسسة المؤجرة، ضف إليه مجمل المصاريف الخاصة بالأصل محل التعاقد التي تتحملها المؤسسة المستأجرة مثل مصاريف نقل الأصل وتأمينه وصيانته في حالة نص العقد على ذلك، يمكن كذلك التعبير عن تكلفة قرض الإيجار بالمعدل الأدنى الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطته التي تتساوى عنده القيمة الحالية للاستثمار (الأصل محل التعاقد) مع القيمة الحالية لدفعات (بعد خصم الضريبة مضاف إليه ما تفقده المؤسسة المستأجرة من وفرات ضريبية فيما يخص الإهلاك).

### المطلب الثالث: التكلفة الكلية للتمويل:

قبل تحديد التكلفة المرجحة للأموال لابد أولاً من التفريق بين مفهوم الهيكل المالي والذي يعني جميع مصادر التمويل بدون استثناء وهيكل رأس المال الذي يعني مصادر التمويل طويلة الأجل فقط، فعند حساب التكلفة الوسطية المرجحة فإنه يأخذ بعين الاعتبار هيكل رأس المال فقط واستناداً إلى نظرية التمويل فهي لا تأخذ في الحسبان أثناء تقدير تكلفة الأموال على اعتبار أنها مصادر مؤقتة ولا تبقى على حالها.

إن التكلفة المرجحة للأموال تحسب باستعمال العلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$Kc = t \frac{K}{K + D} + i \frac{D}{K + D}$$

حيث:

$Kc$  : التكلفة الوسطية المرجحة للأموال.

$t$  : تكلفة الأموال الخاصة.

$K$  : قيمة الأموال الخاصة

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار المالي، منشأة المعارف، مصر، 1998، ص 85.

$D$ : قيمة الديون.

$i$ : تكلفة الديون (بعد التعديل الضريبي).

وهناك ثلاث مداخل من أجل حساب التكلفة الوسطية المرجحة للأموال من أهمها:<sup>1</sup>

### 1. حساب تكلفة الأموال على أساس الأوزان الفعلية أو التاريخية:

في هذا المدخل تحسب تكلفة الأموال المرجحة إما على أساس القيمة الدفترية أو التاريخية التي يتكون منها الهيكل المالي وعلى أساس القيمة السوقية.

### 2. مدخل الأوزان المستهدفة:

ويقتضي هذا المدخل قيام المؤسسة على هيكل رأسمال مستهدف تسعى المؤسسة لتحقيقه وعدم الانحراف عند قدر الإئتمان ما يوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليه في التمويل والوزن النسبي لكل مصدر وعلى هذا الأساس يتم تقدير تكلفة الأموال بالنسبة للمؤسسة ككل.

### 3. المدخل الحدي:

في ظل المدخل الحدي إن تكلفة الأموال يتم حسابها على أساس أوزان العناصر التي ستستخدم في تمويل الاقتراحات الاستثمارية المعروضة، ومعنى هذا أن تكلفة الأموال في هذا المدخل سوف تختلف من اقتراح لآخر إذا اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله أو اختلفت أوزان تلك المصادر مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، لا يوجد مصدر تمويل عديم التكلفة أو مجاني سواء كان ضمن الأموال الخاصة أو الديون باستثناء الإئتمان التجاري الذي يعد مجانياً في خياب الحسم النقدي، وتكلفة كل نوع من مصادر التمويل تختلف عن تكلفة غيرها.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص 55.56.

## المبحث الثالث: ماهية الهيكل المالي ومحدداته:

### المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي:

يعرف الهيكل المالي على أنه: "ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عنه أقل تكلفة ممكنة"<sup>1</sup>.

كما يمكن تعريفه على أنه: "توليفة مكونة من مجموعة مصادر التمويل الذي يتم اختيارها من قبل

المؤسسة لتغطية استثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية العمومية"<sup>2</sup>.

إذا فالهيكل المالي عبارة عن الخليط من الأموال التي تستعملها المؤسسة في تمويلها مختلف

استثماراتها والتي تتمثل في جميع أشكال وأنواع التمويل من أموال ملكية إلى الديون قصيرة وطويلة

الأجل، والتي تم الحصول عليها في ظل أفضل الشروط، وهذا إضافة إلى تكلفة دنيا ناتجة عن استخدام

الأموال فكما سبق الإشارة إلى أن تكلفة الأموال تستخدم للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية، فالمؤسسة

تسعى للوصول إلى الهيكل المالي والذي يحقق هدفها المتمثل في تعظيم قيمتها.

### المطلب الثاني: العوامل المحددة في تركيبة واختيار الهيكل المالي:

#### 1. العوامل المحددة في تركيبة الهيكل المالي:

تصادف المؤسسة لدى رغبتها في تبني هيكل مالي معين الهديد من العوامل التي تحدد معالم هذا

الهيكل، وأهم البنوك الداخلة في تركيبته وفق تصور محدد للمؤسسة لهذا الهيكل، إذ تؤدي تغير هذه

العوامل إلى التأثير على الهيكل المالي وتغييره هو الآخر، لذا على المؤسسة أن تراعي الحذر في

عملية تخطيط الهيكل المالي، مما يتوجب ضرورة إعادة النظر فيه كلما احتاجت المؤسسة إلى تمويل

إضافي، وذلك من خلال الموازنة بين الخطر والعائد، ومن هذه المحددات:

<sup>1</sup> عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 393.

<sup>2</sup> عاطف وليم أندرواس، مرجع سابق، ص 402، 401، 406-408.

**الفرع الأول: المخاطر:****أولاً: مخاطر النشاط:**

وتشير إلى درجة الخطورة المرتبطة بالعمليات التشغيلية للمؤسسة واستخدام القروض حيث كلما ارتفعت مخاطر النشاط وجب تخفيض نسبة الديون.

**ثانياً: المخاطر المالية:**

هي مخاطر إضافية على كاهل المؤسسة وترتبط بمدى قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها فارتفاع المخاطر المالية بالضرورة يؤدي إلى تدنية الاعتماد على التمويل بالديون. ويمكن قياس المخاطرة بطرق متعددة ونكتفي هنا بالإشارة إلى نموذجين هما الأكثر شيوعاً واستخداماً نظراً لبساطتهما:<sup>1</sup>

**1. الانحراف المعياري (Standard Deviation):**

إن المقياس التقليدي للمخاطرة هو الانحراف المعياري وكلما زادت قيمة الانحراف المعياري زادت مخاطر المشروع والعكس صحيح، وهو الجذر التربيعي للتباين ويرمز للانحراف المعياري وبحسب الانحراف المعياري بالمعادلة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{c=1}^n (CF_i + CF_t) 2 \times P_i}$$

حيث:

$CF_i$ : التدفق النقدي المتوقع لكل حالة من حالات الإقتصاد.

$CF_t$ : القيمة المتوقعة (معدل العائد المتوقع للمشروع).

$P_i$ : احتمال حدوث التدفق النقدي.

<sup>1</sup> أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط2، 2012، ص209.

$\sigma$ : الانحراف المعياري.

## 2. معامل الاختلاف (Coefficient of variation):

لا يكفي الانحراف المعياري للقيام بعملية المقارنة واختيار مجموعة بدائل متاحة، ويعرف معامل الاختلاف بأنه مقياس مالي يقيس حجم المخاطرة التي تتحملها كل وحدة واحدة من العائد المتوقع ويقاس بقسمة الانحراف المعياري ( $\sigma$ ) لأي استثمار أو المشروع على القيمة (العائد) المتوقع للمشروع:<sup>1</sup>

$$C.V(t) = \frac{\sigma t}{CF_t}$$

حيث:

$C.V$ : هي معامل الاختلاف.

$\sigma t$ : هي الانحراف المعياري

$CF_t$ : معدل العائد المتوقع.

### الفرع الثاني: العائد:

تكمّن قرارات التمويل في إيجاد توازن بين عوائد المؤسسة ومستوى الخطر الذي تواجهه والواقع أنه توجد علاقة طردية بين درجة الخطر ومستوى العوائد المنتظرة، فكلما سعت المؤسسة إلى تحقيق عوائد أعلى كلما كانت درجة الخطر التي تواجهه أكبر فإن كفاءة المؤسسة يمكن أن تحدد من خلال قدرتها على التوفيق بين الثنائية العوائد-الخطر، بمعنى محاولة الحصول على أكبر عوائد ممكنة بأدنى درجة خطر ممكنة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص 216.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص ص 217، 218.

كما يمكن تعريف العائد على أنه التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة حيث يتم التعبير عنه بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة ويسمى العائد لفترة الاقتناء (Holding Period Return):<sup>1</sup>

ويمكن حساب العائد لفترة الاقتناء بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{العائد لفترة الاقتناء} = (\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{التوزيعات النقدية خلال الفترة}}{\text{سعر الشراء}}$$

ويتم قياس هذا العائد لفترة واحدة فقط، ويفترض هذا التعريف بأن التوزيعات النقدية تتم في نهاية الفترة، أي أننا إذا حصلنا على توزيعات نقدية خلال الفترة فإن هذا التعريف يتجاهل إعادة استثمار هذه التوزيعات.

ويمكن قياس العائد لعدة فترات باستخدام الطرق التالية:

### 1. المعدل أو الوسط الحسابي (Arithmetic Average):

وهو عبارة عن مجموع العوائد مقسومة على عدد الفترات، ومن ميزاته سهولة حسابه وما يأخذ عليه تجاهله لتكوين الفائدة أي استخدامه لمفهوم الفائدة البسيطة التي تم شرحها.

### 2. المعدل أو الوسط الهندسي (Geometric Average):

الوسط الهندسي لا يتجاهل تركيب الفوائد خلال الفترة المراد قياس عائدها ويمكن قياسه عن طريق المعادلة التالية:

$$G A = [(1 + R_1) \times (1 + R_2) \times (1 + R_3) \times (1 + R_n)]^{1/2} - 1$$

حيث أن:

G A: الوسط الهندسي

$R_1, R_2, R_3, R_n$ : هي العائد في الفترة الأولى والثاني والثالثة ... إلخ.

<sup>1</sup> فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص ص 128-131.

### 3. طريقة العائد الموزون (Weighted Return):

وهو عبارة عن معدل العائد الداخلي للمشروع والذي هو عبارة عن معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية للداخل مساوية للقيمة الحالية للتدفقات النقدية للخارج أي أن معدل الخصم الذي يكون فيه صافي القيمة الحالية تساوي الصفر ويمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية:

$$C_0 = \frac{C_1}{1 + IRR} + \frac{C_2}{1 + (IRR)^2} + \frac{C_3}{1 + (IRR)^3} + \frac{C_t}{1 + (IRR)^n}$$

حيث أن:

$C_0$ : التدفقات النقدية للخارج.

$C_1, C_2, C_3, C_t$ : التدفقات النقدية للخارج.

$I$ : معدل العائد الداخلي (معدل العائد الموزون).

### II. العوامل المحددة في اختيار الهيكل المالي في المؤسسة:

تصادف المؤسسة لدى رغبتها في تبني هيكل مالي معين العديد من العوامل التي تعد معالم هذا الهيكل ومن أهم البنود الداخلة في اختياره وفق تصور محدد للمؤسسة لهذا الهيكل إذ تؤدي تغيير هذه العوامل إلى التأثير في الهيكل المالي من بينها ما يلي:<sup>1</sup>

#### 1. معدل نمو المبيعات:

يعتبر معدل المبيعات في المستقبل مقياس لمدى التضاعف المحتمل في الإيرادات للسهم الناتج للرفع فمثلاً إذا كان معدل نمو المبيعات والإيرادات يتراوح ما بين 8% و 20% في العام الواحد فإن التمويل بالقروض ذات الفائدة والثابتة يؤدي إلى تحقيق أرباح مضاعفة لحملة الأسهم العادية.

<sup>1</sup> جلال ابراهيم العبد، الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الجديدة، المكتب الجامعي الحديث، 2009، ص 309.

**2. هيكل الأصول:**

إذ يؤثر هيكل الأصول على المصادر التمويلية حيث تعمل المؤسسة على تمويل الاستثمارات طويلة الأجل عن طريق الأموال الدائمة وأما عندما تكون أغلب أصولها قصيرة الأجل فإنها تعتمد على مصادر قصيرة الأجل.

**3. اتجاهات رجال الإدارة:**

وذلك عن طريق تأثيرها المباشر على اختيار وسائل التمويل وهذا يرتب بأمرين هما الحكم والسيطرة على إدارة المؤسسة، أما الأمر الثاني فهو درجة الخطر.

**4. اتجاهات المقترضين:**

فآراء المقترضين لها لظالمات كانت تلعب دورا هاما في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة فعادة ما يرفض الزيادة الغير طبيعية في نسب الإقتراض وذلك من أجل حفظ مصالحه<sup>1</sup> والمتمثلة في ضمان استرداد أمواله، كما نجد أيضا:<sup>2</sup>

**5. المخاطر التشغيلية:**

المنشأة ذات العوائد التشغيلية المستقرة نسبيا يمكنها أن تزيد من التمويل بالعوامل التشغيلية وبالتالي فإنها تتمتع بحالة أمان عالية اتجاه تسديد فوائد القروض.

**6. حجم المنشأة:**

تتوقف قابلية المنشأة في اعتماد التمويل المقترض على حجمها فالمنشأة صغيرة الحجم تعتمد على التمويل الممتمك بشكل أساسي بينما يزداد اعتماد المنشآت على التمويل المقترض كلما توسعت وكبر حجمها ويتباين مقياس الحجم، فإما يكون موجودات المؤسسة أو مبيعاتها.

<sup>1</sup> عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 414، 415.

<sup>2</sup> محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 168.

**7. تركيبة الموجودات:**

تؤثر في طريقة التمويل فالمنشأة التي تتميز بكثافة موجوداتها طويلة الأجل تفضل تمويل طويل بينما تمتاز المنشأة ذات رأس المال الكثيف بالاعتماد على التمويل المقترض قصير الأجل.

**III. تكوين هيكل مالي مناسب للمؤسسة:**

تعمل المؤسسة على تكوين هيكل مالي يسمح لها بتعظيم عوائدها وهذا من خلال محاولتها تقليص تكلفة التمويل إلى أدنى مستوى أمكن وذلك في إطار قدرتها على مواجهة المخاطر الناتجة عن استغلال هذه الأموال من أجل تعظيم كل من ثروة الملاك و قيمة المؤسسة لذا فالهيكل المالية تختلف من قطاع لآخر ومن مؤسسة إلى أخرى.

**1. بناء هيكل مالي أنسب:**

تعمل المؤسسة على تحقيق أفضل هيكل مالي هذا الأخير الذي يكون له دور فعال في تعظيم قيمتها وأيضا الاضرار بمصالح الملاك ولتحقيق هذا الهيكل المالي يجب أن يتم التخطيط السليم له، مع مراعات كافة العوامل المحددة له والأطراف الفاعلة في المؤسسة فأهم السمات المميزة للهيكل المالي هي:<sup>1</sup>

**أ. القدرة على الوفاء بالديون:**

فالمؤسسة عليها مراعات قدرتها على الوفاء بالتزاماتها عند اعتمادها على الإقتراض مع تجنب الملاك أي مخاطر مالية إضافية.

**ب. المرونة:**

وهو اتصاف الهيكل المالي بالقابلية لتغيير وتعديل مصادر تمويلية وهذا بعد التغيرات الناتجة عن الحاجة للأموال أو في تكلفتها.

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، 2006، ص216.

**ت. الربحية:**

تحقيق من خلال الهيكل المالي المعتمد أعلى العوائد الممكنة مع تدنية تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن.

**ث. الوقاية:**

وذلك عن طريق تقليل المخاطر الممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة.

**المطلب الثالث: تحليل الرفع:**

تعتمد المؤسسة بشكل كبير في اختيار هيكل رأسمالها على كل من الرفع المالي والتشغيلي وذلك لارتباطها الوثيق بمفهومى العائد والخطر فالمؤسسة عند حصولها على أسواق بتكلفة منخفضة فالمخاطر التي تتعرض لها من جراء استغلال هذه الأموال أكبر وبدأً سيتم التطرق إلى مفهوم الرافعة:

**أولاً: مفهوم الرافعة (Leverage):**

إن مصطلح الرافعة (أو الرفع) يملك العديد من المعاني وذلك حسب استخدامها، فمن الناحية اللغوية تعني تأثير أو فاعلية وأما من الناحية الفيزيائية فتعني رفع الأوزان الثقيلة باستعمال قوة صغيرة، وتعني التأثير الكبير لكلمة أو فعل شخص صاحب المكانة على باقي الأفراد.<sup>1</sup>

**ثانياً: أنواع الرافعة:****1. الرافعة التشغيلية (Operating leverage) :OL****أ. مفهوم الرافعة التشغيلية:**

يقصد بالرافعة التشغيلية أي تغير صغير من الناحية النسبية للمبيعات يؤدي إلى تغير كبير في الأرباح العاملة أي الأرباح قبل الفوائد والضرائب وهي بذلك تشبه الرافعة أو الكتلة في الفيزياء، من حيث استخدامها يؤدي إلى رفع جسم ثقيل لقوى صغيرة مركزة عليه.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد مفلح عقل، مرجع سابق، ص393.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص393.

وتعرف كذلك الرافعة التشغيلية المدى الذي يصل إليه استخدام التكاليف الثابتة في النشاط الإقتصادي الذي يمارس المشروعة أي أن الرافعة التشغيلية توجد بوجود تكاليف ثابتة يتطلب توفير المال اللازم لتغطيتها لذا تتضح أهمية استخدام الرافعة التشغيلية لهذا المشروع الذي تكون فيه التكاليف ثابتة من إجمالي التكاليف مثل شركات النقل بمختلف أنواعها البري والبحري والجوي كذلك شركات نقل الركاب بالحافلات حيث أن أغلب التكاليف في مثل هذا النوع من الشركات تكاليف ثابتة.

### ب. قياس درجة الرافعة التشغيلية (DOL (Degree of Operating leverage):

يمكن تحديد الرافعة التشغيلية بشكل أدق من خلال تحديد تأثير التغير في حجم المبيعات على صافي الدخل التشغيلي ويتم ذلك بواسطة قياس الرافعة التشغيلية بدرجة الرافعة التشغيلية (DOL)، وتعرف درجة الرافعة التشغيلية بأنها نسبة التغير في الدخل التشغيلي إلى نسبة التغير في المبيعات ويتم حساب درجة الرافعة التشغيلية بطريقتين:<sup>1</sup>

#### • درجة الرافعة التشغيلية لمستويين من المبيعات:

تحتسب درجة الرافعة التشغيلية باستخدام صفة التغير بالنسبة المئوية لمستويين من المعطيات Q والدخل التشغيلي (EBIT) وكما يلي:

$$DOL = \frac{P}{P} \frac{\text{change in } E}{\text{change in } S} = \frac{\% E}{\% Q}$$

$$= \frac{\Delta E / E}{\Delta S / S} = \frac{\Delta E / E}{\Delta Q / Q} \dots (8 - 5)$$

حيث أن:

D: درجة الرافعة التشغيلية.

(N = E): الأرباح قبل الفوائد والضرائب (صافي الدخل التشغيلي).

Δ E: التغير في الأرباح والضرائب).

<sup>1</sup> محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، الأردن، 2013، ص159.

$\Delta Q$ : التغير في المبيعات (الوحدات المنتجة والمباعة).

• درجة الرافعة التشغيلية عند مستوى محدد من المبيعات:

الطريقة الثانية لحساب درجة الرافعة التشغيلية هي بالنسبة لنقطة التعادل الخطية، أي باستخدام المتغيرات المحددة بتحليل التعادل، ثم تطوير المعادلة السابقة (5-8) لحساب درجة الرافعة المستقبلية عند أي مستوى من المبيعات Q:

$$DOL Q = \frac{Q (P - V)}{Q (P - V) - F} = \frac{C}{X} \dots (9 - 5)$$

أما كيفية الوصول إلى المعادلة (5-9) فيتم التعويض في المعادلة (5-8) بمتغيرات تحليل التعادل بالتحديد يعرف الدخل التشغيلي بالفرق بين الإيرادات والتكاليف (الثابتة والمتغيرة).

وذلك كما مبين في المعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$E = Q (P - V) - F \dots (10 - 5)$$

أما التغير في الدخل التشغيلي EBIT فهو التغير في الإيرادات ناقص التغير في التكاليف المتغيرة والتكاليف الثابتة لا تدخل في حساب التغير لأنها ثابتة وكما هو مبين في المعادلة التالية:

$$\Delta E = \Delta Q (P - V) \dots (11 - 5)$$

وللحصول على درجة الرافعة التشغيلية نضرب النسبة المئوية للتغير في الدخل التشغيلي بمقلوب النسبة المئوية للتغير في المبيعات وكما يلي:

$$DOL = \frac{\Delta Q (P - V)}{Q (P - V) - F} \times \frac{Q}{\Delta Q} \dots (12 - 5)$$

وباختصار  $\Delta Q$  نحصل على المعادلة:

<sup>1</sup> محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 160.

$$DOL = \frac{Q (P - V)}{Q (P - V) - F} = \frac{C}{X} \dots (13 - 5)$$

ويمكن تطبيق المعادلة (13-5) على بيانات الشركات الثلاث السابقة مناقشتها إن كل

شركة من الشركات الثلاثة لها نفس دالة الإيرادات الكلية وهي:  $d \times Q$   $T = 2d$

## 2. الرافعة المالية (Financial leverage):

تعرف الرافعة المالية بأنها نسبة إجمالي الخصوم المقترضة من الغير إلى إجمالي الأصول.<sup>1</sup>

كما تعرف الرافعة المالية كذلك بأنها ذلك التأثير الموجود في المقطع المالي الموجود في قائمة الدخل وتظهر الرافعة المالية عند وجود الكلف الثابتة خاصة المالية وليس التشغيلية لأنها ترتبط بالكيفية التي تعتمد عليها الإدارة لتمويل عمليات المنشأة.<sup>2</sup>

وتعرف كذلك بأنها التغير في صافي الربح بعد الضريبة من جراء تغير معين في صافي ربح العمليات وينشأ الرفع المالي من وجود التكاليف المالية الثابتة والمتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة.<sup>3</sup>

## أ. قياس درجة الرافعة المالية (DFL (Degree of Financial leverage):

ويمكن قياس درجة الرافعة المالية عند تغير معين في صافي ربح العمليات كما يلي:4

$$DFL = \frac{\Delta EPS\%}{\Delta EBIT\%} = \frac{\text{نسبة في الأرباح السهم الواحد}}{\text{نسبة التغير قبل الضرائب والفوائد}}$$

<sup>1</sup> عدنان هاشم السامرائي، مرجع سابق، ص216.

<sup>2</sup> عدنان تايه التميمي وأرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 351، 352.

<sup>3</sup> منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص131.

<sup>4</sup> عدنان تايه التميمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص352.

كما يمكننا استعمال العلاقة التالية في حساب درجة الرفع المالي وذلك عند مستوى معين من صافي ربح العمليات كما يلي:

$$DFL = \frac{\Delta EBIT\%}{I - EBIT\%}$$

### 3. الرافعة الكلية (المشتركة) (Total leverage):

تعرف الرافعة الكلية على أنها اقتران الرافعة التشغيلية مع الرافعة المالية في شركة معينة يطلق عليها الرافعة الكلية.<sup>1</sup>

هي الأسلوب الذي يمكن من خلاله إظهار كيفية قياس مدى وجود الكلف التالية الكلية، (التشغيلية والمالية) في عمليات المنشأة وأن المنشأة ذات النسبة العالية من الكلف الثابتة الكلية فإنها ستكون ذات درجة عالية للرافعة الكلية.<sup>2</sup>

#### أ. قياس درجة الرافعة الكلية (DTL (Degree of Total leverage):

يمكن حساب أو قياس درجة الرفع الكلي بضرب كل من  $\Delta FFL \times DOL$  فهي التي تقيس كيف أن  $\Delta$  في حجم المبيعات سيؤثر الأرباح للسهم العادي الواحد EPS أي أنها تقيس حساسية EPS للتغير الذي قد يحصل في حجم المبيعات ويمكن ان نقول أن الشركة التي يقترن فيها الرفع التشغيلي مع الرفع المالي تستحق نتائج متميزة في حالة توقعات بزيادة المبيعات خصوصا إذا كانت تنتج أعلى من نقطة التعادل وتحسب درجة الرفع الكلي كما يلي:

$$D \times DOL = \frac{(V_C - P)Q}{1 - C - (V_C - P)Q} = \frac{V_C - S}{I - E} = D$$

<sup>1</sup> أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص ص197، 198.

<sup>2</sup> عدنان تايه التميمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص ص361، 362.

**خلاصة:**

يوجد أمام المؤسسات مصادر تمويل متعددة تتباين في خصائصها وتختلف في التكاليف وشروط الحصول عليها لذلك وجب عليها تركيب مزيج تمويلي وهو ما يعرف بالهيكل المالي والطي ويتكون من شقين هما التمويل عن طريق أموال الملكية والتمويل عن طريق الاستدانة وكل منهما ينقسم بدوره إلى أنواع حيث من بين أهم أشكال أموال الملكية نجد التمويل الذاتي والذي يعتبر مصدرا هاما من مصادر تمويل الأساسات الذي يعبر عن قدرة هذه المؤسسات على تمويل نشاطها دون اللجوء إلى الإقتراض نجد كذلك التمويل عن طريق الأسهم وهذا النوع من التمويل قليلا ما تلجأ إليه المؤسسات لأنها تحبذ التمويل الذاتي ولكن نظرا لعدم كفاية أموال الملكية تلجأ المؤسسات الى الاستدانة لأنها عادة ما تعاني من قصور على مستوى الموارد المالية و الاستدانة بدورها تأخذ أشكال عديدة أهمها القروض السندية والقروض المصرفية إضافة إلى التمويل عن طريق القرض الإيجاري (الإستئجار)، لكل من هذه المصادر تكلفة حيث تلعب التكلفة دورا رئيسيا في تحديد مجموعة من المصادر التي يمكن للمؤسسة الاعتماد عليها في بناء الهيكل المالي التي تهدف إلى تكوينه بأدنى تكلفة وكذلك لجأنا إلى العوامل المحددة في اختيار الهيكل المالي وتركيبه ومن بينها حجم المنشأة وتركيبية الموجودات...إلخ، وكذلك تطرقنا إلى تحليل الرفع عن طريق الرفع التشغيلي والرفع المالي والرفع الكلي الذي هو مزيج بين الرفعين السابقين والمقصود بهما (المالي والتشغيلي) وبالتالي يمكن التساؤل حول مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة وهو ما سنتناوله في الفصل الثاني.

## الفصل الثاني

**تمهيد:**

تسطر المؤسسة مجموعة من الأهداف تسعى لتحقيقها خلال فترة حياتها ومما لا شك فيه أن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من بين أبرز مقومات استمراريتها فهو بمثابة الحافز الأساسي لكافة الأطراف الفاعلة في المؤسسة.

وتمثل الأدوات المالية الطويلة الأجل المتداولة في سوق رأس المال أهم العناصر التي يمكن أن تعكس حالة المؤسسة، كونها تشكل أهم مكونات الهيكل المالي، أو بالأحرى هيكل رأس المال وذلك باعتبارها تتميز بمداهها البعيد، إذ تعمل المؤسسة من خلالها على بناء هيكل مالي أمثل والذي تتم فيه الموازنة بين الخطر والعائد بغية إحداث تأثير إيجابي على القيمة المستقبلية للمؤسسة، ولكن السؤال المطروح، هل للهيكل المالي تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة؟

ولمعالجة هذا الفصل سيتم التركيز على العلاقة التي تربط الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمؤسسة هذا عن التطرق إلى النظريات التي عالجت هذا الموضوع عن طريق تناول ثلاث مباحث والتمثلة في:

المبحث الأول: المؤسسة وقيمتها.

المبحث الثاني: النظريات الأساسية المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

المبحث الثالث: النظريات المعاصرة وتفسيرها لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

## المبحث الأول: المؤسسة وقيمتها:

يفرض الواقع الحالي ضرورة بناء نسيج اقتصادي متكامل، متكون من مجموعة مؤسسات وشركات قادرة على الاستمرار والمنافسة خاصة في ظل هيمنة الاقتصاد الليبرالي، الأمر الذي يحتم على هذه المؤسسات ضرورة العمل على بناء، ومن ثم الحفاظ ومحاولة تعظيم قيمتها السوقية، وفي البدء سيتم التطرق إلى خصائص المؤسسة الاقتصادية ومميزاتها.

### المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للمؤسسة:

#### 1. مفهوم وخصائص المؤسسة الاقتصادية:

يمكن اعتبار المؤسسة تطور وتراكم للمفاهيم التي تعاقبت عليها عبر الزمن وهذا نتيجة للتطور الهائل الذي حصل في مختلف وسائل الإنتاج، إضافة إلى الموارد البشرية.

#### 1. مفهوم المؤسسة:

يمكن اعتبار المؤسسة على أنها الوحدة الاقتصادية التي تمارس النشاط الإنتاجي وبالتالي مجموعة النشاطات المتعلقة به من شراء وتخزين وبيع، وهذا من أجل تحقيق الغايات والأهداف المسطرة<sup>1</sup>، إذ فالمؤسسة إنما تمارس مجموعة من العمليات من أجل خلق منتج ذو قيمة على تحقيق عائدات من جراء بيعه للمستهلك، ويتمثل الفرق بين تكلفة المنتج وسعر بيعه، الربح الذي تتحصل عليه المؤسسة.

وعلى العموم سكون للمؤسسة دورة حياة مثلها في ذلك أي كائن حي، إذ تتشابه معه في مراحل حياته المختلفة ويمكن أن تلخص هذه المراحل في: <sup>2</sup> مرحلة التأسيس والانبثاق التي تنتج عنها نشأة مؤسسة جديدة، ومن ثم تأتي مرحلة التجميع (النمو)، الترميم والسيطرة، مرحلة ترميم الهيكل التنظيمي وأخيرا مرحلة التدهور والموت.

<sup>1</sup> عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص: 24.

<sup>2</sup> مؤيد سعي السالم، نظرية المنظمة للهيكل والتصميم، ط2، 2005، دار وائل للنشر، الأردن، ص: 56، 57.

فالمؤسسة من خلال مرورها على هذه المراحل الخمسة أو بعضها، إنما يكون دليلا على تطورها وتغيرها باستمرار وذلك عملا على تحقيق وبناء قيمة لها، مما يحتم ضرورة مراعاة الطاقم الإداري ومالكها من المرحلة العمرية التي تمر بها والعمل على استغلالها استغلالا أمثالا يعود عليهم وإياها بالنفع.

وتتمثل أهم مميزات المؤسسة الاقتصادية فيما يلي:<sup>1</sup>

- تملك المؤسسة شخصية قانونية مستقلة مما يعطيها حقوق ويفرض عليها واجبات.
- تحديد أهدافها وسياستها وكذا أساليبها في العمل.
- القدرة على أداء الوظيفة التي وجدت لأجلها والاستمرار من خلال قدرتها على توفير تمويل كافي والقدرة أيضا على التكيف مع الظروف المتغيرة.
- تعتبر المؤسسة كوحدة اقتصادية أساسية في النسيج الاقتصادي للمجتمع من خلال مساهمتها في إنتاج ونمو الدخل الوطني.

## 2. خصائص المؤسسة الاقتصادية:

تتشترك المؤسسات في مجموعة من الخصائص يمكن إبرازها فيما يلي:<sup>2</sup>

- المؤسسة وحدة اقتصادية واجتماعية وذلك من خلال الوظيفة الأساسية للمؤسسة والمتمثلة في إنتاج السلع والخدمات عن طريق تحويل المدخلات والمخرجات والتي تعرض في السوق على أشكال سلع وخدمات بغرض بيعها لإتمام هذه العملية يتم الاعتماد على مختلف عوامل الإنتاج إضافة إلى الهدف الاقتصادي والذي يفرض ضرورة سد حاجات الأفراد المختلفة والتي تتمثل أساسا في الحاجات المادية والنفسية والاجتماعية مع اختلاف أفراد هذه المجموعة من حيث المؤهلات المحصل عليها، ثقافة كل فرد وإضافة إلى الأهداف المسطرة من طرف كل واحد فيهم.

<sup>1</sup> عمر صخري، مرجع سابق، ص:24.

<sup>2</sup> عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ط4، 2009، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص ص: 28-34.

- المؤسسة وحدة لتوزيع المداخل والتي تأتي أساسا من ربح العمليات التي تقوم بها المؤسسة مما يحتم عليها ضرورة مكافأة الأطراف الفاعلة فيها وذلك عن طريق الرواتب للعمال، فوائد على الديون، ضرائب ورسوم للدولة وتوزيعات أرباح على مالكي المؤسسة.
- المؤسسة مجموعة إنسانية ومركز لاتخاذ القرارات و باعتبارها تملك تاريخا وتقاليد تدخل ضمن هويتها وثقافتها التنظيمية إضافة إلى قوانين ومجموعة من الأفكار التي تتقاسمها مختلف الأطراف الفاعلة في المؤسسة مما يميزها عن غيرها من المؤسسات وعموما تكون الميزات غير قابلة للتغيير بسهولة كما يتم اتخاذ مجموعة من القرارات في المؤسسة حسب الظروف التي تكتنفها وهذا من خلال عمليات التنظيم والإنتاج ما يجعل منها مركز لاتخاذ القرارات في مستويات مختلفة.
- كما تعمل المؤسسة على إنتاج مختلف السلع والخدمات لإشباع الرغبات اللامتناهية للمستهلكين في ظل بيئة محدودة الموارد كما قد تكون هذه البيئة مصدر للفرص أو التهديدات وهذا حسب درجة تقبل هذه البيئة لمنتجاتها مما يفرض ضرورة التفاعل معها، وهذا بالاستغلال الأمثل للفرص وتجنب التهديدات باعتبارها تمثل نظاما مفتوحا يؤثر ويتأثر بالبيئة الخارجية وهنا يجب التنويه بضرورة الاعتماد على طاقم إداري كفاء على درجة عالية من الاستقلالية.

## II. أهداف المؤسسة وأهم أشكالها:

تسعى المؤسسة الناشطة مهما كان شكلها ونوعها إلى تحقيق أهدافها المسطرة والتي تختلف في صياغتها من مؤسسة إلى أخرى، وهذا حسب رغبات مالكيها، طبيعة نشاطها القيود المفروضة عليها، وشكلها.

### 1. أهداف المؤسسة:

إن المؤسسة الاقتصادية مهما كان حجمها أو طبيعة نشاطها فإنها تنشأ لغرض تحقيق غاية معينة أو هدف رئيسي يتم تحقيقه عبر جملة من الأهداف الفرعية التي تصب في مسار الهدف الرئيسي بشكل علم وعلى المدى البعيد تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيق الاستعمال العقلاني

للموارد الاقتصادية المتاحة (المادية، البشرية، المادية، التقنية) خلال ممارستها للنشاط الذي تختص به بمعنى آخر إن غاية المؤسسة الاقتصادية أو هدفها الرئيسي في ظل اقتصاد السوق هو:<sup>1</sup> "تحقيق أعلى معدل ممكن من الربحية وتطوير تحسين هذا المعدل سنة بعد أخرى".

كما يمكن أن تقسم أهداف المؤسسة إلى:<sup>2</sup>

#### أ. الأهداف الاقتصادية:

وتتمثل أهم هذه الأهداف فيما يلي:

- **تحقيق الربح:** إن استمرار المؤسسة في الوجود لا يمكن أن يتم إلا إذا استطاعت أن تحقق مستوى أدنى من الربح يضمن لها إمكانية رفع رأسماله وبالتالي توسيع نشاطها للصمود أمام المؤسسات الأخرى.
- **تحقيق متطلبات المجتمع:** إن تحقيق المؤسسة لنتائجها يمر عبر عملية تصريف انتاجها المادي أو المعنوي وتغطية تكاليفها وعند القيام بعملية البيع فهي تغطي طلبات المجتمع الموجودة به.
- **عقلنة الإنتاج:** يتم ذلك بالاستعمال الرشيد لعوامل الانتاج ورفع انتاجيتها بواسطة التخطيط الجيد والدقيق للإنتاج والتوزيع بالإضافة إلى مراقبة عملية تنفيذ هذه الخطط والبرامج فبذلك فإن المؤسسة تسعى إلى تلافي الوقوع في المشاكل الاقتصادية لأصحابها من جهة وللمجتمع من جهة أخرى.

#### ب. الأهداف الاجتماعية:

من بين الأهداف العامة للمؤسسة الاقتصادية الأهداف الاجتماعية التي تتمثل في:

<sup>1</sup> خالص صافي خالص، رقابة تسيير المؤسسة في ظل اقتصاد السوق، 2007، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص ص: 19، 20.

<sup>2</sup> ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة للطلبة الجامعيين، ط2، دار المحمدية، الجزائر، ص ص: 17، 18.

- **ضمان مستوى مقبول من الأجور:** يعتبر العمال في المؤسسة من بين المستخدمين الأوائل من نشاطها حيث يتقاضون أجور مقابل العمل بها ويعتبر هذا المقابل حقا مضمون قانونا وشرعا وعرفا إذ يعبر على العنصر الحيوي في المؤسسة.
- **تحسن مستوى معيشة العمال:** إن التطور السريع الذي تشهده المجتمعات في الميدان التكنولوجي يجعل العمال أكثر حاجة إلى تلبية رغباتهم بتزايد باستمرار بظهور منتجات جديدة بالإضافة إلى التطور الحضاري لهم ولتغيير أدواتهم وتحسينها.<sup>1</sup>
- **إقامة أنماط استهلاكية معينة:** تقوم المؤسسات الاقتصادية عادة بالتصرف بالعادة لمختلف طبقات المجتمع، وذلك بتقديم منتجات جديدة أو بواسطة التأثير في أذواقهم بواسطة الإشهار والدعاية.
- **توفير تأمينات ومرافق للعمال:** تعمل المؤسسات على توفير بعض التأمينات مثل التأمين الصحي والتأمين ضد حوادث العمل وكذلك التقاعد، كما أنها تخصص سواء الوظيفية منها أو العادية لعمالها أو المحتاجين منهم.

### ج. الأهداف الرياضية والثقافية:

في إطار ما تقدمه المؤسسة للعمال نجد جانب التكوين الترفيهي أيضا:

- **توفير وسائل ترفيهية وثقافية:** تعمل المؤسسات الخاصة على اعتياد عمالها على الاستفادة من وسائل الترفيه والثقافة التي توفرها لهم ولأولادهم من مسرح، ومكتبات، ورحلات.
- **تدريب العمال المبتدئين ورسكلة القدامى:** مع التطور السريع الذي تشهده وسائل الإنتاج وزيادة تعقيدها فإن المؤسسة تجد نفسها مجبرة على تدريب عمالها الجدد، تدريباً كفيلاً بإعطائهم إمكانية استعمال هذه الوسائل بشكل يسمح باستغلالها استغلالاً عقلانياً،

<sup>1</sup> ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص: 19، 21.

كما أن عمالها القدامى قد يجدون أنفسهم أمام آلات لا يعرفون تحريكها أحيانا مما يضطر المؤسسة إلى إعادة تدريبهم عليها وهو ما يدعى بالرسكلة.

- **تخصيص أوقات للرياضة:** تعمل المؤسسات خاصة الحديثة منها على اتباع طريقة في العمل تسمح للعامل بمزاولة نشاط رياضي في زمن محدد هذا بالإضافة إلى إقامة مهرجانات للرياضة العملية، مما يجعل العامل يحتفظ بصحة جيدة ويتخلص من الملل.

#### د. الأهداف التكنولوجية:

بالإضافة إلى ما سبق تؤدي المؤسسة الاقتصادية دورا هاما في الميدان التكنولوجي.

- **البحث والتنمية:** مع تطور المؤسسات تعمل على توفير إدارة أو مصلحة خاصة بتطوير وسائل وطرق إنتاجية عملية وترصد لهذه العملية مبالغ قد تزداد أهمية لتصل إلى نسبة عالية من الأرباح وهذا حسب حجم المؤسسة الذي يتناسب طرديا معه، كما أن المؤسسة الاقتصادية تؤدي دورا مساندا للسياسة القائمة في البلاد في مجال البحث والتطوير الإلكتروني نظرا لما تمثله من وزن في مجموعها.

#### 2. أشكال المؤسسة:

تختلف المؤسسات من حيث شكلها وذلك بفعل العديد من العوامل لذا يمكن التمييز بين مجموعة التقسيمات التي تناولتها الأدبيات الاقتصادية، فيمكن تقسيم المؤسسة إلى عدة أنواع وذلك من حيث الزاوية التي اعتمد فيها على عملية التقسيم والتي تكون غالبا:

- حسب المعيار القانوني؛
- حسب طبيعة الملكية؛
- حسب الطابع الاقتصادي؛
- حسب الحجم.

يتحكم في المعيار القانوني للمؤسسة وتعدد الأشكال القانونية للمؤسسات التي تتواجد على مستوى

الاقتصاد ما يمكن حصرها في نوعين محددين هما:

### أ. شركات الأشخاص:

ويتم عموماً تأسيسها بالارتكاز على ثقة شخصية بين مكوناتها وتعد أشكالها: شركة التضامن، التوصية البسيطة، المحاصة:<sup>1</sup>

- **شركة التضامن:** تعد هذه الشركة من أهم شركات الأشخاص إذ يقدم فيها الشركاء حصصاً قد تتساوى قيمتها، وتختلف من شريك إلى آخر في القيمة وفي طبيعة الحصة، حيث تأخذ هذه الأخيرة شكلاً نقدياً أو عينياً، (مبنى، آلة، أو أصل حقيقي آخر أو حصة عمل).

- **شركة التوصية:** وهي شركة تتكون من طرفين، شركاء متضامنين، وهم مسؤولون عن ديون الشركة مسؤولية شخصية بمقدار ما يملكون بالإضافة إلى حصصهم في رأس المال وشركاء الموصين أي تتخذ مسؤوليتهم بقدر حصصهم، وهناك نوعان من شركة التوصية، عادية وشركة توصية بالأسم.

- **شركة المحاصة:** وهي نوع خاص من الشركات، إذ رغم توفر الشروط الأساسية للشركة فهي لا تتمتع بشخصية اعتبارية ولا رأسمال ولا عنوان فهي عقد يلزم بمقتضاه شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهم في مشروع اقتصادي بتقديم حصة مالية أو عمل بهدف اقتسام ما ينتج المشروع من أرباح أو خسائر دون أن تشهر أو كون معلومة لدى الغير، وبهذا فإنها تنظم على أساس الخدمة المالية للشركاء.

### ب. شركات الأموال:

يعد النوع الثاني للمؤسسات حسب التصنيف القانوني حيث تعد من أهم ميزاتها لا تأخذ بعين الاعتبار للأثر الشخصي، فعلى عكس شركات الأشخاص التي تكون فيها المسؤولية مطلعة على ديون المؤسسة والتي قد تمتد في حالة الضرورة إلى الأموال الخاصة فإن هذا النوع من

<sup>1</sup> ناصر دادى عدون، مرجع سابق، ص ص، ص:55، 56.

المؤسسات لا يسأل الشريك عن ديون المؤسسة إلا في حدود حصته من رأسمال المؤسسة ومن أهم الميزات والعيوب المأخوذة على هذا النوع ما يلي:<sup>1</sup>

✓ تتمثل أهم مزايا شركات الأموال في:

- مسؤولية المساهمين محدودة بقيمة أسهمهم أو سنداتهم.
- إمكانية الحصول على القروض بشكل أسهل وأسرع.
- حياة المؤسسة أكثر استقراراً.
- إمكانيات استخدام ذوي المهارات والكفاءات العالية.

✓ أما عيوب شركات الأموال يمكن تناولها فيما يلي

- ظهور البيروقراطية والمشاكل الناجمة عن تعدد الرقابة بسبب كثرة المساهمين فيها.
- تخضع إلى رقابة حكومية شديدة.
- بسبب عدم وجود حافز الملكية قد ينتج عن ذلك عدم الاهتمام الفعال بشؤون الشركة من قبل مسيرتها غير المساهمين.

● **الشركات ذات المسؤولية المحدودة:** تعتبر هذه الشركة أقل قدماً بالنسبة لأنواع الأخرى وقد اختلف في تحديد مكان هذا النوع من الشركات، فمنهم من يضعه ضمن شركات الأشخاص ومنهم من يضعها ضمن شركات المساهمين أو الأموال نظراً للتشابه بينهما، فهي تؤسس بين شركاء لا يتحملون الخسائر إلا في حدود ما قدموه من حصص وتكون مسؤوليتهم محدودة بقدر ما قدمها من حصص والتي تكون متساوية وغير قابلة للتداول، ويكون رأسمالها محدود ويكون أقل من مبلغ معين وعدد الشركاء فيها يكون محدود.<sup>2</sup>

● **شركات التوصية بالأسهم:** هي من شركات الأموال وتشبه إلى حد بعيد شركات التوصية البسيطة فهي تكون من شريك أو أكثر من الشركاء المتضامنين، ومن شركاء يملكون أسهماً في رأسمال المؤسسة فالشركاء المتضامنين تكون مسؤوليتهم غير محدودة، إضافة

<sup>1</sup> عمر صخري، مرجع سابق، ص: 28.

<sup>2</sup> ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص: 56، 57.

إلى تمتعهم بالخبرة والفائدة اللازمة في إدارة وتسيير المؤسسة، إلا أنهم لا يتوفرون على الأموال اللازمة، مما يفرض عليهم ضمن هذا النوع اللجوء إلى الشريك الموصي، والذي تكون مسؤوليته محدودة، فمركزه يشبه كثيرا المساهم في شركة المساهمة إذ يكون مالك لمجموعة أسهم قابلة للتداول ولا تنتهي هذه المؤسسة بوفاة أحد الشركاء.

- **شركة الأموال (المساهمة):** هي شركة تتكون من مجموعة أشخاص يقدمون حصصا في رأس مالها على شكل أسهم وتكون هذه الأخيرة متساوية وقابلة للتداول ويحصل عليها المساهم عند التأسيس أو بواسطة الاكتتاب العام ولا يتحمل الشريك المساهم إلا بمقدار قيمة الأسهم التي يشارك بها أي تكون مسؤوليتهم محدودة، ويتقاضى الشركاء مقابلا لأسهمهم على شكل أرباح موزعة إن تحققت، إذن فعائدات الأسهم تتغير حسب تغير نتائج هذه المؤسسة ولا تمثل أعباء ثابتة لها.<sup>1</sup>

### ج. حسب طبيعة الملكية:

تلعب الجهة المالكة للمشروع دورا مهما في تحديد نوع المؤسسة، فباختلاف النظام الاقتصادي السائد في البلد الذي تتواجد فيه المؤسسة يختلف شكل المؤسسة تبعا لمليتها، ونجد منها:<sup>2</sup>

- **المؤسسات الخاصة (Private Firm):** وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها للفرد أو مجموعات أفراد (شركات أشخاص، شركات أموال...)
- **المؤسسات المختلطة (Mixed Firm):** وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها بصورة مشتركة للقطاع العام والقطاع الخاص.
- **المؤسسات العامة (العمومية) (Public Firm):** وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها للدولة فلا يحق للمسؤولين عنها التصرف بها كيفما شاءوا ولا يحق لهم بيعها أو إغلاقها إلا إذا وافقت على ذلك الدولة، وتهدف المؤسسات العامة من خلال نشاطها الاقتصادي

<sup>1</sup> ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص: 57.

<sup>2</sup> عمر صخري، مرجع سابق، ص: 28-30.

إلى تحقيق مصلحة للمجتمع وليس هناك أهمية كبيرة للربح وتعمل على تحقيق أقصى ما يمكن من الأهداف العامة وبمعنى تحقيق أقصى إنتاج أو تحقيق نصيبها من المحدد في الخطو الوطنية.

#### د. حسب الطابع الاقتصادي:

يمكن تصنيف المؤسسات تبعا لمعايير اقتصادية معينة أي تبعا للنشاط الاقتصادي إلى ما يلي:

- **المؤسسات الصناعية:** وتنقسم هذه المؤسسات بدورها تبعا للتقسيم السائد في القطاع الصناعي إلى:

- ✓ **مؤسسات الصناعة الثقيلة أو الاستخراجية:** كمؤسسات الحديد والصلب، مؤسسات الهيدروكربونات وما يميز هذا النوع من المؤسسات هو احتياجاتها لرؤوس أموال كبيرة مما يتطلب مهارات وكفاءات عالية لتشغيلها.

- ✓ **مؤسسات الصناعة التحويلية أو الخفيفة:** كمؤسسات الغزل والنسيج ومؤسسات الجلود... الخ

- **المؤسسات الفلاحية:** وهي المؤسسات التي تهتم بزيادة انتاجية الأرض أو استصلاحها وتقوم هذه المؤسسات بتقديم ثلاث أنواع من الإنتاج وهو الإنتاج النباتي الحيواني والإنتاج السمكي.

- **المؤسسات التجارية:** وهي المؤسسات التي تهتم بالنشاط التجاري كمؤسسات الجملة ومؤسسات المفرق مثل مؤسسات الأروقة الجزائرية، مؤسسات أسواق الفلاح... إلخ

- **المؤسسات المالية:** وهي المؤسسات التي تقوم بالنشاطات المالية كالبنوك ومؤسسات التأمين ومؤسسات الضمان الاجتماعي... إلخ

- **المؤسسات الخدمات:** وهي المؤسسات التي تقدم خدمات معينة كمؤسسات النقل، مؤسسات البريد والمواصلات، المؤسسات الجامعية، مؤسسات الأبحاث العلمية... الخ

وأخيرا يجب أن نشير بأنه على الرغم من الدور الهام المنوط بكل نوع من أنواع المؤسسات السابقة الذكر إلا أن دراستنا هذه تقتصر فقط على المؤسسات التي تقوم بإنتاج السلع الاستهلاكية منها والرأسمالية.<sup>1</sup>

#### هـ. حسب الحجم:

ويمكن تصنيف المؤسسات على أساس الحجم إلى المؤسسات كبيرة ومتوسطة وصغيرة. ومن هذا التصنيف يتم التركيز على حجم المؤسسة فقط، ولكن تعتبر عملية تقدير حجم المؤسسة نسبية، تختلف من بلد إلى آخر، وتتمثل أهم المعايير المستخدمة في هذا التصنيف في حجم الأرض أو المحل المادي، وكذلك حجم رأسمال المستثمر الذي يتشكل من رأس المال القانوني وهو رأسمال المؤسسة عند التأسيس ورأس المال المالي الدائم المتمثل في مجموعة رأس المال الذي تأسست به المؤسسة بالإضافة إلى كل الاحتياطات والديون لأجل، كما أن رأس المال التقني وهو يعبر عن رأس المال الثابت بالمعنى الاقتصادي والعمل الذي هو عنصر يتميز ببساطته السطحية فهو يتم قياسه بواسطة القيمة النقدية، بالإضافة إلى نسبة رأس المال التقني أو الجانب التكنولوجي ورقم الأعمال كما يتم الاعتماد أيضا على عدد الأفراد العاملين في هذه المؤسسة لتحديد حجمها.<sup>2</sup>

#### المطلب الثاني: تحديد قيمة المؤسسة:

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

<sup>1</sup> عمر صخري، مرجع سابق، ص:31.

<sup>2</sup> ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص:62، 63.

**1. مفهوم قيمة المؤسسة:**

تعتبر القيمة عن مبلغ يدفع مقابل أصل معين أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام هذا الأصل وقد عرفت لجنة معايير التقييم الدولية (IVSC) تقييم الأصول لأغراض اعداد القوائم المالية، والحسابات المرتبطة بها، كما يلي:

"مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتري وبائع راغبين في عقد مع المؤسسة وفي ظل سوق محايد بحيث يتوفر لكل منهما المعلومات الكافية مع مطلق الحرية وبدون وجه إكراه على إتمام الصفقة"<sup>1</sup>

وتؤثر العديد من العوامل على قيمة المؤسسة مثل البيئة الاقتصادية الكلية توقيت تقدير القيمة موقع المؤسسة وبذلك الاستخدام المحتمل للأصل إضافية إلى كل ما سبق يجدر بالذكر أن الغوص من عملية تحديد قيمة المؤسسة قد يؤثر أيضا على قيمتها ولقد ذهب الدكتور طارق عبد العال حماد إلا أن للقيمة عدة مفاهيم<sup>2</sup> وقد أوجزها في عشرة مفاهيم أساسية ويرجع ذلك إلى اختلاف وتعدد الأغراض من عملية تحديد قيمة المؤسسة والتي تتمثل عموما في إعداد القوائم المالية وتخطيط الأعمال وكذلك قد تكون لعملية الاندماج أو الاستحواذ كما قد تكون عملية تقييم المؤسسة بسبب المنازعات القضائية منا أو حول الملكية أو في حالات إعادة التنظيم والإفلاس، لذا يمكن تحديد أهم مفاهيم قيمة المؤسسة فيما يلي:

**1. القيمة السوقية:**

وتعتبر من أهم طرق التقييم وتعتبر عن قيمة المؤسسة في السوق التي من خلالها تسمح بانتقال الملكية من المشتري إلى البائع كما تعرف أيضا بالقيمة النقدية.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، تقييم وإعادة هيكلة الشركات وتحديد قيمة المنشأة، 2008، الدار الجامعية، مصر، ص:28.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص:12.

**2. القيمة الدفترية:**

وتمثل عموماً التكلفة التاريخية أما بالنسبة للمؤسسة فتمثل القيمة الدفترية مجموع الأصول منقوص منها القيمة الدفترية للخصوم مما ينتج عنها القيمة الصافية أو ما يدعى بحقوق الملكية وبالتالي فهذا المفهوم أكثر ميلاً للجانب المحاسبي.<sup>1</sup>

**3. القيمة الاستثمارية (Investment Value):**

وتعبر عن قيمة الإيرادات المستقبلية الناتجة عن المؤسسة.

**4. قيمة شهرة المحل (Good will Value):**

حيث تمثل شهرة المحل الزيادة في قيمة المؤسسة الكلية عن قيمة أصولها فهي بذلك تمثل القيمة الإضافية للمؤسسة والتي لا تظهر مباشرة في ميزانيتها وبالتالي تكون غير قابلة للوزن والقياس إذ تمثل نوعاً من الأصول الغير عادية.

**5. قيمة التصفية (Liquidation Value):**

فقيمة التصفية تعتبر طرف يتم من خلاله تحديد أو تقييم المؤسسة والتي تمثل المبلغ الصافي الممكن تحقيقه أما إذا ما تم إنهاء أعمال المؤسس وهذا يبيع كل أصولها وأداء كل التزاماتها، وقد تفرض الظروف التي يتم فيها التصفية نوعين من التصفية، هما:

أ. **التصفية الإجبارية:** وهو المبلغ الصافي المحصل في حال البيع الفوري مع اضطرار البائع للبيع.

ب. **التصفية المنظمة:** هو المبلغ الصافي المحصل في حالة إتاحة مدة معقولة لإيجاد المشتري ويكون خلالها البائع مضطر للبيع لكن المشتري غير مجبر مع رغبته في الشراء وتعتبر القيمة السوقية للمؤسسة الأكثر شيوعاً لتقدير القيمة من بين القيم السابقة، إضافة إلى الأنواع الأخرى للقيم التي أوردها الدكتور طارق عبد العال حماد، كقيمة

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 19.

النفاية، قيمة الإحلال، القيمة الاستعمالية أو التبادلية، والقيمة القابلة للتأمين ولكن من المهم هنا هو كيف تتم عملية تحديد قيمة المؤسسة؟

## II. طرق تحديد قيمة المؤسسة:

وتستعمل العديد من الطرق في إيجاد وتحديد قيمة المؤسسة ومن أهمها:

### 1. الطريقة المحاسبية (Les méthodes Comptables ou patrimoniales):

وتعتمد هذه الطريقة على استخدام الميزانية في التقدير ويتم من خلالها تحديد القيمة الصافية للأصول اعتمادا على الميزانية بعد رصد الأرباح وإجراء بعض التعديلات لأكثر دقة، وذلك باستعمال العلاقة الآتية:<sup>1</sup>

$$\text{القيمة الصافية المصححة للأصل} = \text{القيمة الحقيقية للأصل} - \text{ديون ومؤونات خطر ونقل}$$

ويتم إيجاد هذه القيمة بعد إجراء مجموعة من التعديلات في الميزانية، عن طريق معالجة مجموعة من البنود المتعلقة بها مثل الأصول المعنوية، المخزونات والمؤونات، إضافة إلى توزيعات الأرباح الواجبة الدفع، فالمؤسسة تقيم اعتبارا من أهم العوامل الداخلة في عملياتها الانتاجية فمن خلال هذه الطريقة فإن قيمة المؤسسة تكون مساوية لمجموع الأصول المكونة لها وهذا بعد الأخذ بعين الاعتبار التعديلات الواجبة إدراجها في قيم الميزانية، وتعتبر الميزانية أساس إيجاد قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة.

### 2. طريقة شهرة المحل (Good will method):

باعتبار أن الطريقة السابقة تهمل القدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل من قبل المؤسسة، كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار للأصول البشرية، لذا فوفق هذه الطريقة يتم حسابها قيمة المؤسسة كما يلي، وهذا بعد المرور بعدة مراحل:

<sup>1</sup> عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، دور سياسة الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، 2011-2012، ص:66.

- إيجاد عائد شهرة المحل، وذلك بالاعتماد على المعادلة الموالية:<sup>1</sup>

$$r_E = \frac{R_E n}{a} \frac{d'ir}{e_i}$$

$r_E$ : المردودية.

$R_E$ : نتيجة الاستغلال.

ولكن نظرا لوجود بعض الأخطار التي تعترض الاستثمار، فإن المردودية تختلف بين نا تعرفه المؤسسة وما يطلب المستثمرين لذا يصبح عائد شهرة المحل كما يلي:

$$\text{Rent de good will} = \text{actif economique} \times (r_E - r_{\hat{E}})$$

$r_{\hat{E}}$ : المردودية المتوقعة من المستثمرين.

- ثم يتم في مرحلة ثانية تحسين عائد شهرة المحل، وذلك من أجل الحصول على قيمة شهرة المحل ويتم ذلك باستعمال المعادلة الآتية:

$$g \quad w = \frac{\text{Rent de good will}[1 - (1 + t)^n]}{t}$$

$n$ : المدة.

$t$ : معدل التعيين.

ولكن في هذه المرحلة قد تواجهنا مشكلتين أساسيتين: وهما اختيار معدل التعيين، وهنا عموما يتم استعمال تكلفة رأس المال المضاف إليه نسبة معينة أخذا بعين الاعتبار للأخطار التي قد تواجه المؤسسة، أما بالنسبة للمشكل الثاني فهو ممثلا في تحديد مدة التعيين، والتي تمثل الفترة التي يكون فيها الأصل قادرا على خلق قيمة إضافية، وفي مرحلة أخيرة يتم تحديد قيمة المؤسسة اعتمادا على شهرة المحل، والتي تعبر عنها بالمعادلة الآتية:

$$V \quad d \quad l'e = \text{actif net comptable corrige} + \text{good will}$$

<sup>1</sup> عيد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 67.

وما يستخلص مما سبق أن هذه الطريقة ما هي إلا تكملة للطريقة السابقة، وهذا عن طريق عملية التصحيح.

### 3. التقييم عن طريقة التدفقات النقدية (Cash-flow):

ففي هذه الطريقة يتم الاعتماد على مبدأ أن قيمة المؤسسة قد تكون مساوية للقيمة العالية لتدفقاتها النقدية المستقبلية والقيمة النهائية المتوقعة، وتعتبر هذه التدفقات النقدية الناتجة عن العمليات الاستغلالية والاستثمارية وتستعمل العلاقة الموالية في تحديد القيمة:<sup>1</sup>

$$V = \sum_p^n = 1 \frac{E}{(1+t)^p} + \frac{V_R}{(1+t)^n} - P_1$$

$E$ : التدفقات النقدية للسنة  $P$   $V_R$ : معدل العائد المتوقع

$t$ : القيمة المتبقية عند السنة  $n$   $P_1$ : قيمة الديون الابتدائية للمؤسسة

حسب إضافة قيمة المؤسسة المخصوصة عند نهاية المدة، ويتم خصم سواء قيمة المؤسسة عند نهاية المدة أو مختلف التدفقات النقدية الناتجة باعتماد معدل خصم محدد ويستعمل في الغالب تكلفة التمويل، هذا بعد إضافة معدل معين والأخطار التي تكون المؤسسة عرضة لها، وبما يتطلع إليه المستثمرين.

وتعتبر التدفقات النقدية المتاحة (Free Cash-Flow) المعمول بها من قبل المؤسسة، والتي تحدد عن طريق مختلف أنشطة المؤسسة الاستغلالية أو الاستثمارية ويمكن إيجادها عن طريق تتبع المراحل الآتية:<sup>2</sup>

- نتيجة الاستغلال الصافية RN
- + الإهلاكات.
- = التدفقات النقدية

<sup>1</sup> عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 68.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص: 69.

- - احتياجات رأس المال العامل للاستغلال BFRE
- + تنازل عن الأصول بعد الضريبة Cession D'actif
- - الاستثمارات
- = التدفقات النقدية المتاحة Free Cash-Flow

وباعتبار أن هذه الطريقة تقوم في أساسها على التوقعات للتدفقات النقدية المستقبلية من جهة مع الصعوبة في تحديد قيمة المؤسسة عند نهاية المدة، الأمر الذي يحد من دقة هذه الطريقة خاصة وأن المدة التي يتم الاعتماد عليها في تحديد قيمة المؤسسة غالباً ما تكون محدودة.

### III. آليات ومدخل تحديد القيمة:

تعتبر عملية تحديد وإيجاد قيمة المؤسسة محدودة الدقة، كونها تبنى على مجموعة من الآراء والافتراضات المبنية على أساس كفاءة المقيم، وهذا من خلال استخدامه لمجموعة من الأساليب التي تركز على قواعد عملية وعلمية مقبولة ولهذا فإن آلية التقييم لا تخرج عن كونها تعتمد على إحدى الأساليب الموالية:

#### 1. الاعتماد على ميزانية المؤسسة:

وهذا من خلال القيام بمعادلة قيم الأصول والخصوم مع الأخذ بعين الاعتبار الاختلاف بين القيمة الدفترية لها والقيمة السوقية، مما يستدعي القيام ببعض التعديلات من أجل التقييم بأكثر دقة.

#### 2. يتم المقارنة بين المؤسسة محل التقييم مع مثيلاتها من المؤسسات:

والتي تكون قيمتها معروفة سلفاً،<sup>1</sup> وهذا باستعمال إحدى طرق تحديد القيمة، ومن ثم يتم استخدام مضاعف بالنسبة لأرباحهم المحققة، أو من رقم الأعمال خارج الضريبة (CAHT) كأن نقول أن المؤسسة تمثل قيمتها ثلاث مرات ربحها الصافي السنوي، أو القيمة للمؤسسة هي 100% من ربحها الصافي خارج الضريبة.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص:30، 31.

### 3. استعمال التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة بعد خصمها:

وهي ما تعرف بالدفعات النقدية المخصومة وهذا للوصول إلى القيمة الحالية، والغرض الأساسي الذي تقوم عليه الآلية هو أنه لا يهتم المنتج الذي تنتجه المؤسسة، لأن المستثمر طالما يحمل الأوراق المالية للمؤسسة فإن اعتقاده الراسخ يتمثل في أنه سيحصل على عائد من استثماره في المستقبل، وتعتمد هذه الطريقة على اتباع المراحل الآتية:<sup>1</sup>

- التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، إلا أن المؤسسة تلجأ إلى تحديد مدة لعملية التنبؤ بالتدفقات، وتحديد قيمة المؤسسة وهذا لعدم قدرتها على التنبؤ بها طيلة حياة المؤسسة.
- اختيار المدة والكيفية التي يتم بها تقدير القيمة المستمرة للمؤسسة.
- إيجاد معدل الخصم المناسب والذي غالبا ما يكون تكلفة رأس المال.

وتتم الطريقة من خلال جمع مختلف القيم السوقية للأوراق المالية للمؤسسة التي يتم تداولها على مستوى بورصة الأوراق المالية،<sup>2</sup> إذ تقوم هذه الطريقة على مبدأ كفاءة السوق، ما يعني أن قيم الأوراق المالية تعكس بدقة القيمة الحقيقية للمؤسسة في حال الكفاءة العالية للسوق المالي.

### IV. مداخل التقييم:

تتطلب إجراءات تحديد قيمة المؤسسة الاهتمام بالعديد من الجوانب المتعلقة بالمؤسسة محل التقييم وذلك من خلال جمع مختلف المعلومات المتعلقة بها وتحليلها، وهذا بعد فهم طبيعة المهمة إضافة إلى تعريف القيمة، ولكن كل هذا لا يتم إلا باعتماد منهج للقيمة يكون مناسب وملائم للمؤسسة قد صنفها الدكتور عبد العالي حماد في ثلاث مناهج أساسية: منهج الدخل، منهج السوق، ومنهج الأصول وضمن كل منهج توجد مجموعة من الطرق بإمكان المقيم استخدامها عند تحديد قيمة مؤسسة ما<sup>3</sup> والتي من خلالها يتم دراسة هذه المداخل وتطبيق الأنسب لها، فغالبا لا يتم تطبيقها كلها في عملية التقييم.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص:30.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص:30.

<sup>3</sup> عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص:69.

**1. منهج الدخل:**

يقوم هذا المنهج على تقييم حصة الملكية التي تعتبر استثمارا يمكن قياسه كغيره من الاستثمارات وعموما فإن هذا المنهج عبارة عن كسر رياضي مؤلف من بسط ومقام، البسط ممثل في المنافع الاقتصادية بينما يعكس المقام معدل العائد المطلوب لحصة الملكية ويعكس تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة وفق منهج الدخل إنما يمثل دالة لثلاث متغيرات أساسية ومتمثلة في:<sup>1</sup> تدفق المنافع الاقتصادية والتي غالبا تمثل بالتدفق النقدي إضافة إلى امكانية نمو المؤسسة على المدى القصير والبعيد، مع ضرورة مراعاة المخاطر المتمثلة باستلام المنافع بالمبالغ وفي الأوقات المتوقعة والذي يعكس معدل الخصم، فقيمة المؤسسة تختلف وفقا لاختلاف مستوى لمنافع الاقتصادية المتوقعة ومعدل نمو هذه الأخيرة وبينما تربط علاقة عكسية بين القيمة ودرجة المخاطرة، فارتفاع المخاطر يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب.

ومن بين أهم الطرق التي تتطوي ضمن هذا المنهج يمكن ذكر طريقة التدفق النقدي المخصوم (DCF)، طريقة التدفق النقدي المرسل (CCF) (إيرادات الفترة الوحيدة)، نموذج خصم أرباح الأسهم، نموذج جوردن، طريقة التدفق النقدي الزائد (ECF) إضافة إلى طريقة الإيرادات الزائدة. ولكن من الصعوبة بمكان التنبؤ بتدفق المنافع الاقتصادية، خاصة في ظل استمرارية المؤسسة إضافة إلى صعوبة التوصل لتحديد دقيق لمعدل الخصم المناسب، وهي أهم الجوانب التي تؤخذ على هذا المدخل.

**2. منهج السوق:**

يعتبر المبدأ الأساسي لهذا المدخل أن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال مقارنتها بمؤسسات معيارية ذات قيم معلومة، والتي تتحدد إما عن طريق تداول أوراقها المالية في البورصة أو تحديد قيمة هذه الأخيرة مقدما.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص:295.

وتعتبر المعلومات المالية المستخدمة من حيث نوعيتها وكميتها أهم مؤثر في لقيمة التي يتم الحصول عليها من خلال الاعتماد على هذا المدخل<sup>1</sup>، وذلك بالعمل على استخراج مجموعة من النسب والمعايير المستخدمة في تقدير قيمة المؤسسة انطلاقاً من الميزانية العمومية، قائمة الدخل، لكن غالباً لا تكون هذه المعايير الكمية وحدها كافية إذ يتوجب العمل على دراسة مختلف الجوانب النوعية من خلال الإدارة ومدى نموها واتساعها، وكذا خدمات المنتج، وهذا من أجل تحديد قيمة المؤسسة بالدقة اللازمة.

ويعتمد هذا المدخل على مؤشرات محددة من أجل تحديد القيمة ويمكن إيجاد هذه القيمة باستعمال

العلاقة:<sup>2</sup>

$$V_s = \left[ \left( \frac{P}{P_t} \right)_{C_t} \times P_t \right] - d_s$$

وقد تمثل Parameter المبيعات، الدخل الصافي، القيمة الدفترية، Comps، المؤسسة العقارية Subject المؤسسة محل التقييم.

والميزة الأساسية لهذا المدخل ممثلة في كونه يعتمد على بيانات فعلية إلى جانب السهولة النسبية في تطبيقه والملاحظة عدم اعتماده على تنبؤات وافتراضات إلا أنه في الواقع لا يعتبر الحصول على المعلومات بالأمر الهين مما قد يتم إجراء مقارنة وبالتالي التقييم، هذا من جهة، ومن جهة يعاب عليه كذلك عدم الأخذ بعين الاعتبار المؤسسات مهمة كالنمو المتوقع في المبيعات أو إيرادات المؤسسة.

### 3. منهج الأصول:

في هذا المنهج يتم تحديد قيمة المؤسسة اعتماداً على قيمة أصولها الصافية بعد خصم التزاماتها وهذا من خلال ما يتم عرضه في الميزانية العمومية، والتي تكون فيها مختلف البنود المسجلة بالقيم

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص:486.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص:489.

الدفترية مما يفرض ضرورة القيام بسلسلة من التعديلات من أجل الحصول على القيمة السوقية، سواء لأصول المؤسسة أو لالتزاماتها.

### المطلب الثالث: قيمة المؤسسة على أساس ارتباطها بالبورصة:

تعتبر قيمة الأوراق المالية المصدرة من قبل المؤسسة والتي يتم تداولها على مستوى البورصة خير معبر عن القيمة السوقية للمؤسسة إلى حد بعيد فالمؤسسات تكون على نوعين فمنها التي يتم تداول لأوراق المالية في البورصة وتعمل آلية السوق على تحديد قيمتها استنادا على المعطيات والتوقعات الحالية والمستقبلية المتوفرة كما أن هناك مؤسسات لا يتم تداول أوراقها المالية في البورصات وبذلك يمكن أن تحدد قيمة المؤسسة على هذا الأساس كما يلي:

#### 1. قيمة المؤسسة التي تتداول أوراقها المالية في البورصة:

لقد سبق وتم التطرق إلى مداخل وطرق قيمة المؤسسة وباعتبار القيمة السوقية أكثر شيوعا وأهمية فإن القيم السوقية للأوراق المالية لهذه المؤسسة تكون ذات أهمية بالغة في تحديد قيمتها وهذا انطلاقا من تحديد قيمة خصومها والتي بالضرورة تتساوى إلى قيمة الأصول، وبالتالي عند تقييم المؤسسة بدءا بحقوق الملكية التي يتم الحصول عليها من خلال القيم السوقية لخطة التقييم لمجموعة الأسهم العادية المتداولة التي يتكون منها رأس المال ونفس الطريقة بالنسبة لمكونات هيكل رأس مال المؤسسة (أسهم ممتازة، سندات) في حالة تداولها أيضا في البورصة وتكون القيمة الدفترية للبورصة وتكون القيمة الدفترية للديون خير معبر عن قيمتها مع الأخذ في الحسبان التغيرات الممكنة لأسعار الفائدة وكذا القيمة الحالية لها.<sup>1</sup>

وتعتبر الأسهم العادية أهم ممثل للقيمة السوقية للمؤسسة وهذا من خلال الاعتماد على القيمة السوقية لهذه الأسهم والتي تعكس أداء المؤسسة.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، 2003، منشأة المعارف، مصر، ص ص: 504، 505.

**1. تحديد القيمة السوقية للسهم:**

يتوقع حملة الأسهم العادية ارتفاع عوائدهم المتوقعة من خلال توزيعات الأرباح التي تقررها المؤسسة أو على الأقل عدم انخفاض القيمة السوقية لها مع محاولة تعظيمها إن أمكن ذلك، وهو ما ينعكس بالإيجاب على قيمة المؤسسة ككل وهذا ما يحسن صورتها في السوق وباعتبار القيمة السوقية للسهم تهم على حد سواء المالك والمؤسسة، ونظرا للمحاول الدائمة لتحقيق عوائد إضافية للملاك، فإن عملية تقييم الأسهم تحظى بمكانة هامة لدى كل الأطراف المهتمة، وتتم من خلال مجموعة من العوامل المحددة لها والتي خصها الأستاذين عبد الغفار حنفي ورميسة زكي قرياقص في أربعة عناصر أساسية هي:<sup>1</sup>

**أ. علاقة القيمة السوقية للسهم بربحيته:**

نظرا لأن الأرباح الصافية المتوقعة تعتبر أساس القيمة الحالية، فهذا يعني أن الزيادة في الأرباح الصافية المحققة من المؤسسة في الفترات المقبلة تؤدي بالضرورة لإحداث أثر إيجابي على القيمة السوقية لأسهمها وهذا جراء زيادة الطلب عليها، ويفسر الأمر بوجود علاقة خطية بين المتغيرتين السابقتين زيادة على كفاءة الإدارة وعملها على تحقيق الإستقرار في صافي الأرباح مما قد يمكنها من مواجهة المخاطر المؤثرة على قيمة أسهمها.

**ب. القيمة الحالية للسهم وزمن تحقيق الأرباح:**

ترتبط علاقة عكسية بين القيمة الحالية للسهم وزمن تحقق الربح حيث تؤدي طول مدة تحقيق الأرباح إلى انخفاض القيمة الحالية للسهم والعكس في حال قصر فترة تحقيق الأرباح.

**ج. القيمة الحالية للسهم والسيولة:**

يعبر عن السيولة بمدى القدرة على تحويل الأصول إلى نقدية وتكون العلاقة الرابطة بين القيمة الحالية للسهم والسيولة علاقة طردية، فمع كل تزايد في السيولة تشهد القيمة الحالية للسهم ارتفاعا.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي ورميسة زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، 2002، الدار الجامعية، مصر، ص ص: 16-25.

### د. القيمة الحالية للسهم والقدرة على أداء الالتزامات:

إن العلاقة والنسب المستخرجة من القوائم المالية تبين حجم الأصول والمديونية، حق الملكية، والتي تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على أداء التزاماتها عند حلول أجل استحقاقها (إجمالي الأصول/المديونية) وبذلك كلما كان المعدل كبيراً كان الأثر إيجابياً على قيمة المؤسسة أي السهم وعلى العكس تماماً في حالة قدرتها على الوفاء بالتزاماتها مما يؤدي إلى تخفيض هامش الأمان على الاستثمارات المرتقبة الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للسهم.

وتلعب البورصة دوراً هاماً في تحديد القيمة السوقية للسهم وذلك من خلال المعلومات التي توفرها للمستثمرين لأن مثل هذه العملية تحتاج إلى معلومات على درجة عالية من الشفافية والإفصاح، ومن حيث كميتها ونوعيتها<sup>1</sup> وتعتبر المعلومات خاصة المالية منها إحدى الدعائم الأساسية لضمان كفاءة البورصة وتطورها، وذلك لأنها تعمل على توجيه وتعبئة أموال المدخرين وتخلق فرص استثمارية وهذا الضمان التخصيص للكفاء للموارد المالية، وضمان التعبير الجيد للسهم عن وضعية المؤسسة وقد تلعب دوراً الظروف المحيطة بالبورصة في التعبير الجيد للسهم وهنا دون إغفال الميول الشخصية للمستثمرين ويتم دراسة هذه الدروس من خلال إجراء التحليل الفني.

### 2. النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم:

تنتج عن الأسهم تدفقات نقدية في المستقبل، مما يعني أن قيمة السهم تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، وعموماً تتكون هذه التدفقات المتوقعة من عنصرين أساسيين هما:<sup>2</sup> التوزيعات المتوقعة والتغيرات في سعر البيع للسهم إذ يعتبران كمدخلين أساسيين في تحديد قيمة السهم العادي.

#### أ. التوزيعات المتوقعة كأساس لتقييم الأسهم:

أو ما يدعى بخصم توزيعات الأرباح (Dividend Discount Model) إن الأساس لتقييم الأسهم هو أن قيمة السهم تساوي التدفقات المستقبلية المتوقعة، فالمستثمر يحصل على نوعين من

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص:131.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، 1998، مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، ص:194.

التدفقات، توزيعات الأرباح (Cash Dividend) والتي تحددتها سياسة التوزيعات المتبعة من قبل المؤسسة، أما المصدر الثاني قد يكون نتيجة الفرق في السعر السوقي للسهم (Capital gains)، والذي يكون نتيجة التنازل عن توزيعات الأرباح المتوقعة استلامها وبالتالي فقيمة السهم تعتمد على القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح ويعد نموذج خصم توزيعات الأرباح (DDN) والذي قدم من طرف ويليامز عام 1938م أهم نموذج لتحديد قيمة السهم والذي يحدد كما يلي:<sup>1</sup>

$$V = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+K)^n}$$

$V$ : تمثل القيمة السوقية للسهم العادي.

$K$ : معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السهم في ضوء المخاطر.

$D$ : التوزيعات المتوقعة الحصول عليها

وتتميز في هذا النوع مجموعة من الحالات وهذا تبعا لمقدار نمو التوزيعات المتوقعة كما يلي:

- **قيمة السهم في حالة التوزيعات الثابتة:** من خلال هذا الغرض فإن المؤسسة تدفع توزيعات ثابتة وبالتالي فالمستثمر لا يتوقع تغير في قيمة هذه التوزيعات مما يعني أنه لا يكون هناك معدل نمو يتبع هذه الحالة، وبالتالي فإن قيمة السهم ستكون مساوية لـ:  $V = D/K$
- **قيمة السهم في حالة التوزيعات ذات معدل النمو الثابت:** يعود سبب إقدام المستثمر على شراء أسهم مؤسسة ما إلى توقعاته التي تقوم على حصوله على توزيعات متزايدة أي توقعه بنمو توزيعات المؤسسة ويسمى هذا النموذج بنموذج جوردين 1963م والذي بناه لإيجاد القيمة الحقيقية للسهم، لذا ارتكز على مجموعة من الافتراضات<sup>2</sup> والمتمثلة في أن المستثمر يفضل الحصول على توزيعات الأرباح الحالية متجنباً للمخاطرة، وأن هذه التوزيعات تنمو بمعدل ثابت ( $g$ ) وبنسبة أقل

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص: 196.

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 131.

من معدل الخصم، بالإضافة إلى أن حالة عدم التأكد تزداد بطول مدة النمو فيما يخص هذه التوزيعات وقد مثل هذا النموذج وفق الصيغة الرياضية الموالية:

$$V = \frac{D_0(1 + g)}{K - g}$$

- **قيمة السهم في حالة النمو لا يتسم بالثبات:** نمو المؤسسة بدورة حياة تختلف في كل مرحلة من مراحل حياتها معظم معطياتها، من الأرباح المحققة وبالتالي التوزيعات ومعدل نموها ففي مرحلة النمو تشهد أرباحها نمواً سريعاً وهذه الأخيرة تتباطأ في المرحلة الانتقالية وذلك نتيجة لتباطأ معدلات النمو الاقتصادي، ثم تدخل مرحلة النضوج والتي يكون فيها نمو الأرباح بنفس معدل نمو الاقتصاد الوطني ونظراً لقصر الفترة الانتقالية فمعدل النمو يصنف في مرحلتين، مرحلة النمو الأساسي (g1) وتعرف بمرحلة النمو الطبيعي، وتكون هي مرحلة النمو الغير طبيعي (g2) ومنه يمكن تحديد قيمة السهم وفق الطبيعة الموالية:<sup>1</sup>

$$V = \frac{D_0(1 + g_1)}{K - g_1} + \left[ 1 - \left( \frac{(1 + g_1)}{1 + K} \right)^n \right] + \left( \frac{(1 + g_1)}{1 + K} \right)^n \frac{D_0(1 + g_2)}{K - g_2}$$

ب. **نسب السعر كمدخل لتحديد القيمة (Price Ratios):**

ويعتمد هذا المدخل في تحديد قيمة السهم على الأسعار السوقية للأسهم وهذا من خلال ربطها بالموشرات من أهم الطرق التي تكون هذا المدخل هي:

- **نسبة السعر إلى ربحيته (Price/earning ratio):** ويتم حساب هذا المضاعف بالاعتماد على العلاقة الموالية:<sup>2</sup>

$$P/E = P / E_s$$

$E_s$ : ربحية السهم

$P$ : قسمة السهم

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 131.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص: 132.

ويعتبر هذا المضاعف ذا أهمية كونه يمثل دالة إلى معدل النمو في ربحية السهم، فالمستثمر يقيم السهم بناء على معدلات النمو في الربحية ويعرف المحللون أسهم المؤسسات التي تتميز بانخفاض  $P/E$  بأنها أسهم القيمة (Value Stock).  
ولتحديد القيمة الحقيقية للسهم يتم استعمال هذا المضاعف، وذلك كمتوسط نسبة تاريخية مع الأخذ بعين الاعتبار ربحية السهم المتوقعة على أساس معدل النمو المتوقع، باستعمال العلاقة:<sup>1</sup>

$$V = P/E \times E_s(1 + g)$$

• **نسبة السعر إلى التدفق النقدي (Price/Cash-Flow ratio):** تعتبر التدفقات النقدية الناتجة عن الأسهم ذات أهمية بالغة عند تقييم الأسهم وذلك من خلال احتساب نسبة سعر السهم إلى التدفق النقدي ( $P/CF_s$ ) يمكن أن يكون كدالة لنوعية الأرباح كونها تعكس التدفق النقدي الفعلي مما يعني أنها دالة لمعدل النمو في الأرباح ويمكن إيجادها بالعلاقة:<sup>2</sup>

$$P/CF_s R = P/CF_s \rightarrow V = (P/CF_s) \times CF_s(1 + g)$$

• **نسبة السعر إلى القيمة الدفترية<sup>3</sup> (Price/book ratio):** وترجع أهمية هذه النسبة إلى أنها تعتمد على مقياس محاسبي لثروة السهم الواحد، مما يضيف اعتقاد لدى بعض المحللين بضرورة بيع السهم بأكثر من قيمته الدفترية وهذه النسبة إنما هي مؤشر لقدرة خلق الثروة لحملة الأسهم العادية من قبل المؤسسة، وهذا نسبة إلى تكلفتها التاريخية وبالتالي فإن القيمة الحقيقية للسهم تتحدد كما يلي:

$$B = V - (B) \times S_1 - Preferred S - CC - Si$$

$$P/B = P/B \rightarrow V = (P/B) \times B (1 + g)$$

<sup>1</sup> المرجع نفسه. ص: 148.

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 148.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص: 150.

## II. قيمة المؤسسة التي تتداول أوراقها المالية في البورصة:

وتحدد قيمة هذه المؤسسات وفق مجموعة من الطرق والتي تم التطرق لها في العناصر السابقة من هذا الفصل كما يمكن الاعتماد كذلك على طرق أخرى من بينها:

### 1. مضاعف الربحية:

وكما سبق التعرض لهذا المفهوم والمتمثل في إيجاد نسب سعر السهم إلى ربحيته لمؤسسة مثيلة، وإجراء المقارنة مع المؤسسة محل التقييم وذلك من خلال الاعتماد على المساواة الآتية:<sup>1</sup>

$$P / E_s = P^* / EP^*_s$$

ف  $P$ ،  $E_s$  يمثلان على التوالي قيمة السهم السوقية وربحية السهم بعد الضريبة لمؤسسة مثيلة.

و  $P^*$ ،  $EP^*_s$  تمثلان قيمة حقوق الملكية وصافي الربح المتوقع بعد الضريبة للمؤسسة محل التقييم.

فإذا ما تم التوصل إلى مضاعف الربحية بالنسبة للمؤسسة المثيلة، يتم ضرب هذا الأخير في الربح المتوقع بعد الضريبة للمؤسسة محل التقييم مما وصلنا إلى تقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية، وباعتبار أن تطبيق هذا الأسلوب يشترط توفر عدة ظروف ممكن من إجراء المقارنة والمتمثلة في:<sup>2</sup>

#### أ. تماثل النمو والمخاطر:

وهذا لكون نسبة السعر إلى ربحيته تتأثر بهما وهذا التأثير المضاعف بمعدل العائد الذي يطلبه الملاك والذي بدوره يتأثر بالمخاطر التي يتعرض لها هذا العائد دون نسيان تأثير معدل نمو التوزيعات.

#### ب. تماثل الربحية:

فحسب فرانكس وزملائه فإن انتماء المؤسسة إلى نفس الصناعة لا يكفي لاعتبارها مثيلة وذلك لاختلاف دخلها المحاسبي إضافة إلى إجراءاتها المحاسبية المتبعة سواء إذا تعلق الأمر بالإهلاك أو المخزون مما قد يؤدي إلى اختلاف في نسبة السعر إلى ربحيته، فتماثل مؤسستين من حيث التوزيعات ومعدل نموها، والمخاطر قد تؤدي إلى تساوي القيمة السوقية لسهمي المؤسستين لكن مجرد الاختلاف في

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص: 150، 151.

<sup>2</sup> منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص: 510-514.

الاجراءات المحاسبية والتي تؤثر على ربحية المؤسسة قد تؤدي إلى اختلاف في نسبة سعر السهم إلى ربحيته.

## 2. تقييم أصول المؤسسة:

وباعتماد هذه الطريقة يتم تحديد القيمة الحالية لأصول المؤسسة مضافا إليها شهرة المحل وهذا عن طريق خصم التدفقات النقدية المتوقعة الصافية من الالتزامات التي تواجهها المؤسسة إضافة إلى طرح كل من الإهلاك والزيادة في رأس المال العامل إن وجد، للوصول إلى التدفق النقدي المتاح كما سبق الإشارة إليه إضافة إلى مصاريف البحث والتطوير. فحسب الدكتور هنيدي فإنه يجب التفريق بين القوى الحالية للاقتراح الاستثماري والقيمة المتولدة عن الأصول والتي تعني القيمة الحالية المالية للتدفقات من الاستثمارات القائمة إضافة إلى القيمة الحالية للاستثمارات القائمة زيادة إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية من استثمارات مريحة يحتمل تنفيذها مستقبلا ويعتبر كذلك أن القيمة الحالية للاستثمارات القائمة إنما تتكون من التدفقات النقدية لخطوط الإنتاج القائمة، إضافة إلى القيمة الحالية للأصول التي سيتم التنازل عنها عند انتهاء الحاجة إليها وقد صاغ المعادلة الآتية:<sup>1</sup>

القيمة المالية للتدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عن الأصول - [(القيمة المالية للتدفقات النقدية من خطوط الإنتاج القائمة + القيمة التي لا تكون هناك حاجة لها)/ القيمة الحالية للاستثمارات القائمة] + صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة المتولدة عن الفرص الاستثمارية المستقبلية.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص: 515-524.

## المبحث الثاني: النظريات الأساسية المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة:

بعد التطرق لأهم مكونات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية وكذا تكاليفها، الآن يتم التطرق لأهم النظريات الأساسية المفسرة للهيكل المالي:

### المطلب الأول: المنظور التقليدي:

يعد كل من مدخل صافي الربح والمدخل التقليدي إحدى أولى المحاولات لتحديد سلوك المؤسسة لاختيار الهيكل المالي المناسب.

### أولاً: مدخل صافي الربح:

نتعرف على مدخل صافي الربح من خلال التطرق إلى الفرضيات ثم المحتوى التالي:

#### 1. الفرضيات العامة:

يقوم مدخل صافي الربح على الفرضيات التالية:<sup>1</sup>

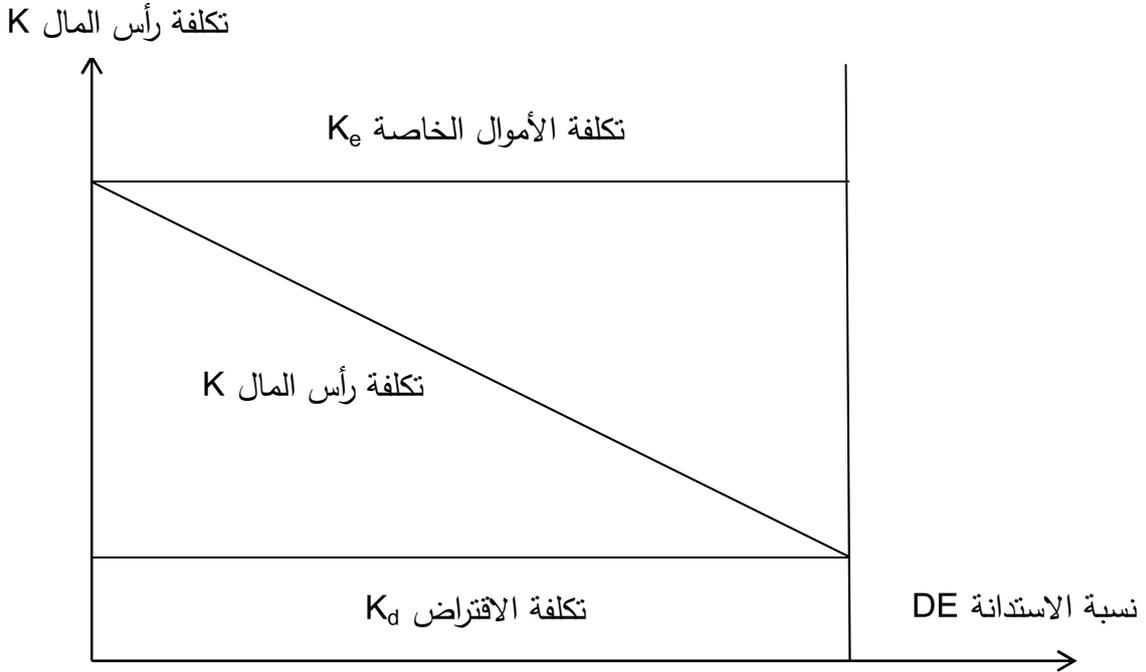
- 1- عدم خضوع أرباح المؤسسة ودخل الأفراد للضرائب.
- 2- سياسة توزيعات لا تتغير بالإضافة إلى قيام المؤسسة بتوزيع كافة الأرباح أي لا توجد أرباح محتجزة، وهذا لما لا يترتب عليه من تغيير في هيكل رأس المال.
- 3- إطار التحليل في سوق مالية كاملة، وهذا يعني انعدام تكاليف المعاملات المالية، توفر معلومات لكل الأشخاص وبشكل مجاني.
- 4- ثبات القيمة الكلية لهيكل رأس المال مع إمكانية التغيير في تركيبته.
- 5- ثبات القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات من سنة لأخرى.
- 6- تجانس توقعات المستثمرين بشأن التوزيع الإجمالي الصافي لربح العمليات.

<sup>1</sup> مصعب دعاس، قرار التمويل في إطار محددات للهيكل المالي لمنظمات الأعمال "دراسة حالة معينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين 2007-2010، مذكرة تخرج ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص:40.

## II. محتوى مدخل صافي الربح:

يرتكز هذا المدخل على مبدأ كل من تكلفة الأموال الخاصة  $K_e$  وتكلفة الاقتراض  $K_d$  وذلك بغض النظر عن تغير نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة في هيكل رأس المال وبما أن التكلفة الخاصة بسبب إمكانية التخفيض الجبائي للمصاريف المالية الناتجة عن الاستدانة، فإن زيادة نسبة الاقتراض يترتب عليها انخفاض في تكلفة رأس المال وارتفاع في قيمة المؤسسة.

**الشكل 01:** ومنه الشكل التالي يوضح العلاقة بين تكلفة رأس المال وبين الاقتراض وفقا لمبدأ صافي الربح.



المصدر: مصعب دعاس، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

ثانياً: نظرية الربح الصافي كمفسر للهيكل المالية:

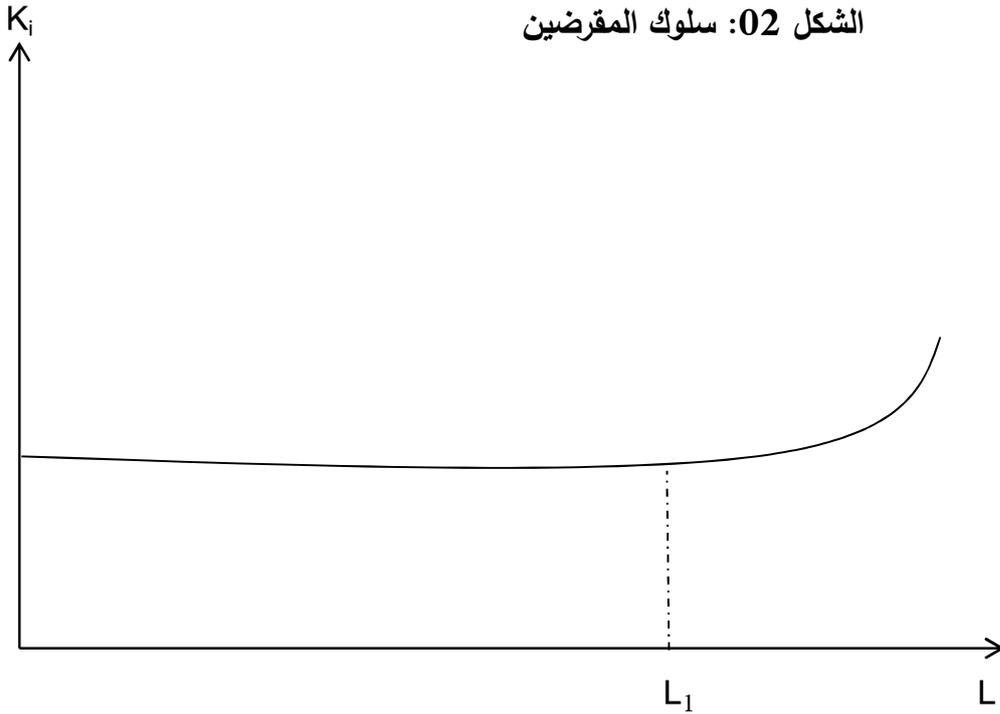
تحدد هذه النظرية علاقات متباينة بين التكلفة الإجمالية للتمويل والهيكل المالي حسب معدل المردودية التي وصلت إليها المؤسسة.

### 1. سلوك المقرضين:

بالنسبة لهذه النظرية تقل استنادة المؤسسة التي تقاس بالعلاقة  $L = D/C$ ، يتوجه المقرضون إلى الرفع من مطالبهم مما يرفع من تكلفة الاستنادة بالنسبة للمؤسسة بصفة عامة فإن تكلفة الاستنادة  $\bar{t}$  يفترض أنها تتغير حسب قيمة  $L$  عبر مرحلتين:<sup>1</sup>

- من أجل  $0 < L < L_1$  أي أنه بالنسبة لمستويات الاستنادة المنخفضة  $K_D$  يبقى ثابت.
- من أجل  $L > L_1$  يبقى المقرضون يشعرون بتفاقم المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة بفعل ثقل مديونيتها فيطلبون مكافآت متزايدة.

في هذه الحالة  $L_1$  لا يمثل المؤشر الذي يحدد حدود الاستنادة وإنما يمثل عتبة دخول المؤسسة إلى مستوى المخاطرة، ففي هذه الحالة يمكن تمثيل العلاقة  $K_D = K_D(L)$  كما يلي:



المصدر: إلياس بن الساسي، مرجع سبق ذكره، ص: 388.

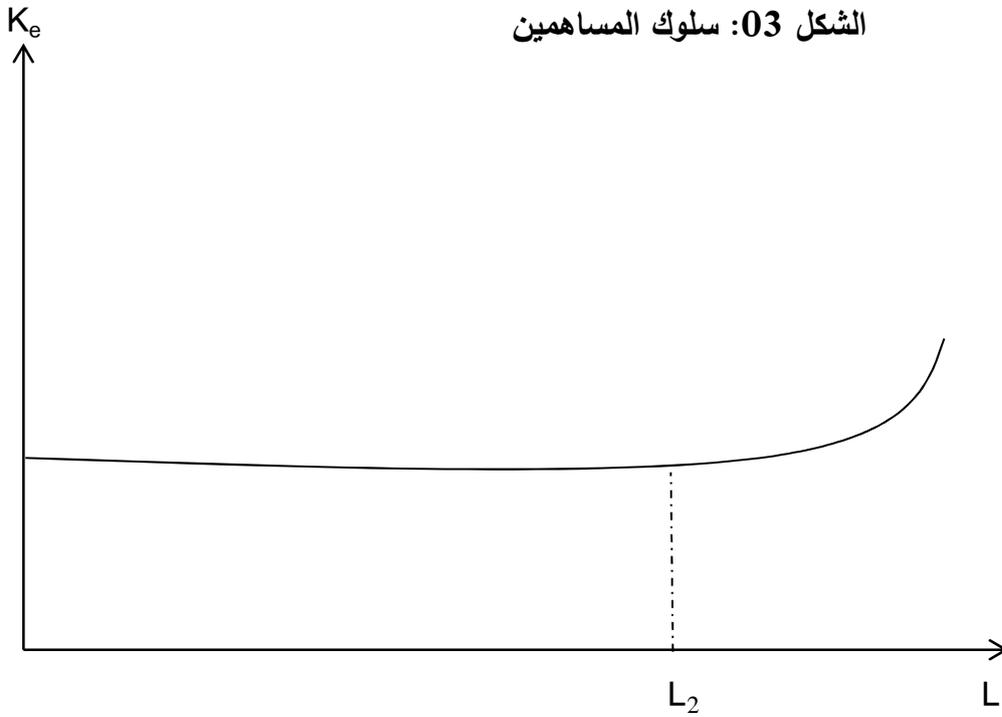
<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ط2، 2011، دار وائل للنشر، ص: 307، 308.

1. سلوك المساهمين:

تقترح هذه النظرية تحليلاً لسلوك المساهمين مشابهاً لتحليل سلوك المقرضين فالمساهمون في المؤسسة يقابلون الارتفاع في  $L$  بتقدير أعلى لمعدل المكافأة المنتظرة من طرف المؤسسة ما يرفع من مستوى تكلفة الأموال الخاصة في بداية التغيرات كتلك التي تتعرض لها تكلفة الاستدانة فالعلاقة  $K_C = K_C(L)$  تكون ثابتة من أجل كل قيم  $L$  من حد معين  $L_2$  فأى تجاوز  $L_2$  يؤدي إلى زيادة في  $K_{CP}$  ، وفي مثل هذه الحالة

$$K_C = K_C(L)^1$$

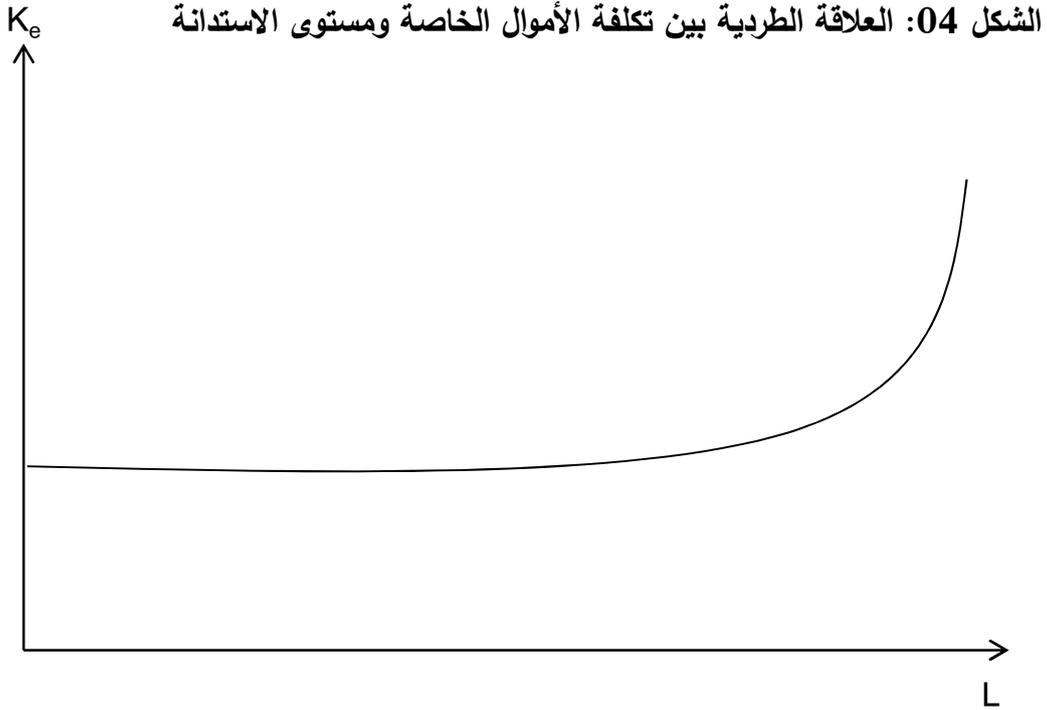
ويمكن تمثيل هذا السلوك حسب الشكل التالي:



المصدر: إلياس بن الساسي، مرجع سبق ذكره، ص: 389.

وحسب الشكل البياني فإن مستوى تكلفة الأموال الخاصة  $K_C$  يمكن تمثيله بعلاقة متزايدة من أجل قيم  $L$  حيث يبين الشكل البياني التزايد المطرد في تكلفة الأموال الخاصة عند زيادة حصة الاستدانة في المؤسسة:

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص ص: 388، 389.

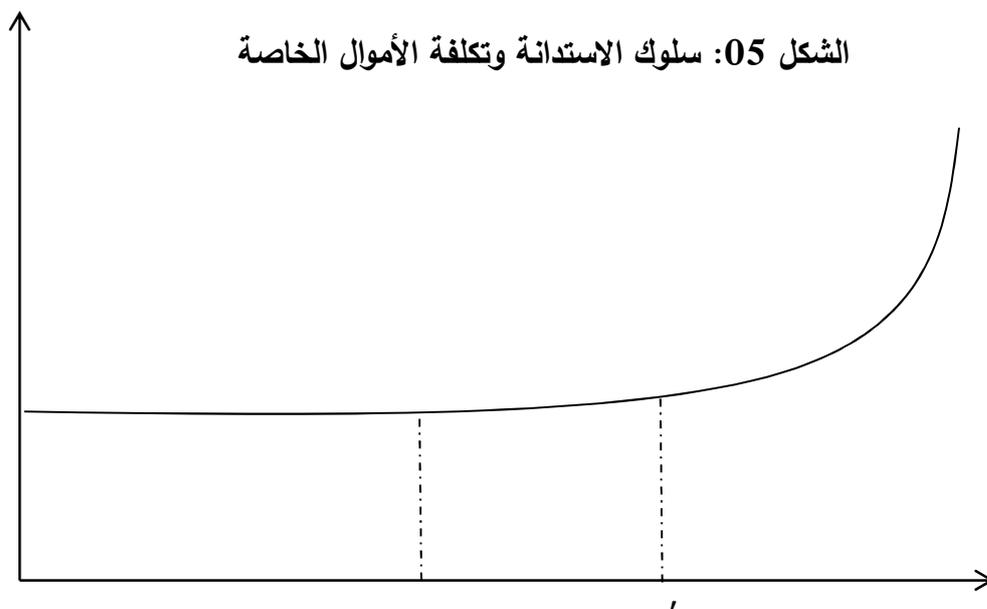


المصدر: إلياس بن الساسي، مرجع سبق ذكره، ص:389.

وأخيرا وحسب تمثيل ثالث لدالة تكلفة الأموال الخاصة، فإنها تعرف 3 مجالات للتغيير.<sup>1</sup>

- من أجل:  $0 < L < L_2$ ، تمثل مستويات منخفضة للاستدانة، ومستوى تكلفة الأموال الخاصة  $K_C$  يبقى ثابتا ويكون لدينا أيضا  $K'_C(L) = 0$
- من أجل:  $L_2 < L < L'_2$  يبدأ المساهمين في رد فعلهم على الارتفاع في الاستدانة فيطالبون بمكافآت متزايدة بمعدل ثابت فيصبح لدينا:  $K'(L) = a$  بحيث  $a > 0$
- وأخيرا من أجل  $L > L'_2$  يعتقد المساهمون أنه تم تجاوز عتبة حرجة فيبدوون في الرفع من مطالبهم بدون توقف، يحدث ذلك كلما ارتفع المعدل  $L$  فيصبح لدينا:  $K'_C = K'_C(L)$  بحيث  $K' > 0$  ومنه يكون لدينا الشكل التالي  $K_C$ :

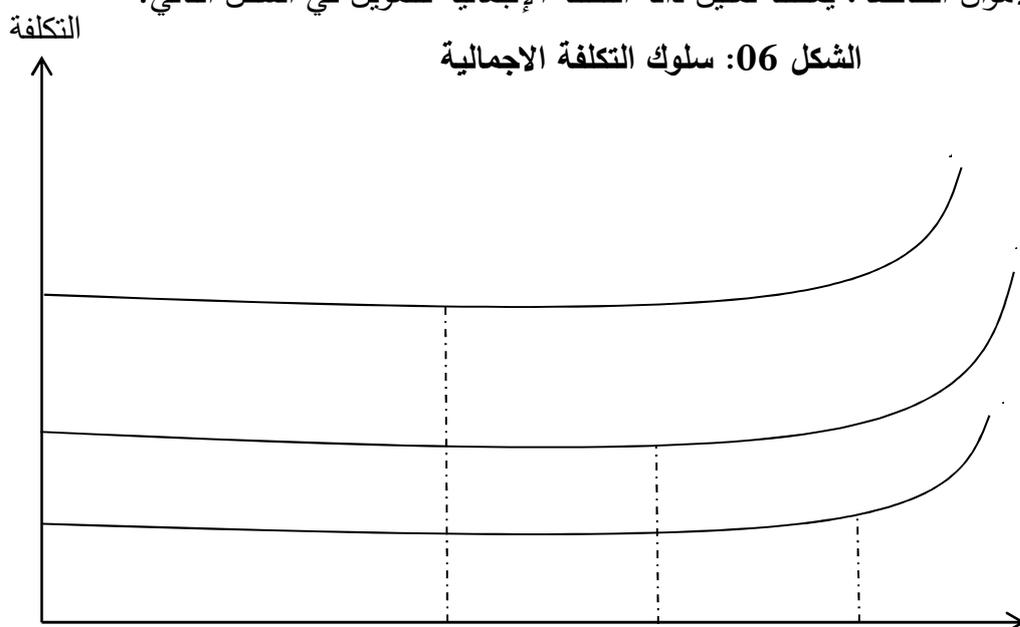
<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص:389، 390.



المصدر: إلياس بن الساسي، مرجع سبق ذكره، ص: 390.

### III. تطور التكلفة الإجمالية للتمويل:

يعد استعراضنا لتحليل تغيرات تكلفة الأموال الخاصة والاستدانة عند ارتفاع  $L$  تحاول هذه النظرية تحليل العلاقة بين مختلف توفيقات التمويل الممكنة، والتكلفة الإجمالية للتمويل للمؤسسة، فإن أخذنا التمثيل الأول بدلالة تكلفة الأموال الخاصة، يمكننا تمثيل دالة التكلفة الإجمالية للتمويل في الشكل التالي:



المصدر: إلياس بن الساسي، مرجع سبق ذكره، ص: 390.

الشكل البياني الممثل للمنحنى الممثل للعلاقة  $K_0 = K_0(L)$  يسمح بالوقوف على الاستنتاجات التالية:<sup>1</sup>

- من أجل:  $0 < L < L_1$ ، حيث  $K_C$  و  $K_D$  ثابتين،  $K_C$  أكبر من  $K_D$  المؤسسة تستطيع أن تستفيد من أثر الرافعة المالية والرفع من استدانتها وفي الحالة  $K_0$  هي دالة متناقصة لـ  $L$ .
- من أجل:  $L < L_1$  حيث تعرف  $K_0$  عدة مجالات تغير، ابتداء من  $L_1$  تعرف تكلفة الأموال الخاصة تزييدا مطردا، فأى ارتفاع في  $L$  يقود إلى آثار عكسية على التكلفة الإجمالية للأموال  $K_0$ :
  - من جهة تكون  $C$  متزايدة وتقود إلى الرفع من  $0$ .
  - من جهة أخرى  $D$  تبقى ثابتة طالما  $L < L_2$  ولدينا كذلك  $K_D < K_C$ .

وفي هذه الحالة تضغط أثر الرافعة المالية على التكلفة الإجمالية للتمويل  $0$  بالانخفاض ولكن بتأثر متعاكس حسب قيم  $L$  و  $L'$  على التوالي:

$$K'(L) < 0$$

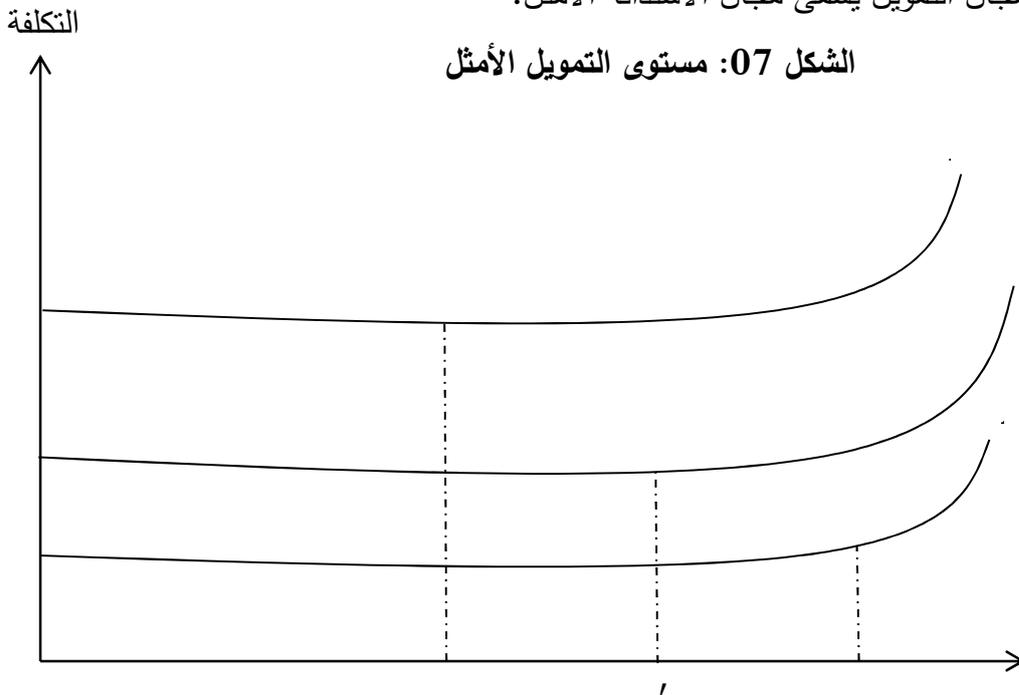
$$K''(L) < 0$$

- خلال المرحلة الأولى من أجل القيم  $1 < L < L^*$  فإن تأثير أثر الرافعة المالية يقتصر على الرفع من تكلفة الأموال الخاصة، أما التكلفة الإجمالية فتستمر في الانخفاض ولكن بشكل متباطئ تدريجيا.
  - من أجل  $L = L^*$  فإن التأثيرين اللذين يكونان على  $K_0$  يتم تحديدهما كليا بحيث يسمح ذلك بتوليد تكلفة دنيا لرأس المال.
  - من أجل  $L > L^*$  فالتكلفة الإجمالية للتمويل ترتفع مع كل ارتفاع في المعدل  $L$ . من خلال ذلك نسجل أنه ابتداء من  $L_2$  فالارتفاع في  $K_0$  يؤدي إلى ارتفاع متزامن لكل من  $K_D$  و  $K_C$ ، فكل المقرضون، يعتقدون أن الرفع من مستوى استدانة المؤسسة يزيد من المخاطرة المالية المقدره من قبلهم، وهذا ينعكس على المؤسسة بارتفاع التكلفة الإجمالية للتمويل.
- هذا التحليل لدالة تكلفة رأس المال يسمح بتحديد هيكل تمويلي أمثل وعتبة محددة بـ:  $L = L^*$  وهي التوفيقه التي تكون من أجلها تكلفة التمويل في حدها الأدنى.

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص ص: 390، 391.

إذا أخذنا تمثيل تكلفة الأموال الخاصة في المنحنى السابق نصل إلى نتائج مختلفة قليلا بالنسبة لبناء دالة التكلفة الإجمالية، فالمنحنى الممثل للتكلفة الإجمالية لا يسمح بتحديث أمثلية محددة بالنسبة لقيمة محددة بـ  $L$ ، بالمقابل تسمح بتحديد مجال "أمثل" بالنسبة لسلسلة من التكلفة الإجمالية الدنيا، فحسب هذا التحليل فإن منحنى تكلفة الأموال الخاصة يعرف تغيرات متباينة على 3 مجالات:<sup>1</sup>

- عندما يكون  $L < L_2$  و  $K_C$  ثابت ففي هذه الحالة عندما يرتفع المعدل  $L$  يبدأ أثر الرافعة المالية في العمل ويؤدي إلى انخفاض التكلفة المالية لرأس المال لأن  $K_D$  أقل من  $K_C$  في كل هذا المجال.
- عندما يكون  $L_2 < L < L'_2$  و  $K_C$  ثابت ففي هذه الحالة فإن الارتفاع في  $K_C$  يمكن تحديده بأثر الرافعة المالية من أجل كل قيم  $L$  في هذا المجال  $K_0$  يبقى ثابت، بفعل المقاصة بين الارتفاع في الأموال الخاصة والانخفاض في التكلفة المرتبطة باللجوء إلى الديون بأقل تكلفة.
- عندما يكون  $L > L'_2$  فإن الارتفاع المطرد لـ  $K_C$  ثم لـ  $K_D$  يؤدي إلى ارتفاع في  $K_0$  لذلك يكون لدينا تمثيل الدالة  $K_0 = K_0(L)$  بمنحنى على شكل الحرف "u" الذي لا يعرف توليفة مثلى، ولكن يحدد مجال التمويل يسمى مجال الاستدانة الأمثل:



المصدر: إلياس بن الساسي، مرجع سبق ذكره، ص: 392.

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص ص: 391، 392.

نستنتج مما سبق ومن خلال الشكل أعلاه أن هذه الطريقة تحاول التدايل على وجود هيكل تمويلي أمثل تكون عنده التكلفة الإجمالية لرأس المال أو التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال في حدها الأدنى.

من جهة أخرى من أجل هذا الهيكل الأمثل<sup>1</sup> فإن التكلفة الحدية للديون تؤول إلى التساوي مع التكلفة الحدية الحقيقية للأموال الخاصة وعموماً ومن أجل مستويات الاستدانة تلك الأقل من هذا المستوى الأمثل، تكون التكلفة الحقيقية للديون تؤول إلى متجاوزة تلك الخاصة بالأموال الخاصة، في مجال يؤدي فيه الارتفاع في المخاطرة المالية إلى ارتفاع سريع في التكاليف الظاهرة والخفية للاستدانة، وبالتالي فالمؤسسة تستطيع من الناحية العملية ممارسة تأثيرها على تكلفة تمويلها بفعل تأثيرها على هيكل تمويلها.

خصوصية هذا التحليل تتمثل في ثابت  $K_D$  و  $K_C$ ، هذا الثبات يدل على أن المقرضين لا يقومون بأي رد فعل عند تغير الهيكل المالي ولا يغيرون في مطالبهم تبعاً لهذه التغيرات، وأن تزايد الاستدانة الذي من المفروض أن يزيد في المخاطرة المالية للمتعاملين مع المؤسسة لا ينعكس على سلوكهم في شكل زيادة طلبهم لمكافآت إضافية.

بالمقابل فإن تناقص الاستدانة من المفروض أن يحسن صورة المؤسسة في نظر المساهمين ويساعد على الحصول على ديون أقل كلفة لكن هذه الفرضية لا تأخذ في الاعتبار في ظل هذا التحليل تحت فرضية أن  $K_C$  و  $D$  مستقلين عن الهيكل المالي.

### المطلب الثاني: نظرية مودقلياني وميلر (Modgiliani et Miller):

يتم التعرف على مودقلياني وميلر من خلال التطرق إلى الفرضيات ثم المحتوى كالتالي:<sup>2</sup>

#### أولاً: فرضيات نظرية (النموذج):

لقد قام هذا النموذج بتفسير أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة بناءً على الفرضيات التالية:

1- إتاحة المعلومات حول المؤسسات في السوق بشكل مجاني.

2- حرية شراء المستثمر للأوراق المالية حسب رغبته.

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص:393.

<sup>2</sup> حسن عطا غنيم، دراسات في التمويل والتحليل المالي، 2005، المكتبة الأكاديمية، مصر، ص:507.

3- رشادة وعقلانية المستثمر.

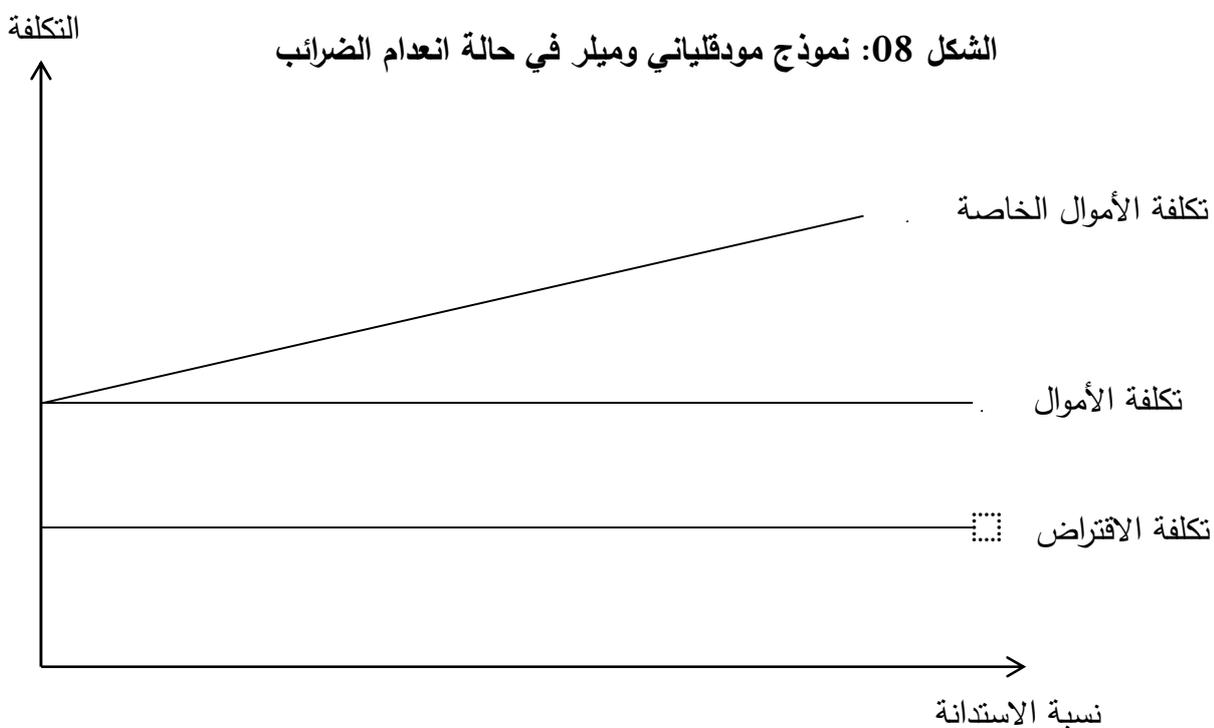
4- ليس للديون مخاطر كما ان تكلفتها متماثلة لكل المساهمين.

5- ثبات النتيجة قبل الضرائب والفوائد المقدرة في كل الفترات.

ثانيا: محتويات النموذج:

1. في حالة عدم وجود الضرائب:

لقد قام العالمان بتفسير أمثلية الهيكل المالي في النموذج عام 1958م والذي يتميز بانعدام الضرائب كما أن المؤسسة تنشط في محيط يتميز بالكفاءة الكاملة للأسواق المالية وذلك كما يلي:



المصدر: حسن عطا غنيم، دراسات في التمويل والتحليل المالي، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص:507.

التعليق: يرتكز هذا النموذج على أن قيمة المؤسسة تتوقف على مقدار العوائد المتأتية من استثمارات المؤسسة، بغض النظر عن هيكل رأسمال المؤسسة وبالتالي لا يتحقق هيكل مالي أمثل وكذا المخاطر التي تعترض سبيل هذا الاستثمار وينبغي أن تتساوى كل من قيمة المؤسسة، وقيمة الاستثمارات زيادة ونقصان حيث تحسب قيمة المؤسسة كالآتي:

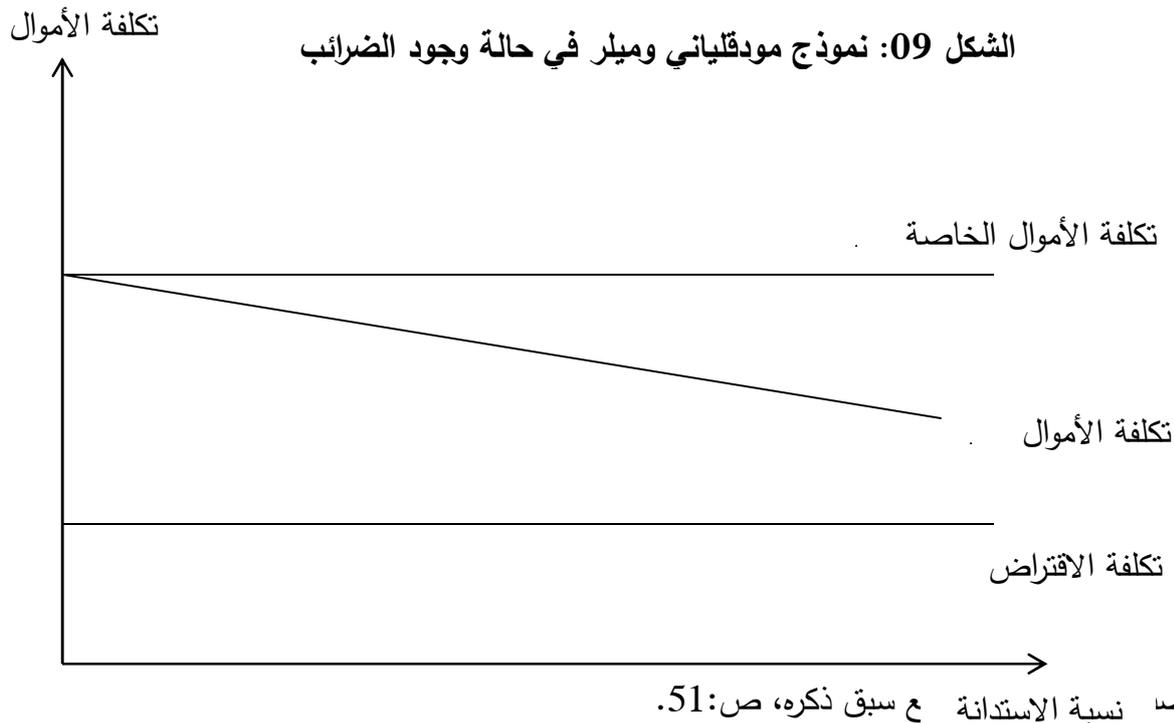
$$V = \frac{E}{K_c}$$

حيث:  $V$ : قيمة المؤسسة،  $E$ : العائد قبل دفع الفوائد والضرائب،  $K_c$ : التكلفة المتوسطة المرجحة للأعمال.

أي أن تكلفة التمويل ثابتة لكل المؤسسات المتماثلة في المخاطر وأنها مستقلة عن تحركات الهيكل المالي، فهي لا تستجيب لأي تغيرات في الديون أو الأموال الخاصة بالمؤسسة ولكنها تمثل ذلك المتغير المستقل الذي يحدد قيمة المؤسسة لأنه بمعرفة العائد المتوقع قبل الفائدة والضريبة وكذلك تكلفة التمويل، فإنه يمكن التوصل لتحديد قيمة المؤسسة.

## II. في حالة وجود الضرائب:

في مقال نشره مودقلياني وميلر سنة 1963م، اعترفا بالدور المهم للمديونية في التمويل، نظرا لما تحققه من تخفيض في الضرائب، مستنتجين بذلك أن الهيكل المالي الأمثل يتمثل في تعظيم الاستدانة وبما أن التكاليف المالية هي تكاليف تدرج في جدول حسابات النتائج التي تخفض من المبلغ الفاضل للضريبة من ثم تحقيق اقتصاد في الضرائب الشيء الذي يحدث اختلافا في النتائج الجبائية لمؤسستين احدهما تعتمد فقط على الأموال الخاصة والأخرى تضيف إلى الأموال المقترضة.



**التعليق:** من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أنه ابتداء من مستوى معين لنسبة الاقتراض فإن أي زيادة في الاقتراض تؤدي إلى انخفاض ضئيل في تكلفة رأس المال  $K$ .

في حالة وجود الضريبة على أرباح الشركات فإنه بالنسبة للمؤسسة التي لا تعتمد على القروض فإن قيمتها تكون كما يلي:  $T =$  معدل الضرائب.

- بالنسبة للمؤسسة التي تعتمد على القروض في هيكل رأسمالها الربح قبل الفوائد وبعد دفع الضرائب (B) يساوي إلى:

$$B = E + (EBIT - K_d D)T = EBIT(1T) + T$$

وبالتالي تكون قيمة المؤسسة المقترضة تساوي:

$$V_L = \frac{E}{K_e} (1 - T) + \frac{T}{K_d} (1 - T) = V'' + TD$$

$T$  القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض.

وعليه فإن الهيكل المالي المثالي هو ذلك الهيكل الذي تكون به أكبر نسبة اقتراض ممكنة وفي هذه الحالة سوف تتخفض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن.<sup>1</sup>

### ثالثاً: انتقادات النموذج (فرضياته):

قدم مودقلياني وميلر عملية المراجعة ويكمن القصور فيما افترضاه من ضرورة توافر فرضية اكتمال سوق رأس المال (Perfect Capital Market) والذي يتوقع أن تؤدي فيه عملية المراجعة دورها أنه في حالة نقص أو عدم اكتمال سوق رأس المال المتوقع أن تفشل عملية المراجعة ومن ثم سوف يحدث تفاوت بين القيمة السوقية للشركة المستخدمة للاقتراض والتوازن لسوق رأس المال يؤدي ذلك للأسباب الآتية:<sup>2</sup>

1- الإفتراض القائل بأن الأفراد والشركات يمكنهم الاقتراض والاقتراض بنفس معدل الفائدة إفتراض غير صحيح من الناحية العملية لأن حجم وأصول الشركات تجعل لديها قدرة على الاقتراض لمعدلات فائدة أقل من الأفراد.

2- ليس من الصحيح أن "الرفع المالي الشخصية"، هو بديل "الرفع المالي للمنشأة" فوجود مسؤولية محدودة (limited liability) للشركات مقابل مسؤولية غير معدودة الأفراد تضع كل الشركات والأفراد في مواضع مختلفة داخل سوق رأس المال فإذا اقتربت الشركة المقرضة من الإفلاس فسوف يفقد المستثمرين جزء من ثرواتهم المستثمرة في الشركة.

3- إن افتراض عدم وجود تكلفة للمعاملات- تكلفة شراء وبيع الأوراق المالية- أيضا اقتراض غير واقعي، وفي ظل تحمل المستثمر لتكلفة عمليات أثناء قيامه بعملية المراجعة، فقد تطيح هذه التكاليف بأي مزايا ناجمة عن المراجعة ذاتها.

4- إن عدم وجود ضريبة على الدخل أمر غير واقعي ولو أن مودقلياني وميلر أسقطا هذا القرض فيما بعد وسوق تتناوله بالتفصيل وأن وجود الضريبة يجعل تكلفة الاقتراض أقل من المعدل الفعلي للفائدة نظرا لمزايا الضريبة التي تحصل عليها الشركة من الاقتراض والمتمثلة في الوفورات الضريبية.

<sup>1</sup> كنزة بلدي، مرجع سابق، ص: 51.

<sup>2</sup> محمود صالح الحناوي، الإدارة المالية، التحليل المالي للمشروعات الجديدة، 2009، المكتب الجامعي الحديث، ص: 326، 327.

## المطلب الثالث: نظرية التوازن:

نظرية التوازن تظم كل من تكلفة الإفلاس وعدم تماثل المعلومات والتمويل السلمي كما يلي:<sup>1</sup>

## 1. تكلفة الإفلاس:

حسب (Malécot 1984) فإن تكاليف الإفلاس من الصعب تجاهلها باعتبار أنها تشمل مجموعتين من التكاليف: المجموعة الأولى تضم تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، تكاليف إعادة التنظيم، تكاليف مالية، تكاليف الإنابة، تكاليف البيع القصري والمستعجل، الأصول والتكاليف الجماعية، بينما تظم المجموعة الثانية من التكاليف تكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أي المصدقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة).

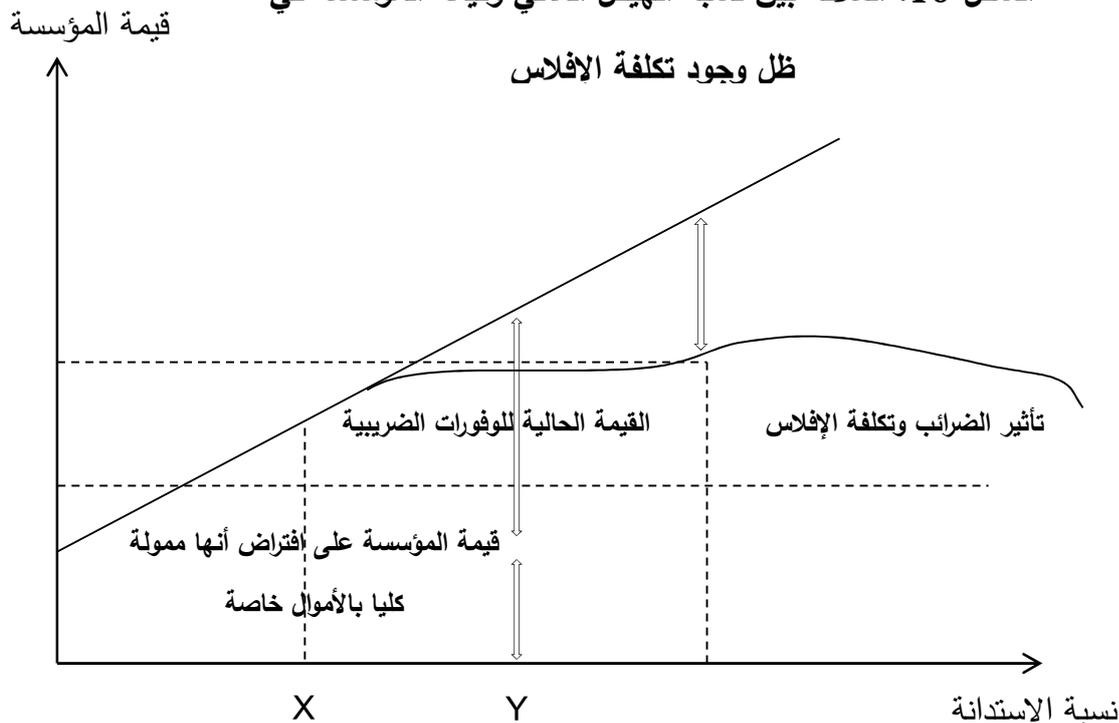
كما يدل (Harris et Roviv 1991) على أهمية هذه التكاليف أي أنه في العديد من الدول يعتبر القانون المتعلق بالتصفية بعدا متضمنا في عقد الدين، فالتشريعات المتعلقة بالإفلاس من جهة والتطبيق الصارم نسبيا لحقوق المدينين من جهة ثانية زاد من احتمال متابعة مسيري المؤسسات المستدينة. فزيادة مخاطر الإفلاس تترتب عنها زيادة معدل المردودية المنتظر من الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة، الأمر الذي يعني ارتفاع تكلفة رأس المال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية، يترتب على الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الإفلاس ولا يقتصر مفهوم هذه التكاليف على المصاريف الإدارية والقانونية التي تصاحب عملية الإفلاس ولا يقتصر مفهوم هذه التكاليف على المصاريف الإدارية والقانونية التي تصاحب عملية الإفلاس، بل يمتد ليشمل الانخفاض في قيمة الأصول إذ من المتوقع أن تكون إيرادات بيع أصول المؤسسة أقل من قيمتها المحاسبية.

ليس هذا فقط بل إن مفهوم تكلفة الإفلاس يتضمن أيضا الخسائر (أو الهبوط المحتمل في الأرباح) نتيجة انخفاض أداء المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس.

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص ص: 413-415.

يوضح الشكل التالي أنه من البداية تبدأ تكلفة رأس المال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة X وحينئذ تستمر في الانخفاض ولكن بمعدل أقل من ذي قبل وعندما تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة Y تبدأ تكلفة رأس المال في الارتفاع، وذلك على النحو التالي:<sup>1</sup>

الشكل 10: العلاقة بين نسبة الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس



المصدر: منير ابراهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص:669.

## II. عدم تماثل المعلومات:

نظراً للوضع المفضل والموقع الذي يتواجد فيه المسيرين، فإنه بإمكانهم الحصول على معلومات حول مشاريع المؤسسة دون وعلى الموقع، تحاول الفئة القائمة على الإدارة والتسيير احتكار بعض المعلومات ولا (Pouvoir) المساهمين وحرصاً على السلطة لا تصدر إلا المعلومات التي تخدم مصلحتها (كنشر معلومات حول جودة التسيير) وهذا ما يحول دون إطلاع الأطراف الأخرى على الصورة الكاملة والحقيقية عن المؤسسة وهذا ما يدعى بعدم تماثل المعلومات، ولتوسيع هذا المفهوم، فإن عدم تماثل المعلومات قد ينتج عن إصدار

<sup>1</sup> منير ابراهيم هنيدي، مرجع سابق، ص:669.

معلومات من جهة معينة نحو عدة أطراف أخرى ولكن لا تفهم بنفس الأسلوب، حيث يكون هذا الغموض أو الخطأ في الفهم مقصودا من قبل جهة إصدار المعلومة.

ومن بين أساليب التقليل من درجة عدم التماثل في المعلومة بين المسيرين والملاك، القيام بإجراء عرضي عمومي للادخار أو التوظيف الخاص بالأموال، مما يرفع من عدد المساهمين ويخفض نظريا من ممارسة المسيرين للسلطة على التدفقات النقدية للمؤسسة إلى جانب أسلوب احتكار وتسيير وإدارة المؤسسة من قبل المساهمين الأكثر سيطرة على ملكية المؤسسة.<sup>1</sup>

### III. نظرية التمويل السلمي:

يرى الباحث نورتن أن على عكس النظرية المالية فإن التغييرات المرتبطة بإفلاس تكلفة الوكالة وعدم تماثل المعلومات ذات دور ضعيف في اختيار هيكل مالي معين ويبدو أن المسيرين يتبنون غالبا ترتيبا في عملية التمويل حيث يستعملون إلى أقصى حد يمكن التمويل الداخلي وفي حالة عدم كفاية هذا الأخير يتم اللجوء إلى الاستدانة قبل الأموال الخاصة.

لقد استبعدت هذه النظريات فرضية وجود نسبة مثلى للهيكل المالي واستندت هذه النظرية إلى فرضية عدم التناظر في المعلومة ليس فقط بين المؤسسة (المسيرين) والأطراف الخارجية المهمة بمستقبل المؤسسة، وإنما أيضا بين الأطراف داخل المؤسسة لذلك فإن المؤسسة تعتمد تمويلا بحسب الترتيب والأولوية وليس السعي إلى تحقيق هيكل مالي أمثل والواقع أن هذه الأولوية في الترتيب تتحدد بدلالة الأهداف الموضوعية من قبل مسيري المؤسسة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، عدد 7، 2009-2010، ص: 319.

<sup>2</sup> مصعب دعاس، مرجع سابق، ص: 41.

## المبحث الثالث: النظريات المعاصرة وتفسيرها لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة:

### المطلب الأول: نظرية التبادل:

#### I. أساسيات النظرية (Essentials of theory):

افترض مودقلياني وميلر عام 1958م في نظريتهما أن القيمة السوقية للمنشآت لا تعتمد في هيكل رأس مالها بافتراض غياب الضرائب وفي النظرية المصححة 1963م وبعد ادخال الضرائب إلى أن استخدام التمويل المقترض في هيكل رأس المال من شأنه أن يؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة ومن أهم ما يميز نظرية التبادل هو ادخال بعض التعديلات على النظرية المصححة لمودقلياني وميلر، باحتساب كلف التمويل المقترض وموازنتها مع القيمة الحالية للوفورات الضريبية.<sup>1</sup>

كما يصف بريلي مايلز هذه النظرية تجمع بين آراء مودقلياني وميلر وتأثيرات الضرائب أما jim فيصف نظرية التبادل بأنها نظرية معاصرة تصف هيكل رأس المال من خلال التبادل بين كلف العسر المالي والوفورات الضريبية.

#### II. الافتراضات الرئيسة للنظرية:

تسلم نظرية التبادل في هيكل رأس المال بالآتي:

- 1- توجه المنشأة إلى وضع نسب المديونية إلى القيمة (P/V) مستهدفة وبشكل تدريجي، وبالطريقة نفسها تعدل المقسوم لغرض الوصول إلى نسبة الدفع المستهدفة من قبل المنشأة.
- 2- عدم وجود كلف لتعديل هيكل رأس المال للمنشأة إذ أنها قد تكون موجودة لكن بنسبة منخفضة.
- 3- إن نسب المديونية المثلى للمنشأة يمكن تحديدها من خلال التبادل بين كلف ومنافع الاقتراض مع الاحتفاظ بموجوداتها وخططها الاستثمارية المستقرة وإن هذه النسبة تساهم في تعظيم قيمة

<sup>1</sup> محمد إبراهيم علي العامري، مرجع سابق، ص: 213-215.

المنشأة وذلك من خلال الموازنة بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية وكلف العسر المالي والوكالة، وإن نسبة المديونية هذه تكون معتدلة.

4- إن أسواق رأس المال هي أسواق ذات أداء جيد وبهذا فهي تستجيب للضرائب المختلفة والتي تنقسم إلى الضرائب على دخل الشركة والضرائب الشخصية على دخل المستثمرين والمتمثلة بالضريبة الشخصية على الفوائد والضريبة الشخصية على دخل الأسهم.

5- قيام المنشأة باستبدال الدين بالملكية أو الملكية بالدين لحين تعظيم قيمة المنشأة وإن أي منشأة بإمكانها وضع مجموعة من هياكل رأس المال المستهدفة والتي تحقق حالة التوازن بين كلف ومنافع الرافعة إذ أن بعض هذه الهياكل تعظم قيمة المنشأة.

### III. الصيغة الرياضية للنظرية:

وبحسب النظرية المصححة لمودقلياني وميلر، فإن قيمة المنشأة المرفوعة تساوي قيمة المنشأة الممولة بالملكية بشكل كامل مضافا لها الوفرات الضريبية وكما يلي في المعادلة الآتية:<sup>1</sup>

$$V_L = V_u + T_C P \dots (1 - 5)$$

$$V_L = [(E - T)(I - T)/K_u] + T_C D$$

حيث أن:  $V_L$ : قيمة المنشأة المرفوعة.

$V_u$ : قيمة المنشأة الممولة بالملكية بشكل كامل.

$T_C P$ : الوفر الضريبي.

$K_u$ : معدل الخصم (كلفة التمويل الممتلك).

وبشكل معاصر تصبح قيمة المنشأة وفق نظرية التبادل تساوي قيمة المنشأة ممولة بالملكية مضافا لها القيمة الحالية لوفورات الضريبة مطروحا منها القيمة الحالية لكلف الافلاس والعسر المالي والوكالة.

<sup>1</sup> محمد إبراهيم علي العامري، مرجع سابق، ص: 216، 217.

$$V_T^* = V_u + P_v(T) - (P B c_i + P f d c_i + P n a c_i \dots) \quad (2-5)$$

حيث أن:  $P_v(T)$ : القيمة الحالية للوفورات الضريبية  $V_T^*$  قيمة المنشأة وفق نظرية التبادل

$P B c_i$ : القيمة الحالية لكف الإفلاس

\*\* : بالنسبة للشركات القائمة لا توجد كف إفلاس.

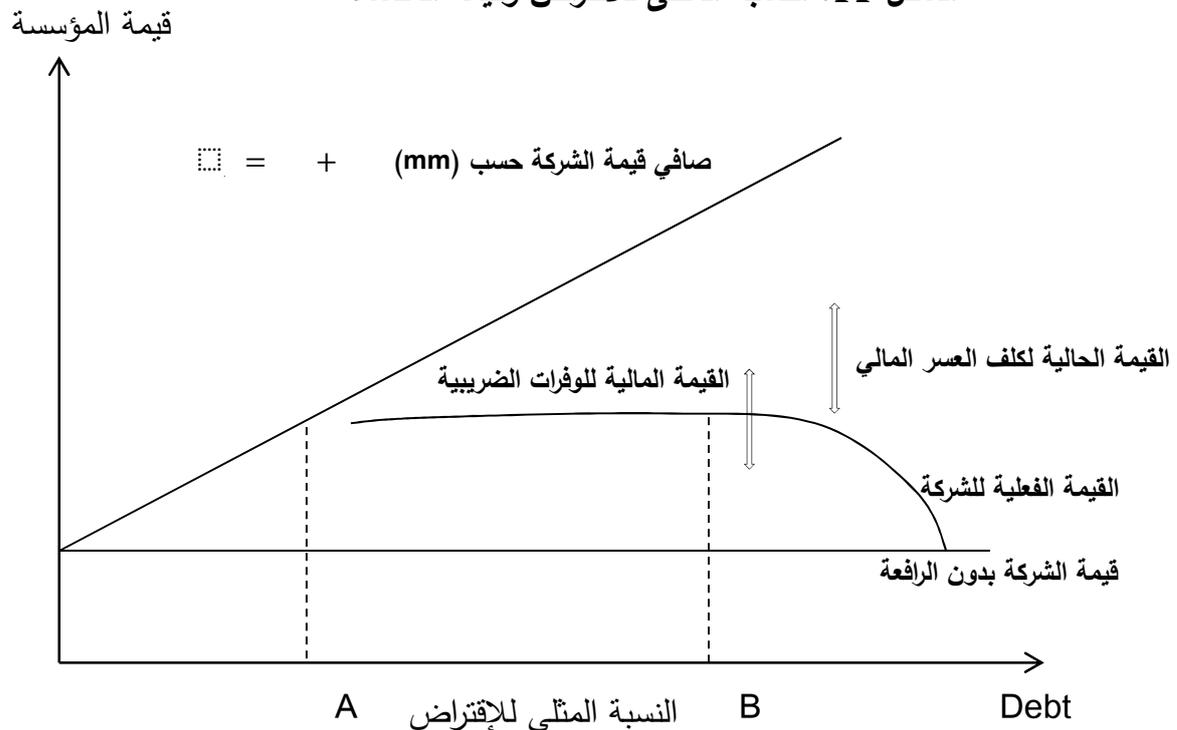
$P f d c_i$ : القيمة الحالية لكف العسر المالي.

$P n a c_i$ : القيمة الحالية لكف الوكالة.

#### IV. الشكل البياني للنظرية:

يتبين من الشكل (1-5) أن التبادل بين المنافع المتأتبة من الوفر الضريبي الناجم عن التمويل المقترض، والكلف الناجمة عن ذلك التمويل والمتمثلة في كلف العسر المالي، والوكالة، الافلاس يؤدي إلى تحديد نسبة التبادل بين الوفورات الضريبية وكلف العسر المالي والوكالة والافلاس يحدد هيكل رأس المال الأمثل المستهدف في المديونية، إذ تتفاوت قيمة المنشأة بتفاوت قيمة مصادر التمويل الممتلك والمقترض:

الشكل 11: النسبة المثلى للاقتراض وقيمة المنشأة



المصدر: محمد إبراهيم علي العامري، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 217.

## V. الوفورات الضريبية (Tax Shields):

### 1. المفهوم والأهمية:

إن الفرق بين المنشأة التي تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأس مالها عن المنشأة التي تعتمد فقط على التمويل ممتلك رأس مالها يكمن في مقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية.<sup>1</sup>

وتتجسد أهمية الوفورات الضريبية في كونها إحدى نقاط الجدول الرئيسي التي قللت الفجوة بين النظرية التقليدية ونظرية مودقلياني وميلر وهذا ما أشاروا إليه في مقالته التي قدموها عام 1963م تحت عنوان (ضرائب دخل الشركة وكلفة رأس المال، تصحيح) وقيمة المنشأة لا تعتمد على هيكل رأس مالها باستثناء ما يتعلق بالقيمة المضافة الناجمة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية للدين، كما ان استخدام التمويل المقترض في هيكل رأسمال المنشأة يؤدي إلى تحقيق الوفورات الضريبية التي تساهم في تعظيم

<sup>1</sup> محمد إبراهيم علي العامري، مرجع سابق، ص: 220.

قيمة المنشأة وزيادة ثروة المساهمين، كذلك يقلل من كلفة التمويل ويمثل مصدر التمويل الخارجي الأقل كلفة ومخاطرة.

## 2. العوامل المؤثرة في الوفورات الضريبية:

تعتمد الوفورات الضريبية على عدة عوامل تتفاوت أهميتها من منشأة إلى أخرى متأثرة بالعوامل الآتية:<sup>1</sup> حجم الاقتراض، التدفق النقدي الداخلي، المعدلات الضريبية، مورتن ميلر والضرائب الشخصية والسيولة المالية.

## 3. احتساب القيمة الحالية للوفورات الضريبية:

تحسب القيمة الحالية للوفورات الضريبية باستخدام المعادلات التالية:<sup>2</sup>

$$i r \quad p \quad = R \quad o \quad d \quad \times A \quad B \quad \dots (3 - 5)$$

$$= R_D \times D$$

مدفوعات الفائدة = معدل الفائدة على الدين × مبلغ الدين

حيث أن:  $R_D$ : معدل الفائدة على الدين.

$D$ : مبلغ الدين (قيمة الدين)

ومن ثم يتم استخراج القيمة الحالية للمدفوعات الضريبية كما يأتي:

$$P \quad T \quad shi \epsilon$$

$$= C \quad T \quad r_i$$

$$+ E \quad i r \quad p c \quad \dots (4 - 5)$$

$$P \quad T \quad shi \epsilon = T_C(R_D P) / R_D \dots (5 - 5)$$

حيث أن:  $T_C$ : معدل الضريبة على دخل المنشأة.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص: 221-223.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص ص: 223، 224.

القيمة الحالية = معدل الضريبة (معدل الفائدة × الدين) / معدل الفائدة = معدل الوفر الضريبي  
 X مبلغ الدين موفورات الضريبة.

وتوضح المعادلة (5-5) أن الوفورات الضريبية يتم خصمها بمعدل الخصم الذي هو معدل الفائدة نفسه على الدين، إذ أن مخاطرة الوفورات الضريبية هي المخاطرة نفسها لمدفوعات الفائدة على الدين  $R_D$  والذي يطلبه الدائنون.

## VI. كلف العسر المالي:

### 1. المفهوم:

تواجه الشركات حالة العسر المالي عندما لا تستطيع الإيفاء بالتزاماتها للدائنين أو عندما تواجه صعوبة في إمكانية الإيفاء بالتزاماتها المالية، وفي حال استمرار أو تكرار حالة العسر المالي، قد ينتهي الحال بالشركة إلى الإفلاس إن كان العسر المالي باهض الكلفة، وإن المستثمرين على علم بأن المنشأة المرفوعة تتعرض إلى حالة العسر المالي و الذي ينعكس في القيمة السوقية للأوراق المالية للمنشأة، وبهذا فإن كلفة العسر المالي تعد أحد أنواع المخاطر التي تواجهها المنشأة نظامية أو غير نظامية على الرغم من أن اعتقاده الشخصي بأنها مخاطرة نظامية ويأتي تأكيد Bonjia على أن كلف العسر المالي تعد مخاطر نظاميا إذ أنها تتعلق بأداء أعمال المنشأة و العلاقات بين المالكين والمدراء. إن حالة العسر المالي تحدث فقط للمنشآت التي تعتمد على التمويل المقترض في هيكل رأس مالها، أما المنشآت التي لا تقترض فإنها لا تتعرض لها لذلك فإن حجم التمويل المقترض و كلفة الفائدة واحتمالية انخفاض الأرباح كلها تؤدي إلى العسر المالي وهذا ما يقلل من قيمة المنشأة، و يرفع من كلفة رأس مالها.<sup>1</sup>

### 2. العوامل المؤثرة في العسر المالي:

- نسب الاقتراض.

<sup>1</sup> محمد إبراهيم علي العامري، مرجع سابق، ص ص: 220، 225.

- حجم الكلف عند حدوث العسر المالي.
- الاستراتيجيات المتبعة من قبل المنشأة.

### 3. الإستراتيجيات التي قد تتبعها المنشأة عند حدوث حالة العسر المالي:

وتتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

- استراتيجية كسب الوقت.
- استراتيجية نقل المخاطرة و فرض النمو.
- توزيع المقسوم بدلا من الاستثمار في فرص النمو.
- إن القيمة السوقية لأسهم المنشأة سوف تنخفض بأقل من مبلغ المقسوم المدفوع بسبب أن الانخفاض في قيمة المنشأة سوف يتحمله الدائنون أيضا (يتقاسمه الدائنون مع حاملي الأسهم).
- تغيير سياسة الاقتراض.
- نوع الموجودات.

### 4. مؤشرات التنبؤ بحالة العسر المالي:

يمكن استخدام مجموعة من نسب التحليل المالي للتنبؤ بحالة العسر المالي التي تقيس قدرة المنشأة على الايفاء بالتزاماتها اتجاه الدائنين، إذ أن هذه النسب تساهم في تخمين احتمالية العسر المالي، إن اعتماد المنشأة على التمويل باستخدام القروض يحملها مسؤولية الايفاء بالتزاماتها في مواعيد استحقاقها ولأغراض التنبؤ بقابلية المنشأة لمواجهة هذه الالتزامات لابد من الاستعانة بمجموعة من نسب الرافعة منها:<sup>2</sup>

أ.  $\text{نسب المديونية} = \text{إجمالي الديون} / \text{إجمالي الموجودات}$ :

إن ارتفاع هذه النسبة يعد مؤشرا لارتفاع المخاطرة ولاسيما عندما تصل غلى أكثر من 50% فهو مؤشر إلى أن موجودات المنشأة لا تغطي مطلوباتها مما يؤدي إلى زيادة احتمالية العسر المالي، وعلى

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص: 225-227.

<sup>2</sup> محمد إبراهيم علي العامري، مرجع سابق، ص ص: 227، 228.

الرغم من أن التمويل المقترض يعد مصدر التمويل الذي يحقق الوفورات الضريبية، إلا أن الاقتراض الإضافي يؤدي إلى ارتفاع المخاطرة المالية وارتفاع كلف العسر المالي ومن ثم انخفاض قيمة المنشأة. إن قياس نسب المديونية باحتساب إجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات بشكل يشكل من الأهمية قياسها إلى الأصول التي تم اقتراضها إذ يتضمن الدين كل من المطلوبات المتداولة، والطويلة الأجل.

#### ب. نسب الديون الطويلة الأجل إجمالي رأس المال:

إذ أن الديون الطويلة الأجل هي جزء من إجمالي رأس المال الذي يتضمن أيضا الملكية ومطلوبات أخرى.

#### • نسبة الديون إلى إجمالي رأس المال = ديون طويلة الأجل/إجمالي رأس المال:

تعد هذه النسبة مؤشرا جيدا للتنبؤ لحالة العسر المالي عند ارتفاعها بشكل متزايد ومن الملاحظ أنه عندما تكون نسبة المديونية مرتفعة، يحدث انخفاض في الأرباح قبل الفائدة والضريبة فإن هناك احتمالا كبيرا بعدم امكانية المنشأة من تغطية التزاماتها المالية الناتجة والمتمثلة بالفائدة على الدين ودفعات تسديد القرض، الأمر الذي قد يعرضها للإفلاس.

#### ج. مرات اكتساب الفائدة (تغطية الفائدة):

ويعد مقياس آخر للرافعة المالية وهو احتساب المدى الذي يتم تغطية الفوائد بالأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) ويمكن استخدام الصيغة الآتية:

$$\text{مرات اكتساب الفائدة} = \frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الفوائد}}$$

وتستخدم هذه النسبة في قياس المدى الذي يمكن فيه للأرباح الانخفاض دون أن يؤدي ذلك إلى عجز المنشأة عن تسديد الفوائد الدورية المستحقة للدائنين ومن ثم التعرض لطائلة الاجراءات القانونية عند مواجهتها حالة الافلاس.

### 5. حساب كلف العسر المالي:

وفقا للاعتقاد السائد بأن تعظيم قيمة المنشأة يكون عند تدنية كلفة رأس المال، أي ان الحد الأدنى لقيمة المنشأة يرتبط بالحد الأدنى من كلفة رأسمال المنشأة، فإنه يمكن قياس التكلفة الكلية باستخدام طريقة المعدل الموزون لكلفة رأس المال (WACC) وعلى النحو التالي:<sup>1</sup>

إذ يتم استخراج المعدل الموزون لتكلفة راس المال والذي يمثل متوسط كلفة الاقتراض وكلفة الملكية وتكمن أهمية احتساب المعدل الموزون لتكلفة رأس المال في كونه يعبر عن كلفة هيكل رأس المال ومعدل الخصم الذي تستخدمه المنشأة وإن الهيكل الذي يحقق أقل معدل موزون لكلفة رأس المال يعد هو الأمثل، ويتم احتساب المعدل الموزون لكلفة رأس المال كما هو مبين في المعادلة التالية:

$$W = (E/V)K_E + (D/V)K_D(I - T_C) \dots (6 - 5)$$

حيث أن:

$K_E$  كلفة التمويل الممتلك.

$K_D$  كلفة التمويل المقترض.

$E/V$  وزن التمويل الممتلك.

$D/V$  وزن التمويل المقترض.

$T_C$  معدل الضريبة.

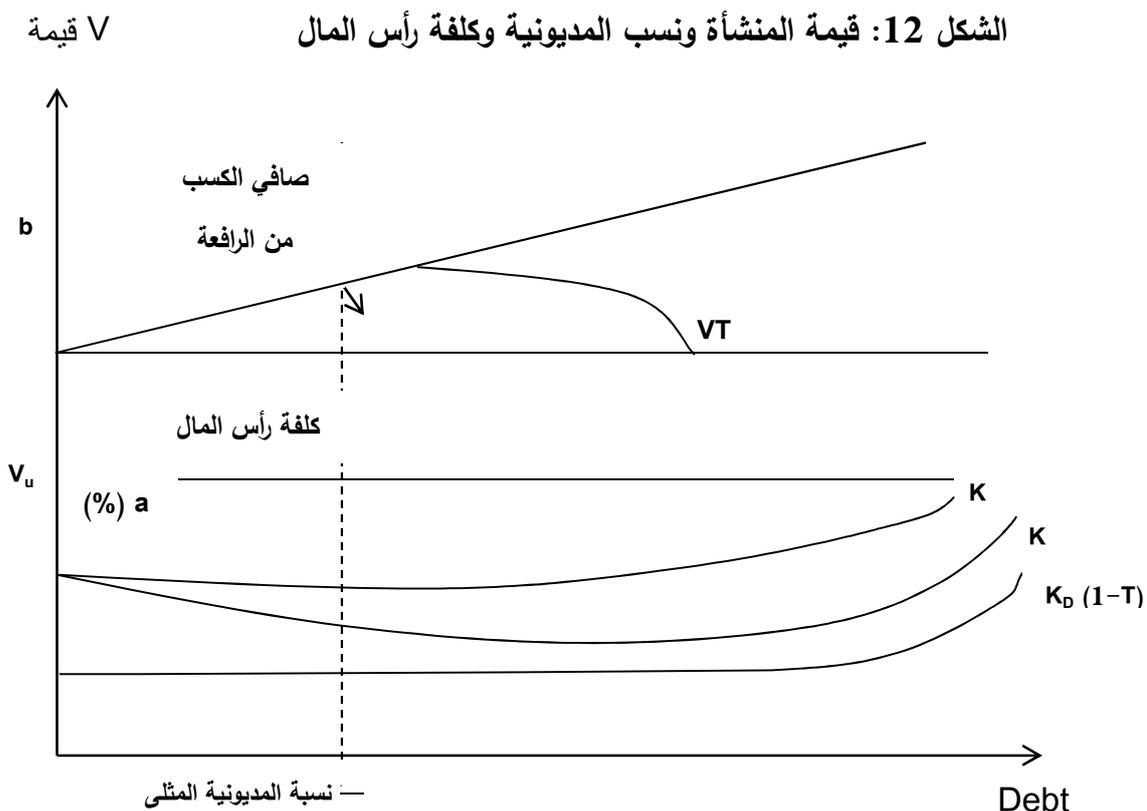
وبحسب نظرية التبادل، فإن (WACC) المعدل الموزون لكلفة رأس المال ينخفض في البداية بسبب المزايا الضريبية للدين أما بعد النقطة (B) التي تمثل نسبة الاقتراض المثلى تبدأ (L) أو كلفة رأسمال المنشأة بالارتفاع بسبب ظهور كلف العسر المالي، وهذا يعني أنه بازياد نسبة المديونية عن النسبة المثلى فإن الكلف المتزايدة تمثل كلف العسر المالي والوكالة وكما هو في الشكل (1-5) الذي يوضح العلاقة بين قيمة المنشأة ونسبة المديونية وكلف رأس المال.

<sup>1</sup> محمد إبراهيم علي العامري، مرجع سابق، ص ص: 229، 230.

يوضح الشكل (2-5) ثلاث أنواع من الكلف وهي كلفة رأس المال ( $K$ ) أو ( $WACC$ ) بوصفها دالة للرافعة المالية والتي تقاس من خلال نسبة المديونية (القروض إلى الموجودات) إن كلفة القروض  $K_D$  تبقى منخفضة بسبب الوفورات الضريبية ولكنها تزداد بصورة بطيئة بزيادة الرافعة لتعويض الدائنية عن زيادة المخاطرة وكلفة حق الملكية.

$K_E$  هي أعلى من كلفة القروض وتزداد بزيادة الرافعة المالية، ولكنها بصورة عامة تزداد بشكل أسرع من كلفة القروض، إن الزيادة في كلفة الملكية تتحقق من خلال طلب مالكي الأسهم معدلات عائد أعلى بزيادة الرافعة لتعويضهم عن زيادة درجات المخاطرة المالية، أما المعدل الموزون لكلفة رأس المال  $K$  والمعبر عن الموزون لكلفة رأس المال الممتلك (حق الملكية) والقروض.

الشكل 12: قيمة المنشأة ونسب المديونية وكلفة رأس المال



المصدر: محمد إبراهيم علي العامري، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 231.

وعندما ترغب المنشأة بالنمو فإنها تحاول سد احتياجاتها باحتجاز الأرباح وعلى افتراض أن<sup>1</sup> المنشأة تقوم بتوزيع المسوم، وأن ما تبقى من الأرباح غير كاف لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة للمنشأة فإنها سوف تلجأ إلى الاقتراض كمصدر للتمويل منخفض الكلفة، وباستبدال حق الملكية بالقروض تبدأ نسب المديونية بالزيادة، وإن المعدل الموزون لكلفة رأس المال يبدأ بالانخفاض بسبب أن كلفة القروض تكون أدنى من كلفة حق الملكية، إلى أن تصل إلى النقطة (B) التي تمثل الحد الأدنى للمعدل الموزون لكلفة رأس المال ومستوى الرافعة المالية المثلى وهيكل رأس المال الأمثل للمنشأة وباستمرار الزيادة في نسبة المديونية، فإن زيادة كلفة القروض وحق الملكية تؤدي إلى زيادة المعدل الموزون لكلفة رأس المال.

وبالعودة إلى الشكل (1-5) يظهر أن الخط المتقطع الذي يصل الشكل (B 1-5) مع (A 1-5) وإلى النقطة (B) نزداد عندها قيمة المنشأة وذلك من خلال الموازنة بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية (صافي الكسب من الاقتراض) وكلف العسر المالي: أما بعد هذه النقطة (B) فإن كلف العسر المالي تزداد وتؤدي كذلك إلى انخفاض قيمة المنشأة.

### المطلب الثاني: النظرية المتعددة الأشكال:

وتضم هذه النظرية كل من نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي للتمويل وسنعرضها كما يلي:<sup>2</sup>

#### 1. نظرية الإشارة:

تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مسيري المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة،

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق ص ص: 231، 232.

<sup>2</sup> إلياس بن الساسي، مرجع سابق، ص ص: 429، 430 .

نستطيع أن نذكر من بينها هذه المؤشرات المتعددة هيكل رأس المال، سياسة مكافأ ترأس المال أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة.

تقترح هذه النظرية نمودجا يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي، فالمستثمرين يصنفون المؤسسات الموجودة في السوق إلى فئتين A و B، بحيث تكون المؤسسات من الصنف A أحسن أداء من المؤسسات من الصنف B.

من أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين A و B يحدد المستثمرين في السوق مستوى من الاستدانة  $D^*$  يسمى الاستدانة الحرجة، حيث أن المؤسسات ذات النوعية الرفيعة (A) لها قدرة على الاستدانة أعلى من  $D^*$  وهكذا.

اللجوء إلى هذا النموذج يكون مجديا في سوق مالي متميز بانعدام التناظر في المعلومة الناتج خاصة مع امتلاك هذه الاخيرة من قبل المسيرين.

## II. نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل:

### 1. مضمون النظرية:

من أجل تحديد الهيكل المالي هناك نظرية تالثة من بين النظريات الحديثة ظهرت في منتصف الثمانيات، ويتعلق الأمر بنظريات الالتقاط التدريجي للتمويل التي تحمل في مجملها خصائص مشتركة وهي القيام دائما بتضييق التمويل في ظروف معينة.

### أ. نموذج (1988) Williamson:

يفترض Williamson أن أطراف التعاقد (مساهمون، مسيرو، ومقترضون) لهم رشادة محدودة (قدرة محدودة على التفكير والحساب...الخ) وهم في واقع الأمر انتهازيون، فانطلاقا من الأطراف التي تم التعاقد معها تستطيع الأطراف الاخرى تغيير سلوكها ليصب في نهاية الأمر في مصلحتها. بعد إمضاء العقد يمكن لهذا السلوك أن يولد تعديلات قبلية حتى يتسنى للعلاقة التعاقدية أن تستمر على المدى الطويل، وعندما يتعلق الأمر بعقد تمويل لا يمكن اعتبار الديون والرفع من رأس المال كمجرد موارد تمويل لكن أيضا كأداة تسمح بتحقيق هذه التعديلات.

حسب Williamson فإن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله يلعب دورا كبيرا في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه فعندما يتعلق الأمر بتمويل استثمار في شكل خاص (أصل ليس له إلا استعمالات محدودة من قبل قلة من المؤسسات وليس له سوق ثانوي متطور) يكون محل عقد غير تام بين المؤسسة وحاملي رؤوس الأموال حتى يمكن ذلك من إجراء تكيف لهذا العقد لاحقا. فاللجوء إلى الرفع في رأس المال (عن طريق إصدار أسهم بحيث لا يكون كبير) يبدو أكثر فعالية من الاستدانة من أجل القيام بهذه التعديلات، فمثلا إذا كان الاستثمار الخاص هو مشروع بحث وتطوير يكون ذلك مقبولا أكثر من قبل المساهمين أكثر منه من قبل المقرضين انطلاقا من أنه لا يولد المردودية المنتظرة في المواعيد المقدرة.<sup>1</sup>

بالمقابل فإن الاستدانة لا تسمح بالقيام بهذه التعديلات القبلية باعتبار أن الفوائد يجب أن تدفع حسب مخطط الدفع المستهدف كما أن تسديد أصل القرض يكون في مواعيد استحقاقه المقدرة والتي بدونها نصل إلى اجراءات التصفية وبالتالي فإذا كان الاستثمار خاصا، فالمقرضون يضعون في الحسبان هذه المخاطر وهو ما يدفعهم إلى المطالبة لتكاليف تمويل عالية.

أما إذا تعلق الأمر بتمويل أصك غير خاص، تكون الاستدانة التي تعتبر شكل من أشكال التمويل الأكثر بساطة المصدر الأكثر ملاءمة، واحتمالات القيام بتعديلات قبلية ضئيلة باعتبار أن هذا الاستثمار من المحتمل أن يولد عوائد بشكل منتظم. وبالتالي حسب Williamson فإن درجة الخصوصية تظل العامل المحوري الذي يفسر أخيرا نمط التمويل وبالتالي الهيكل المالي.

### ب. نموذج (1990) Myers:

ضمن نموذج Myers وعلى المدى البعيد فإن الفرضية السلوكية للمسيرين هي تعظيم ثروة المؤسسة أو كما يصطلح على تسميتها بالإنجليزية (Wealth Corporate) والتي تحسب بالعلاقة:

$$W = E + S$$

كما هي مبنية في الميزانية المالية المختصرة التالية:

<sup>1</sup> إلياس بن الساسي، مرجع سابق، ص: 431.

• تمثيل الفائض التنظيمي وثروة المؤسسة:

الأصول	الخصوم
PVA: القيمة الحالية للأصول الموجودة مع الأخذ في الاعتبار التدفقات cash-flow المنتظرة لهذه الأصول. PVGP <sup>+</sup> : القيمة الحالية للفرص الاستثمارية. PVTAX <sup>-</sup> : القيمة الحالية للضرائب.	D: الديون. E: الأموال الخاصة. S: القيمة الحالية للفوائض التنظيمية

**المصدر:** إلياس بن الساسي، مرجع سبق ذكره، ص: 431.

الفائض التنظيمي يعكس القيمة المعنية للتكاليف الناجمة عن الأجور العالية جدا والتي لا تتمتع بخاصية الديمومة باعتبار أن المقرضين يمكنهم فرض تحقيقها إذا كان سداد الدين أو دفع الفوائد غير منتظم أما Myers فينظر إلى المؤسسة على أساس أنها تحالف يبحث عن زيادة حجم الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية (أي سلطته على إعادة توزيع العلاوات على المستخدمين) في هذه الحال فإن الدفع في رأس المال يفضل على الاستدانة إذا كان من الضروري اللجوء إلى تمويل خارجي.

والفائض التنظيمي يرتفعان، بعبارة أخرى عند تمويل استثمار ليست له مردودية عن طريق زيادة رأس المال فإن المسير يمكنه زيادة الأموال الخاصة مع التثبيت في الوقت بانخفاض القيمة السوقية لهذه الأخيرة E وزيادة الفوائض التنظيمية S.<sup>1</sup>

## 2. الانسجام بين نظريات الالتقاط التدريجي والتمويل:

إن كلا من النموذجين المذكورين يقومان على نفس القاعدة وهي الاختيار مع تطبيق خطوات متباينة هذه الخاصية تدفع إلى التساؤل عن المساهمة التفسيرية لكلا النموذجين فيما يتعلق بالسلوك الخاص باختيار طرق تمويل المؤسسات.

<sup>1</sup> إلياس بن الساسي، مرجع سابق، ص: 431، 432.

لقد أجريت العديد من الاختبارات الميدانية من أجل الحكم على مدى دلالة هذان النموذجان نذكر من بينها الأكثر شهرة وهي تلك التي قام بها كل من Balakaishman S و Fox. I في الولايات المتحدة الذين نشروا نتائج عملهما سنة 1993 وفي نفس الإطار قام Evelune Pocelot-Butel بإجراء احتياطات مشابهة في فرنسا سنة 1996 نتائج هذه الاختبارات نوردتها بشكل مختصر ومقارن في الجدول التالي:<sup>1</sup>

• نتائج الإختبارات الميدانية ل Evelune Pocelot-Butel في فرنسا 1996:

نتائج اختبارات Evelune Pocelot -Butel	نتائج اختبارات Balakaishman S و Fox.I	فرضيات النموذج Myers و Williamson
Evelune Pocelot - Butel يكتشفان الغياب الكلي لعلاقة ذات حلالة	Fox.I و Balakaishman S اختبار يؤكد علاقة Williamson Fox. I و Balakaishman S لم يستطيعا تأكيد هذه العلاقة	نموذج Williamson: المؤسسات التي تحوز على أصول خاصة تفضل الرفع من رأس المال كتمويل خارجي
Evelune Pocelot - Butel لم يجدا علاقة ذات دلالة بين مبلغ التدفقات المالية المتاحة ومبلغ الرفع من رأس المال		نموذج Myers: المؤسسات التي تحوز على تدفقات مالية متاحة free- cash- flow تمول استثماراتها عن طريق الدفع في رأس المال كأولية.

**المصدر:** إلياس بن الساسي، مرجع سبق ذكره، ص: 433.

<sup>1</sup> إلياس بن الساسي، مرجع سابق، ص ص: 432، 433.

إن جرد الأعمال الميدانية يظهر صعوبة اختيار النماذج النظرية وضرورة اللجوء إلى تقريبات بالرغم أن نموذج Williamson و Myers يعتبران تكافؤًا وبالرغم من هذه النقائص، فإن مبدأ تسلسل التمويل يعتبر الأكثر ملاءمة لتفسير السلوك المالي لبعض أصناف المؤسسات في بعض المواقف.

### 3. خصوصية مبدأ التسلسل:

يفيد هذا المبدأ في اعتبار أن المسيرين يطبقون كقاعدة في اتخاذ القرار مبدأ تسلسل التمويل وأنه في بعض الظروف الجد محددة (السيناريوهات، والاجراءات تختلف حسب المختصين) يطبق المسيرين إجراء معيناً بمجرد بروز وضعية خاصة (استثمار محدد، مشكلة المعلومات).

إذن ضمن نماذج التوافق فإن الإجراء الهامشي الذي يقوم على مبدأ تحليل (تكلفة/فرصة) لموارد التمويل، يسمح تحقيق هدف الهيكل المالي الإجمالي الأمثل بالمقابل نجد أن نظريات التمويل التسلسلي لا ينطبق بشكل صريح لمفهوم الهيكل المالي الأمثل بعبارة أخرى فإن نماذج التوافق تقوم على مبدأ العقلانية الإحلالية التي يتم التعبير عنها بالنتائج المرجوة حيث يحاول المسير إيجاد أحسن هيكل لخدمة هدف محدد بالنظر إلى القيود الناجمة عن مختلف مصادر التمويل.

## المطلب الثالث: نظرية الوكالة Agency losts:

### 1. مفهوم نظرية الوكالة:

هي عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء على شخص آخر يسمى الوكيل من أجل القيام بهم، معينة نيابة عنه وباسمه فيما تعلق بالمؤسسة هذه بين المساهمين أو أي مقرض أموال آخر والمسيرين.<sup>1</sup> حيث يتم التنازل عن جزء كل منها تعظيم منفعتهم على حساب الآخر مما يعمل من علاقتهما مصدراً للتناقض.

<sup>1</sup> إلياس بن الساسي، مرجع سابق، ص: 418.

إن محض فرضية التضارب يعين مصالح مختلف الأعوان بين الذين لهم علاقة بحياة المؤسسة (مسيرون، مساهمون، دائنون خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة) يعود إلى النظرية التي تسمى نظرية الوكالة.

هدف هذه النظرية هو تقديم خصائص التعاقد الامثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على مبدأ التقليد بين الجيد الذي مفاده أن كل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة.<sup>1</sup>

### 1. مفهوم تكلفة الوكالة:

وهي الكلف التي تترتب على حالة الصراع المحتملة بي المدراء و مالكي المنشأة والدائنين يعرفها Myddelton بأنها كلف إعادة حل مشكلات الصراع بين حاملي الأسهم وحاملي السندات و المدراء والتي تتضمن كلف توفير الحوافز للمدراء لتعظيم ثروة حاملي الأسهم وكذلك مراقبة سلوكيات المدراء وكلف حاملي السندات من حاملي الأسهم Brighan and gapenski إلى أن المقصود بكلف الوكالة هي كلف فقدان الكفاءة (سوء الإدارة) زائد كلف المراقبة و المتابعة وأن وجود هذه الكلف يزيد من كلف الاقتراض للمنشأة التي تؤدي إلى تقليل مزايا استخدام الرافعة المتمثلة بالوفورات الضريبية ويعتقد كل من Myers and Majluf إن الفصل بين الملكية و الإدارة من شأنه أن يخلق معلومات غير متماثلة والتي بسببها تنشأ مشكلة الوكالة.

إن علاقة الوكالة تظهر عندما يستخدم الطرف الأول (الموكل) طرفاً ثانياً (الوكيل) لأداء الخدمة ثم يفوضه بسلطة لاتخاذ القرار بدلا عنه وقد استخدمت نظرية الوكالة كأساس للتنبؤ بسلوك الأطراف المختلفة (الوكيل، الموكل) داخل المنشأة والتي تعتمد على العلاقات القانونية (التعاقدية).<sup>2</sup>

### 2. حساب كلف الوكالة:

إن الغاية من استخدام العقد بين الوكيل والموكل وضمان متابعة سلوك الوكيل ومن ثم لغرض وضع الحوافز الإدارية وأن كلاهما يتضمنان الكلف وقد حدد كل من الفرنسي Jensen and

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق ص ص:232.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص ص:232، 233.

mecking كلف الوكالة بأنها مجموع نفقات الرقابة من قبل الموكل وهذا يتضمن نظام معلومات للتأكد من تحقق أداء ونفقات الالتزام أي التزام الوكيل ببند العقد وكذلك الخسارة المتبقية.<sup>1</sup>

#### أ. كلف المتابعة Monitoring costs:

وهي الكلف التي يتحملها الموكل كي يضمن للوكيل بأنه يتخذ القرارات لصالحه إذ أن الوكيل يحاول الحصول على مزايا متعددة من المنشأة إلى جانب حريته في اتخاذ القرار مثل السفر في الدرجة الأولى والسكن في فنادق الدرجة الممتازة والبدخ المكتبي وتوفير علاقات طيبة مع العاملين وتكوين سمعة في سوق العمالة الإدارية والتي قد تتعارض مع مصالح الموكل وهنا يتم مطالبة الإدارة بإعداد التقارير المحاسبية التي يراجعها ويصدقها مراقب خارجي محايد، وتصميم نظم الحوافز الإدارية التي تربط بين مصالح الموكل والوكيل من خلال حساب مكافآت الإدارة والأداء.

#### ب. كلف الإلتزام Bonding costs:

وتتضمن الكلف التي ينفقها الوكيل لتأمين مصالح الموكل وبث الثقة فإذا توقعت الإدارة انخفاض قيمة المنشأة المتمثلة بصورة زيادة كلفة رأس المال كون المساهمون يأخذون بنظر الاهتمام عند تحديد الثمن الذي سيدفعونه لأسهم المنشأة بأن الإدارة ستستخدم مصالحها الخاصة، هذا التوقع يدفع الإدارة القيام بإجراءات لتجنب هذا الانخفاض المتوقع في القيمة السوقية للأسهم، وذلك من خلال تأمين مصالح المساهمين، وتتمثل هذه الإجراءات في تطبيق نظم الرقابة الداخلية، و تقديم التقارير المحاسبية و بصورة دورية و مؤيدة بشهادة مرجع خارجي و التأمين على الممتلكات ووضع الخطط والموازنات ولوائح العمل.

أمل كلف المتابعة والالتزام بواسطة حملة السندات فهي تتضمن مطالبة الوكيل بتقديم ضمانات قابلة للمصادرة والمحافظة على رأس المال بصورته التشغيلية وتقنين إصدار سندات مستقبلية و عمل الاحتياطات وتقنين توزيع الأرباح، إن هذه القيود تؤدي إلى التقليل من قابلية

<sup>1</sup> إلياس بن الساسي، مرجع سابق، ص: 238.

الشركة لتحقيق الأرباح، وفي المقابل فإن الدائنين لا يتحملون هذه الكلف إذ سيأخذونها بنظر الاهتمام عند تحديد السعر الذي سيدفعونه.

### ج. الخسارة المتبقية Residual Loss:

وتعني التعارض بين القرارات التي تتخذها الإدارة وذلك الذين يتخذها المساهمون وبافتراض كفاءة السوق ووجود التوقعات العقلانية نجد أن الموكل يتوقع هذا الانحراف ومن ثم لأنه يخفض الأسعار التي يدفعها مقابل أسهم الشركة ويمثل السعر المنخفض (النقص في القيمة السوقية للأسهم ويمكن تدنية الخسارة المتبقية من خلال تقابل العلاوات والمنح والحوافز التعويضية).

أما الخسارة المتبقية لكلف الوكالة للدين فإنها تعبر عن الطرق بين القيمة الاعتبارية أو المقابلة للحقوق الثابتة والقيمة السوقية للشركة والتي تنشأ. جراء تزايد نسبة الاقتراض في هيكل رأسمال، فعندما تواجه المنشأة حالة الإفلاس فإن هذا سوف يؤدي إلى خسارة حملة الأسهم كافة أو جزء من حقوقهم في المنشأة وأن التصفية ستحصل إذا كانت القيمة السوقية للتدفقات النقدية المستقبلية المتولدة هي أقل من تكلفة الفرص البديلة للموجودات (أي مجموع القيم التي يمكن تحقيقها إذا ما تم بيع الموجودات تدريجياً) يضاف إلى ذلك كلف الفرصة الضائعة الناشئة من جراء الاقتراض في القرارات الاستثمارية للشركة إذ أن الوكيل يمتلك حافزا لاختبار الاستثمارات التي تكون عوائدها المتوقعة عالية جدا في حالة نجاحها حتى لو كانت لديه احتمالية منخفضة جدا للنجاح فإن انتهت هذه الاستثمارات بنجاح فإنه سوف يستحوذ على معظم المكاسب وبالعكس فالدائنون يتحملون الكلف مما يؤدي انخفاض قيمة المنشأة بسبب كلف الوكالة للدين.

وبناء على ما تقدم يمكن حساب كلف الوكالة عند قيام المنشأة بإصدار أسهم عادية جديدة وعلى افتراض أنها مقيمة بأعلى من قيمتها فإن كلف الوكالة تعبر عن الانخفاض في القيمة السوقية للأسهم الجديدة عن القيمة الحقيقية لها كما موضح في أدناه:<sup>1</sup>

$$V_o \text{ the } f = u \quad V \quad m \quad p \quad - \quad A \quad c_1$$

<sup>1</sup> إلياس بن الساسي، مرجع سابق، ص: 402.

كف الوكالة = قيمة المنشأة - التسعير المنخفض للقيمة السوقية.

في الدراسة التي قدمها Myers عام 1984 م يفترض أن  $N$  هي حجم الاحتياج إلى الأموال وأن هناك كلف محتملة تتمثل في كون المنشأة ستصدر الأسهم العادية بالقيمة السوقية لها، إلا أن المدراء يعرفون أن قيمة الأسهم الجديدة تتكون  $V_1$  وعليه فإن  $N$  والذي يعبر عن حجم التغير في ثروة المساهمين عند تقييم الأسهم بأعلى وأدنى من قيمتها الحقيقية وعلى النحو التالي:  $N = N_1 - N$

**خلاصة:**

مما سبق يتضح أن عملية اختيار الهيكل الأمثل للمؤسسة معقدة وتحتاج إلى دراية عميقة بالأدوار المتعلقة بهذه العملية، فقد علق Myers في مقاله عام 1984م وأقر بمحدودية معرفتنا حول الهيكل المالي وكيفية اختيار طريقة التمويل.

فالمداخل على اختلاف توجهات أصحابها، والأسس التي قاموا عليها التحليل قد انفقوا على وجود هيكل مالي يمكن المؤسسة من تحسين قيمتها، فبعد أن صحح مودقلياني وميلر نظريتهما وأقرا بأن المؤسسة التي تستعمل الرفع تكون قيمتها أفضل من المؤسسة التي لا تعتمد على القروض وهذا بفضل الوفورات الضريبية المحققة إضافة إلى ما جاء به ميلر من الضريبة على الدخل الشخصي وكانت هناك نظريات أخرى تقوم على دعائم معاصرة تماما لكن تتفق معها في النتيجة، فقد أكدت نظرية التبادل أن الهيكل المالي الأمثل إنما يكون نتيجة الموازنة بين ما تحققه المؤسسة من وفورات ضريبية والتأثير السلبي لكل من تكاليف الوكالة والافلاس.

والملاحظ أن مجمل هذه النظريات كانت تعطي أهمية بالغة للقروض باعتبارها أفضل المصادر التمويلية المساهمة في رفع قيمة المؤسسة، إذا ما استعملت في الحدود المقبولة التي تسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة إذ تمثل نسبة الاقتراض المثلى، وهذا أخذاً بعين الاعتبار لكل من تكاليف افلاس والوكالة.

وكذلك التطرق إلى نظرية التبادل ونظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات فبالتالي تكون الإدارة أكثر تفصيلاً لاستعمال الأرباح المحتجزة في تمويل فرصها الاستثمارية.

# الفصل الثالث

## تمهيد:

بعد استعراضنا لمختلف محاور الدراسة النظرية من إعطاء أهم المفاهيم المتعلقة بالمصادر التمويلية والهيكل المالي التي تعتمد عليهما المؤسسة الاقتصادية في بناء هيكلها، وكذا أثر الهيكل المالي على قيمة المنشأة.

وسنحاول إسقاط أهم تلك العناصر على الواقع التطبيقي وذلك بأخذنا مؤسسة مطاحن بني هارون كنموذج تطبيقي للدراسة، محاولة معرفة تحقيق الطريقة التمويلية للمؤسسة هل هي تعتمد على التمويل الذاتي أو تلجأ للإستدانة من الغير وللوصول إلى الهدف المرجو حول علاقة الهيكل المالي بالمؤسسة، سنعتمد في الدراسة والتحليل على العناصر التالية:

- تقديم عام لمؤسسة مطاحن بني هارون محل الدراسة.
- منتوجات مؤسسة مطاحن بني هارون وأداء وحداتها.
- الهيكل المالي ومحدداته لمطاحن بني هارون.

## المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة مطاحن بني هارون

### المطلب الأول: تقديم مؤسسة مطاحن بني هارون

#### أولاً: لمحة تاريخية عن مؤسسة بني هارون:

إن محيط المؤسسة الجزائرية الاجتماعي والاقتصادي في عقد الثمانينات يختلف عنه في عقد الستينات والسبعينات وذلك لأن الدولة تبنت آليات جديدة كفيلة بتحقيق ذلك، فقد أولت اهتماما كبيرا بمؤسساتها الاقتصادية ووضعت برنامجا مسطرا ومنظما من أجل التحكم في هذا الوضع وتسييره وفق المتطلبات، إذ تمثل كل مؤسسة صناعية وتجارية نموذج مصغر عن نظام الدولة ومن هذه النماذج نجد مؤسسة الرياض التي انبثقت في أول الأمر عن الشركة الوطنية "سومباك" التي تحولت فيما بعد إلى شركة ذات أسهم.

تأسست مؤسسة الرياض في 22 ماي 1965 أين كان مقرها في العاصمة حيث كانت تعتمد على مركزية القرارات ذات نظام اشتراكي، وفي سنة 1982 عرفت هذه المؤسسة تعديل جذري تمثل في إعادة الهيكلة التي يشهدها السوق وذلك بتجزئة الوحدات الصغيرة حسب معايير معينة، وانبثقت عنها مؤسسات جهوية هي: الرياض الجزائر، الرياض سطيف، الرياض بلعباس، الرياض قسنطينة، الرياض تيارت، ومنها انبثقت مؤسسة الرياض قسنطينة التي تشمل 11 ولاية إدارية وتقسم بدورها إلى:

1- شركة فرعية لصناعة الخمائر.

2- شركة فرعية للتحاليل الخاصة بالنوعية.

3- بالإضافة إلى 9 مطاحن.

وبعدها تحول اسمها إلى مجمع الرياض ثم إلى مركبات صناعية وتجارية وتغيرت التسمية إلى الوحدة الإنتاجية والتجارية والمجمع أصبح يسمى بسميد SMIDE بعدما كان الرياض وتتنقسم مؤسسة سميدي إلى عدة فروع أهمها:

1- فرع مطاحن سيبوس -عناية-

2- فرع مطاحن سيدي راشد

3- فرع مطاحن سيدس عريس -أم البواقي-

4- فرع مطاحن الأوراس -باتنة-

5- فرع مطاحن خمائر

6- فرع مطاحن العوينات -تبسة-

7- فرع مطاحن الحروش -سكيكدة-

8- فرع مطاحن الساحل -سكيدة-

9- فرع مطاحن مرمورة -قالمة-

10- فرع مطاحن بني هارون.

هذه الأخيرة ستكون محل الدراسة على مستوى الوحدة الإنتاجية والتجارية فرع المحاسبة والمالية موضوع البحث والدراسة.

## ثانيا: تعريف الوحدة الإنتاجية والتجارية UPC:

### 1. الموقع والمساحة:

تقع هذه الوحدة بدائرة القرارم قوقة ولاية ميلة على الطريق الوطني رقم 27، الذي يربط بين ولايتي قسنطينة وجيجل، إذن فهو يحتل موقعا استراتيجيا هاما ويتربع على مساحة تقدر بـ 7 هكتارات، هكتاران منها مغطاة تشمل سكنات للموظفين وتصل الرقم التسلسلي 431.281 بمعنى:

- 43 رقم الولاية

- 12 الشهر الذي بدأت فيه نشاط الوحدة

- 81 السنة التي انطلقت فيها العملية الإنتاجية.

وقد بدأت أشغال بناء هذا المشروع في نوفمبر 1977، وانتهت به في نفس الشهر سنة 1983 من طرف شركة مجرية وشركة وطنية وكانت الوحدة ستبدأ نشاطها الإنتاجي في 1981 ونظرا لتأخر أجهزة المصلحة تم تأجيل بداية العمل إلى غاية 05-11-1983.

### 2. الطاقة الإنتاجية:

تقدر الطاقة الإنتاجية للوحدة بـ: 1600 قنطار في اليوم أي بمعدل 66 قنطار في الساعة ويتم تموين الوحدة من طرف الديوان الوطني للحبوب ومشتقاتها (CCLS) وبعض الخواص.

كما تختص الوحدة في إنتاج الفريضة بنوعيهما:

- فريضة الخبز ودقيق الخبز.

- فريضة الممتاز.

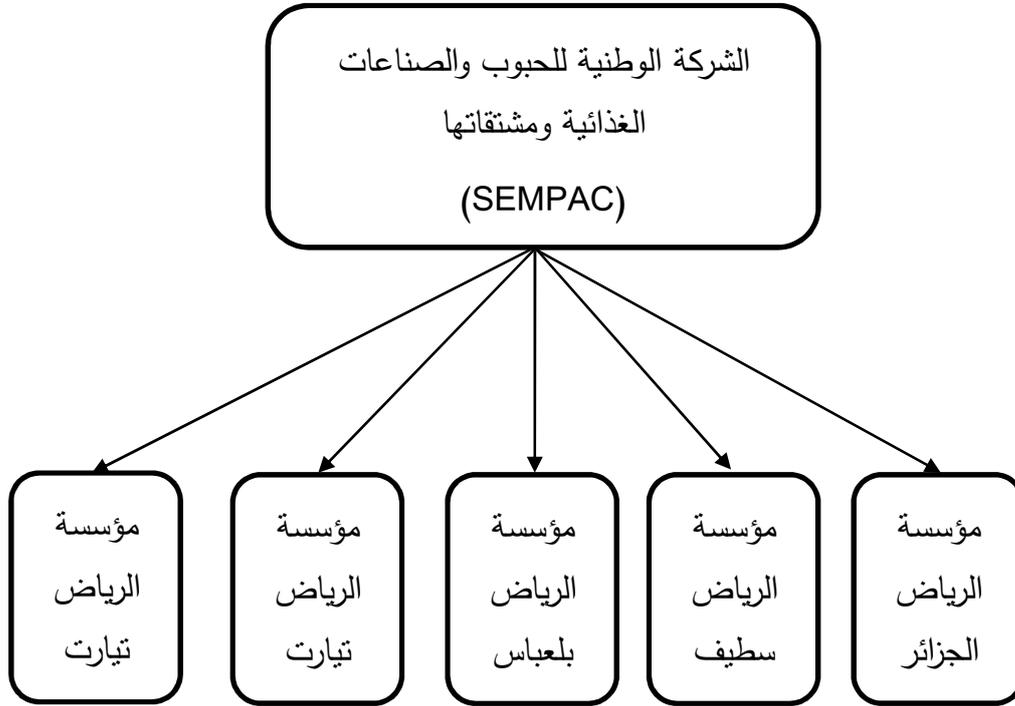
- فريضة إلى جانب النخالة وهي ناتجة عن عملية الطحن والغريلة.

يقدر عدد العمال بالوحدة بـ: 240 عامل بما فيها عمال الأمن والحراس، ونظام عمال الوحدة متواصل 24/سا، ويقوم بعملية التسيير والإنتاج هيكل إداري مكون من 10 مصالح تضمن التسيير الحسن والدقيق، كانت هذه الإحصائيات في بداية نشاط المؤسسة، أما حاليا فقد أصبح نظام العمل يتراوح

بين 8 إلى 10 ساعات فقط، وعدد العمال تناقص إذ لا يتجاوز 150 عامل، اما عدد المصالح فلم يتغير من هلال السنوات الماضية.

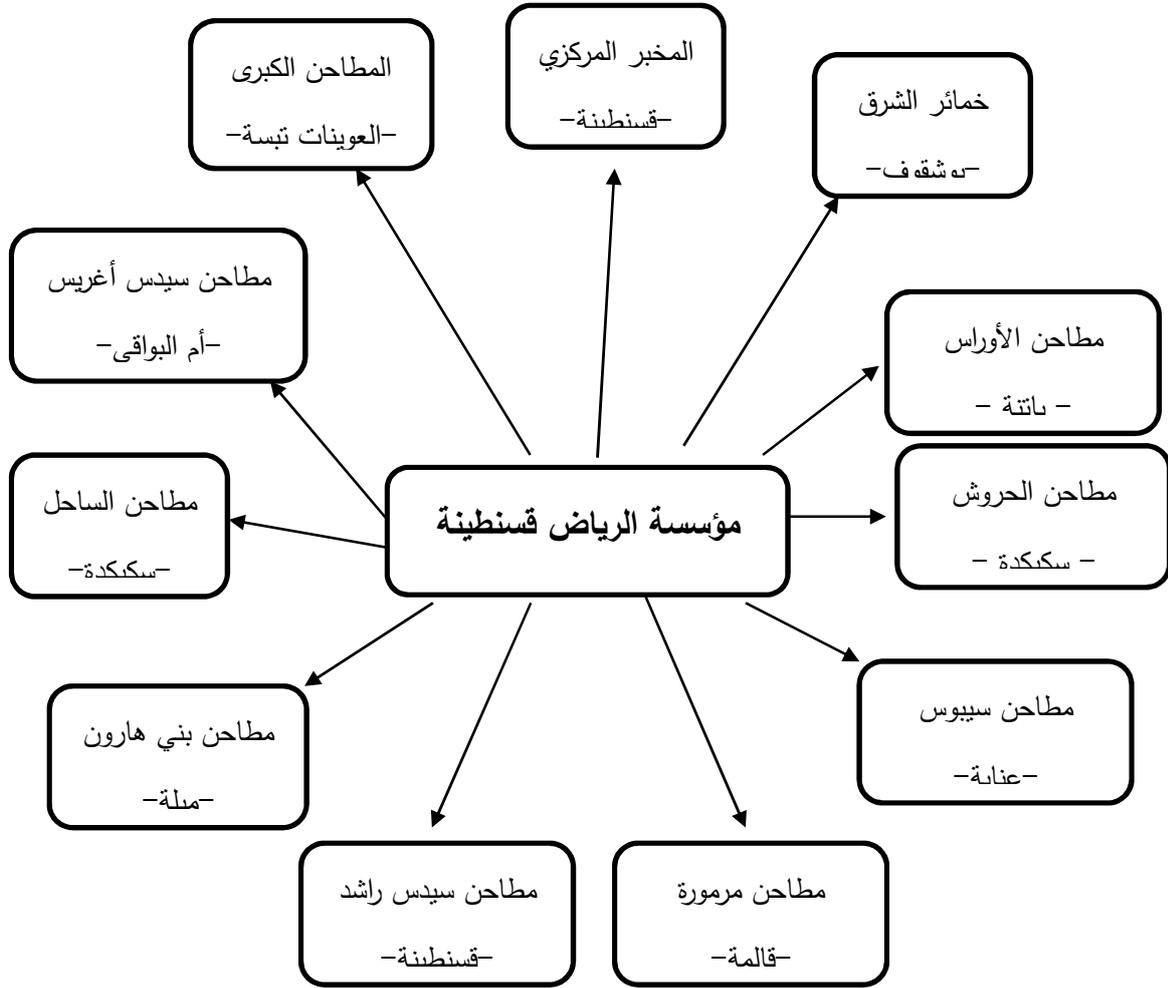
- مصلحة الصيانة.
- مصلحة الشؤون الاجتماعية.
- مصلحة المخبر.
- مصلحة المستخدمين.
- مصلحة المشتريات.
- مصلحة التجارة.
- مصلحة الأمانة.
- مصلحة الأمن الوقائي.
- مصلحة المحاسبة والمالية.
- مصلحة الإنتاج والبرمجة.

الشكل رقم (13): يوضح المؤسسات التابعة للشركة الأم



المصدر: قسم التخطيط بالمؤسسة.

الشكل رقم (14): المؤسسات التابعة للمؤسسة الرياض قسنطينة

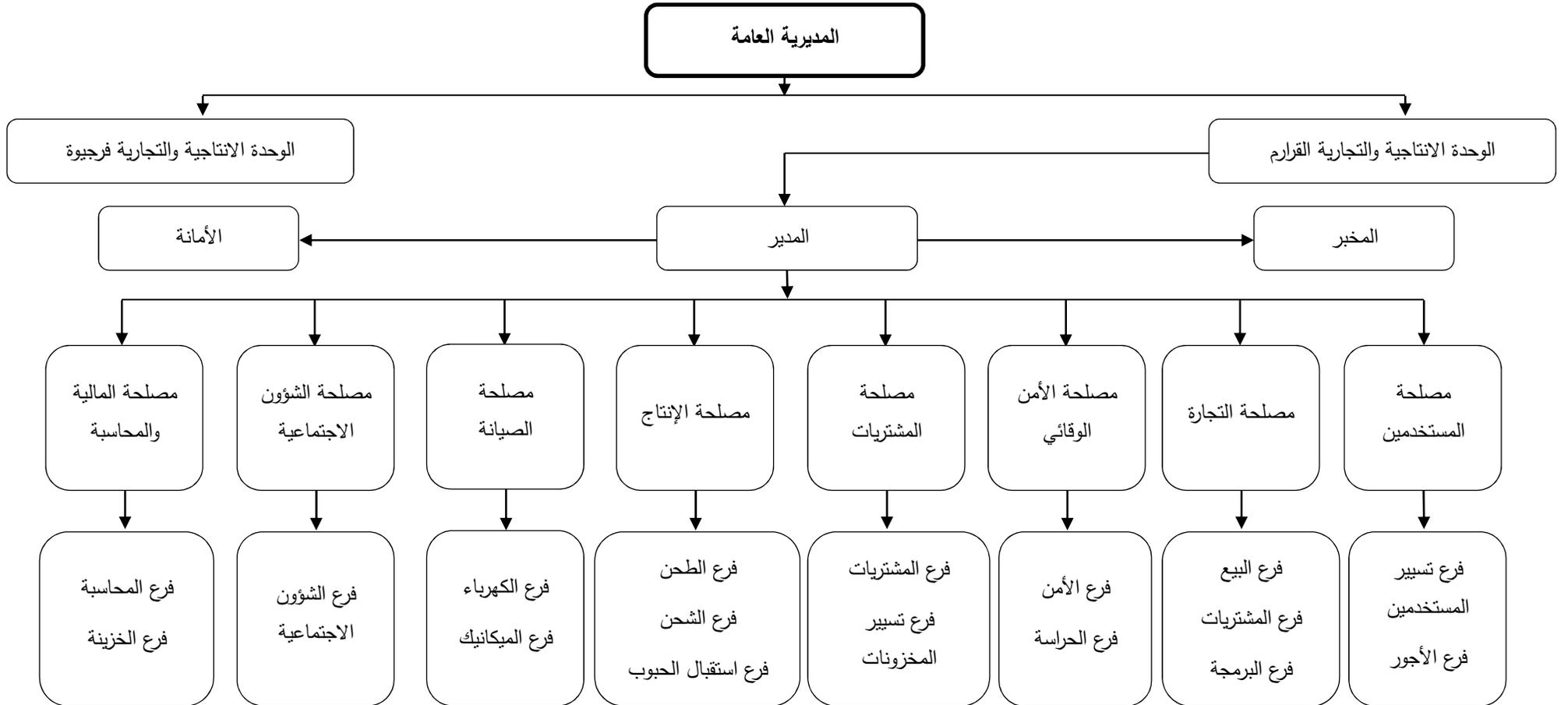


المصدر: قسم التخطيط بالمؤسسة.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي العام لمؤسسة مطاحن بني هارون

أولاً: الهيكل التنظيمي للوحدة الإنتاجية والتجارية:

الشكل رقم (15): يوضح الهيكل التنظيمي للوحدة الانتاجية والتجارية بالقرارم قوقة



المصدر: مصلحة المالية والمحاسبة.

## المطلب الثالث: دراسة وضعية مؤسسة مطاحن بني هارون

### أولاً: تعريف مصلحة المحاسبة والمالية:

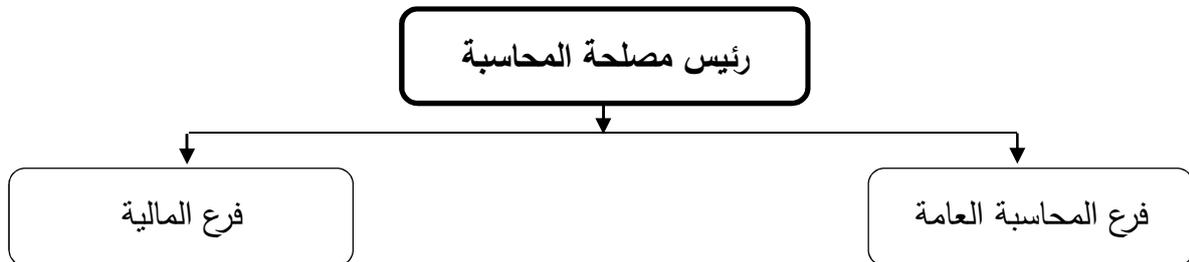
خلال تervisنا بهذه الوحدة لاحظنا أن هذه المصلحة هي ملقبة لكل المصالح السابقة الذكر، ليس كأفراد وإنما عن طريق الوثائق المحاسبية التي تحتوي على جميع المعلومات المتعلقة بكل مصلحة، ومن ثم تتضح لنا الوظيفية الجوهرية لهذه المصلحة إذ تعتبر كنظام تسيير مالي ومحاسبي في الوحدة فهي تعمل على المراقبة الدقيقة للحركات المالية وذلك ابتداء من وضع المخططات التقديرية للمصاريف المتوقع صرفها والإيرادات الرامية لتصليحها كذلك إنشاء مخطط مالي يكون بالتنسيق مع المديرية العامة فرع المحاسبة والمالية، إلى غاية إعداد الميزانية الختامية للوحدة مروراً بمراحل عديدة لمعرفة وضعيتها المالية من حيث الربح والخسارة، وهذه المراحل تتمثل في متابعة لكل المعاملات التي تتم مع الزبائن والموردين.

حيث تتم بهذه المصلحة مراقبة جميع الوثائق المتعلقة بعملية الشراء والبيع، تلك التي تتم مع المديرية العامة، ففيها تتم مراقبة جميع الوثائق القادمة من جميع المصالح بالوحدة. كما لها علاقة بالبنوك والموردين، حيث يعد البنك الجزائري للفلاحة والتنمية BADR المتعامل الوحيد مع الوحدة، ويشترط قسم المحاسبة أن يكون على أتم الاستعداد لتقديم نتائج العمليات في أي وقت، وتحفظ الوثائق لمدة 10 سنوات في الأرشيف الخاص بالوحدة، فلا تتم عملية التسجيل إلا بعد التأكد من صلاحية الوثائق، يوجد بها 03 عمال.

### ثانياً: الهيكل التنظيمي للمصلحة ودور رئيس المصلحة:

#### 1. الهيكل التنظيمي للمصلحة:

الشكل رقم (16): الهيكل التنظيمي لمصلحة المحاسبة والمالية



المصدر: مصلحة المالية والمحاسبة.

## 2. دور رئيس المصلحة:

يسهر على تسيير المصلحة وتطبيق السياسات المالية للوحدة الإنتاجية والتجارية وإعداد الميزانية في نهاية كل دورة محاسبية، ومتابعة الحسابات وتحليلها أي كل شهر يقوم بتحليل حسابات المجموعة 3، 5، 5 مع توقيعها، كما يعمل على تنسيق النشاطات والتكفل بمراسلة المتعاملين مع الوحدة.

### أ. فرع المحاسبة العامة:

يهتم بمراقبة الوثائق القادمة من مختلف المصالح من حيث الصيغة القانونية وصحة المعلومات والتسجيل المحاسبي برئاسة رئيس فرع المحاسبة العامة حيث يستعمل 07 أرقام في الحسابات الأولى منها رئيسية والباقي فرعية بالوحدة، لا تتم عملية التسجيل المحاسبي إلا بعد التأكد من أن الملف يحتوي على الوثائق التالية:

- الفاتورة.
- مذكرة الإدخال.
- مذكرة الإخراج (يمكن الاستغناء عنها في بعض الحالات).
- إذن الطلبية.

### ب. فرع المحاسبة العامة:

يهتم بجميع الأمور المالية كدخول وخروج الأموال، استنادا على طلبيات التسجيل الآتية من جميع المصالح بعد التأكد من صحة الوثائق المرفقة، ويكون التسديد عن طريق البنك بواسطة شيكات بنكية أو عن طريق الصندوق نقدا، أو عن طريق التحويلات البنكية وكمثال على ذلك إعداد الشيكات لمصلحة المستخدمين كالسلفيات الاجتماعية، كما يقوم بالتسديد للموردين وإجراء عمليات التقارب البنكي في حالة تزويد الصندوق بمال ثابت.

وَحاليا يقدر بـ 600.000.000 دج من قبل المديرية العامة BDG بعد تقديم طلب بذلك في وثيقة الإيرادات بالإضافة إلى المصاريف المستعجلة والتي تتجاوز 1500 دج بالنسبة للمشتريات والخدمات مصاريف المهام لا تقل عن 2500.00 دج مل هذه العمليات يشرف على تسجيلها رئيس فرع المحاسبة يومية الصندوق ويومية البنك، حيث يبين فيها المصاريف التي يتم إنفاقها والقيمة الحقيقية للرصد المتبقي.

## المبحث الثاني: منتوجات مؤسسة مطاحن بني هارون وأداء وحداتها

### المطلب الأول: منتوجات مؤسسة مطاحن بني هارون

تقوم مؤسسة مطاحن بني هارون بإنتاج عدة منتوجات مختلفة ومن أهم هذه المنتوجات هي:

#### 1. إنتاج رئيسي:

يتمثل نشاط المؤسسة الرئيسي والأساسي على انتاج السميد بأنواعه (سميد عادي، وسميد ممتاز).

#### 2. إنتاج ثانوي:

يتمثل في الفرينة.

#### 3. النخالة:

والتي هي عبارة عن مخرجات الطحين.

### المطلب الثاني: رقم أعمال ومبيعات مؤسسة مطاحن بني هارون

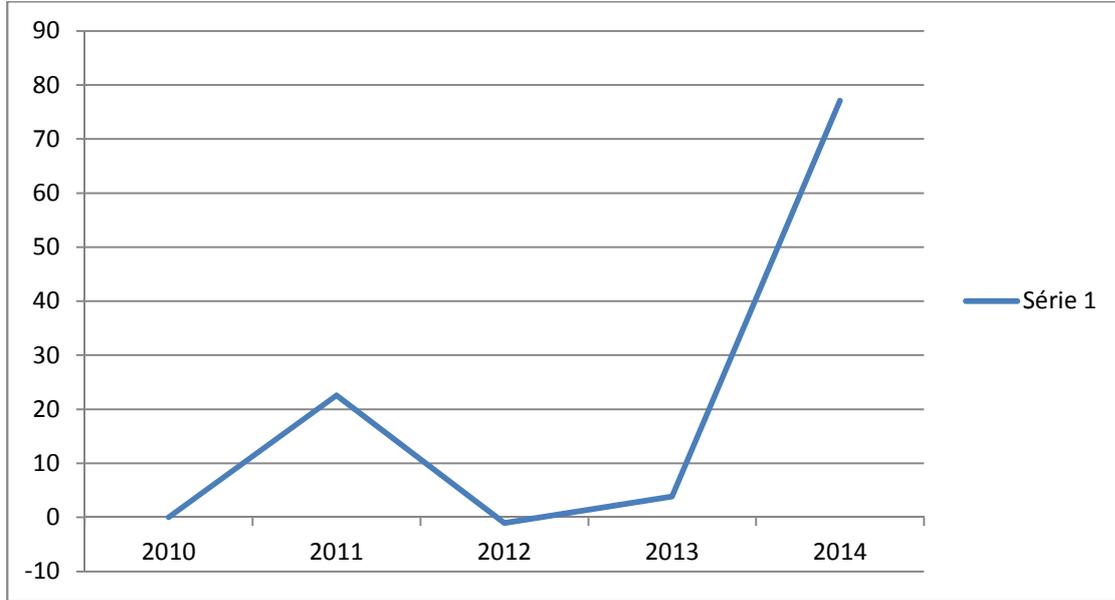
يعتبر رقم الأعمال الترجمة الحقيقية لمجموع عمليات النشاط لأي مؤسسة اقتصادية وتعتبر من أهم المؤشرات التحليلية لسياسية التجارية للمؤسسة، كما أنه يعبر عن حقيقة فعالية المؤسسة فعلية البيع هي الوسيلة الوحيدة أمام المؤسسة من أجل تحقيق العوائد.

#### الجدول رقم (1): رقم أعمال مؤسسة مطاحن بني هارون خلال الفترة (2010-2014)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
رقم الأعمال	1.864.120.459.88	2.285.411.891.91	2.262.348.161.64	2.249.870.305.90	2.530.989.852.95
معدل النمو	-	%22.60	%-1.01	%3.87	%77.08

المصدر: المصلحة التجارية لمؤسسة مطاحن بني هارون.

الشكل رقم 17: منحى يبين معدل نمو رقم أعمال مؤسسة بني هارون من 2010-2014.



التعليق:

من خلال الجدول السابق نجد أن رقم الأعمال لمؤسسة مطاحن بني هارون شهدت ارتفاعا في السنوات المدروسة 2010 إلى 2014 حيث كانت قيمة المبيعات سنة 2010 مقدرة بـ 1.864.120.459.88 دج وسرعان ما ارتفعت سنة 2011 إلى 2.285.411.891.91 دج وهذا ما يعادل 15.16% بسبب انخفاض المنافسة في السوق وحصول المؤسسة على مئوية على القيمة السوقية مهمة لأنها تقوم بتمويل بشكل كبير كل من ولاية ميلة والميلية وجيجل، كما واصل رقم الأعمال الارتفاع خلال السنتين 2012 إلى 2014 بسبب ازدياد الطلب على هذه المؤسسة الناتج عن الاستهلاك الواسع لمنتجاتها، وكذلك بسبب المبادرات التي تقوم بها المؤسسة للمحافظة على زبائنها مثل حسن المعاملة مع الزبائن وكذلك نقل طلبات الزبائن بوسائل المؤسسة الخاصة.

#### • معدل نمو القيمة المضافة

الجدول رقم 2: معدل نمو القيمة المضافة

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
القيمة المضافة	260904906.75	388303392.86	343298032.46	385196291.06	415763094.29
معدل النمو	—	%48.83	%78.55	%12.20	%7.94

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على جدول حسابات نتائج المؤسسة مطاحن بني هارون من 2010-2015.

**التعليق:** من خلال الجدول نلاحظ أن مؤسس مطاحن بني هارون لها قيمة مضافة موجبة طول السنوات الخمس 2010- 2011 حيث كانت القيمة المضافة قد ارتفعت بنسبة 78.55% أكبر منها في 2010 مما يدل على أن المؤسسة لم تحقق قيمة مضافة جيدة كما هو الحال في سنة 2012.

• **معدل نمو النتيجة الصافية**

**الجدول رقم (03): معدل نمو النتيجة الصافية**

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
النتيجة الصافية	55868913.72	104434003.43	116117679.54	134259451.38	149629836.61
معدل النمو	—	%86.93	%11.19	%23.37	%11.45

**المصدر:** من إعداد الطالبتين بالاعتماد على جدول حسابات نتائج المؤسسة مطاحن بني هارون من 2010-2015.

**التعليق:** من خلال الجدول نلاحظ أن معدل نمو النتيجة الصافية لمطاحن بني هارون في تغير من سنة لأخرى ففي سنة 2011 ارتفع إلى %86.93 مما يدل على أن نتيجة المؤسسة في تحسن وهي نسبة مقبولة، لكن في سنة 2012 انخفضت إلى %11.99 بما يقارب %74.94 وهي نتيجة غير مرضية فعلى المؤسسة أن تستعمل وتبحث عن أسباب ذلك من أجل العودة في النتيجة، كما نلاحظ ارتفاع طفيف في سنة 2013 بالنسبة لسنة 2012 وذلك بـ %11.38 وذلك نفس الشيء بالنسبة لـ 2014 لم نلاحظ أي تحسن لدى يجب على المؤسسة اتخاذ الاجراءات اللازمة التي تكون في صالحها والعودة إلى نتيجة أحسن.

**المطلب الثالث: إنتاج الوحدة لمؤسسة مطاحن بني هارون**

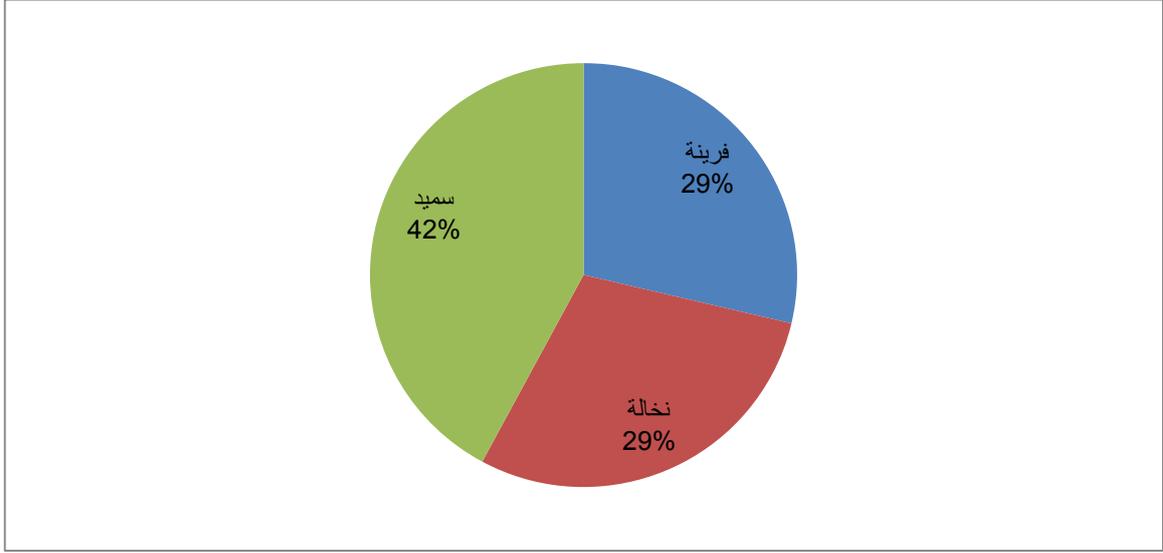
من خلال هذه الدراسة نتطرق إلى الكمية المصنعة لمختلف المنتجات داخل مؤسسة مطاحن بني هارون خلال السنوات 2010 إلى 2014 حسب كل نوع من المنتجات من خلال الجدول التالي:

**الجدول رقم (04): إنتاج الوحدة لمؤسسة مطاحن بني هارون 2010-2014 (الوحدة قنطار)**

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
فرينة	239492.65	239066.30	212303.55	131652.10	295173.07
نخالة	223164.40	250402.60	258262.40	220699.60	300880.00
سميد	316550.90	404968.45	416330.10	405849.90	433930.05

**المصدر:** المصلحة التجارية لمؤسسة مطاحن بني هارون.

الشكل رقم 18 : دائرة نسبية تمثل إنتاج مطاحن بني هارون لسنة 2014.



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على معطيات الجدول رقم 02

#### التعليق:

من خلال الجدول يتبين لنا أن إنتاج مؤسسة مطاحن بني هارون كانت بكميات مرتفعة في كل من السميد والفريفة وحتى النخالة في السنوات الخمسة وهذا الارتفاع راجع إلى زيادة الطلب على المنتجات لهذه المؤسسة بمختلف أنواعها ومختلف الامتيازات التي قامت بها المؤسسة للحفاظ على زبائنها التي كانت سبب كذلك في الارتفاع.

ومن خلال الدائرة النسبية نلاحظ ان النسبة الأكبر من منتجاتها تتمثل في إنتاج السميد بنسبة 42% ثم تليه النخالة بنسبة 29% ثم الفريفة بنفس النسبة.

## المبحث الثالث: الهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون

يهتم هذا المبحث بدراسة وتقييم الهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون خلال الفترة المدروسة وذلك عن طريق تقسيمه إلى ثلاث مطالب يتضمن المطالب الأول التحليل المالي للهيكل المالي وذلك من خلال تحليل التوازنات والتحليل باستعمال النسب المالية ونتناول في المطالب الثاني، الهيكل المالي للوحدة من خلال التمويل الذاتي أو أموال الملكية لأن المؤسسة لا تعتمد على التمويل الخارجي أي الاستدانة، وننهي بالمطلب الثالث الذي نتطرق فيه إلى العوامل المؤثرة في بناء الهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون.

### المطلب الأول: التحليل المالي للهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون

تقاس الصحة المالية لأي مؤسسة بمدى قدرتها على مواجهة التزاماتها حول استحقاقها من جهة ومدى امكانياتها على خلق مالية تساعد على تطوير نشاطها وتوسيعه من جهة أخرى، بما يضمن لها البقاء في عالم الأعمال وتقييم تركيبة الهيكل وكذلك قياس مدى استعداد المؤسسة في مواجهة التزاماتها عند حلول أجل استحقاقها وقدرتها على تحقيق مردودية مناسبة تساعد على القيام بتوسعه، تقوم بتحليل الوضعية المالية وذلك بالاعتماد على أهم المؤشرات والنسب المالية إضافة إلى استخدام المعلومات المحاسبية والمالية المتاحة.

#### 1. تحليل الموازنات المالية:

إن تحليل الموازنات المالية لمؤسسة مطاحن بني هارون تكون من خلال حساب رأس المال العامل واحتياج رأس المال العامل، وحساب الخزينة الصافية.

#### أ. حساب رأس المال العامل FR:

رأس المال العامل هو ذلك الجزء المقدر من الأموال الدائمة المستخدمة في تمويل جزء من الأصول المتداولة، بعد تمويل كل الأصول الدائمة.

رأس المال العامل = رؤوس الاموال الخاصة + ديون طويلة الأجل - أصول غير جارية

الجدول رقم (05): حساب رأس المال العامل للفترة 2010-2014 (وحدة مليون دج)

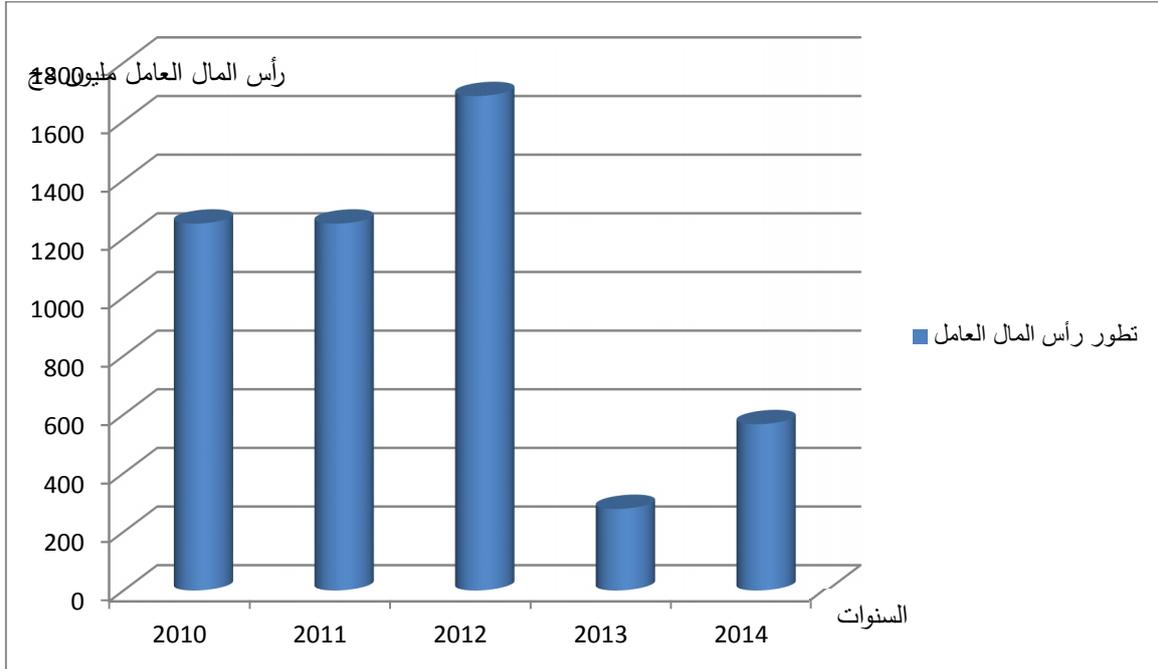
2014	2013	2012	2011	2010	السنوات البيان
2.824.228.227.20	2.726.020.290.59	2.639.690.839.21	2.059.967.659.52	1.990.113.061.50	رؤوس الأموال الخاصة
-	-	-	189.845.758.78	187.134.420.15	ديون طويلة الأجل
2.257.213.168.73	2.447.074.363.03	953.002.343.46	998.789.622.35	1.067.575.264.81	الأصول غير الجارية
567.014.458.47	278.945.927.56	1.686.688.495.75	1.251.023.794.95	1.109.672.216.84	رأس المال العامل FR

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ميزانية الأصول والخصوم لمؤسسة مطاحن بني هارون (2010-2014).

التعليق:

يظهر من خلال جدول رأس المال العامل لكل السنوات الخمسة أنه تم تسجيل قيم موجبة، متزايدة، مما يدل على أن ما تملكه المؤسسة من الأصول الدائمة كافية لتغطية الأصول الثابتة والوفاء بالتزاماتها نتيجة ارتفاع الأموال الدائمة، كذلك رأس المال عن وجود هامش أمان عالي في المدى القصير ما يعزز ثقة الدائنين والمقرضين لأن مخاطر التمويل مغطاة بواسطة الأموال الخاصة للمؤسسة.

الشكل رقم (19): تطور رأس المال العامل خلال الفترة 2010-2014



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ميزانية الأصول والخصوم لمؤسسة مطاحن بني هارون 2010-2014

#### ب. حساب احتياجات رأس المال العامل BFR:

إن حساب رأس المال العامل وحده غير كاف للحكم على نجاعة الموازنات المالية لمؤسسة مطاحن بني هارون وبالتالي يجب دراسة تكميلية والمتمثلة في حساب احتياجات رأس المال العامل.

$$\text{احتياج رأس المال العامل} = \text{الأصول الجارية} - \text{النقدية} - \text{الديون قصيرة الأجل} - \text{التسيقات المصرفية}$$

الجدول رقم (06): حساب احتياجات رأس المال العامل للفترة 2010-2014 (وحدة مليون دج)

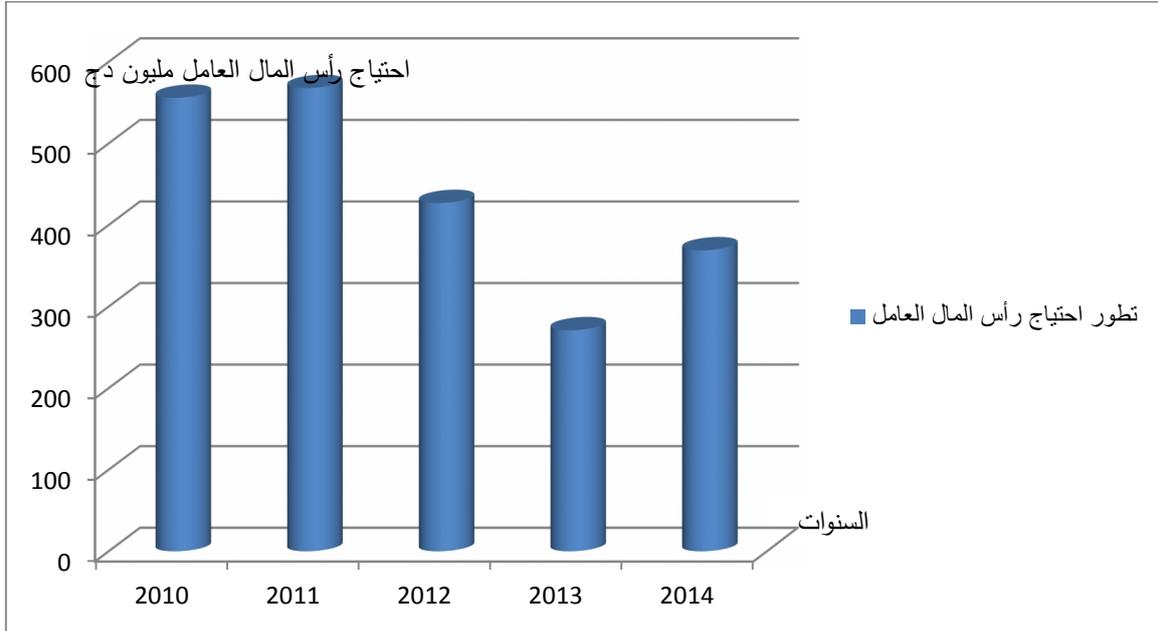
2014	2013	2012	2011	2010	السنوات البيان
893.838.350.64	570.822.967.53	2090.995.891.85	2160711489.23	2.036.953.499.02	الأصول الجارية
524.703.276.45	285.977.580.88	1.642.210.678.05	1.560.001.613.7	147.236.814.09	- النقدية
12.933.680.59	13.435.036.78	21.607.644.72	32.004.779.23	8.435.934.81	-الديون قصيرة الأجل
-	-	-	-	-	-التسبيقات المصرفية
369.135.074.19	271.410.349.71	427.177.559.08	568.703.089.63	556.149.416.12	احتياجات رأس المال العامل BFR

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ميزانية الأصول والخصوم لمؤسسة مطاحن بني هارون (2010-2014).

التعليق:

يتضح من الجدول أن احتياجات رأس المال العامل أخذت قيمة موجبة خلال الفترة من 2010-2014 لأن احتياجات دورة الاستغلال تفوق موارد الدورة وهذا ما يدل على أن الدورة قصيرة غير كافية لتغطية احتياجات دورة الاستغلال أي عدم اعتماد المؤسسة عليها بشكل كبير.

الشكل رقم (20): تطور احتياج رأس المال العامل خلال الفترة 2010-2014



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ميزانية الأصول والخصوم لمؤسسة مطاحن بني هارون (2010-2014).

### ج. حساب الخزينة الصافية:

تعرف الخزينة الصافية على أنها مجموعة الأموال الجاهزة التي توجد تحت تصرف المؤسسة لمدة دورة الاستغلال أي مجموعة الأموال التي تستطيع المؤسسة استخدامها فوراً والخزينة الصافية على درجة كبيرة من الأهمية لأنها تشير عن وجود أو عدم وجود توازن مالي للمؤسسة.

$$\text{الخزينة الصافية} = \text{رأس المال العامل} - \text{احتياج رأس المال العامل}$$

**الجدول رقم (07): التحليل بواسطة النسب المالية لمطاحن بني هارون للفترة 2010-2014**

البيان	رأس المال العامل	احتياج رأس المال العامل	الخزينة الصافية	السنوات
	1.109.672.216.84	556.149.416.12	553.522.800.72	2010
	1.251.023.794.95	568.703.089.63	682.320.705.32	2011
	1.686.688.495.75	427.177.559.08	1.259.510.936.67	2012
	278.945.927.56	271.410.349.71	7.535.577.85	2013
	567.014.458.47	369.135.074.19	197.879.384.28	2014

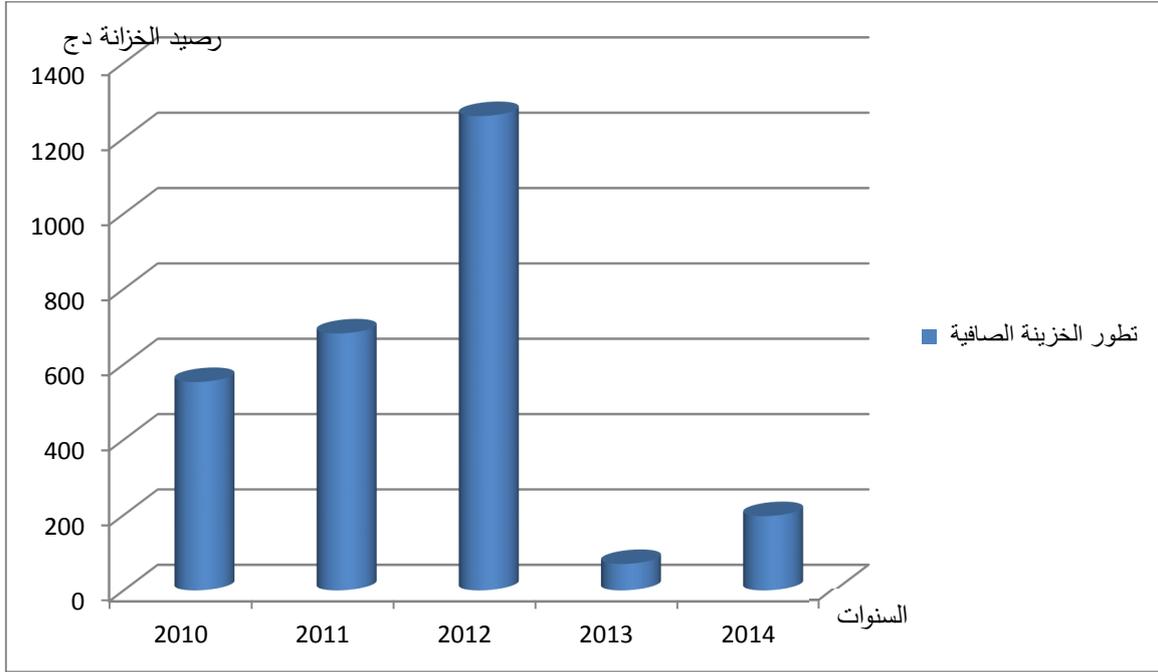
**المصدر:** من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ميزانية الأصول والخصوم لمؤسسة مطاحن بني هارون (2010-2014).

**التعليق:**

من خلال الجدول نلاحظ أن مؤسسة مطاحن بني هارون استطاعت تمويل الأصول غير الجارية بالخصوم الجارية وحقت هامش أمان أو ما يعرف برأس المال العامل وهو في ارتفاع من سنة لأخرى أما بالنسبة للتمويل الخاص ففاقت الواحد وهذا يعني أن الأموال الخاصة غطت جزء كبير من الأصول الغير جارية، كما أن ما حققت من هامش أمان في كل السنوات يوجه لتغطية الأصول الجارية أما بالنسبة للسيولة العامة فهي تشهد ارتفاع مما يمكن للمؤسسة مواجهة الخصوم الجارية ويشير الجدول كذلك إلى أن السيولة الجاهزة كانت في تغير مستمر أما بالنسبة للمديونية فتشير إلى أن مؤسسة مطاحن بني هارون لا تعتمد على الاستدانة وإنما تعتمد على أموال الملكية ونسبة الاستقلالية كلها أكبر من النصف مما يدل على استقلاليتها واعتمادها على قدرتها التمويلية بذاتها ولا تعتمد على الديون.

فإن هذا التحليل هو تشخيص للوضع المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون حيث يعتمد أساسا على دراسة ميزانية لكل السنوات والتي وضحت أن الوضع المالي للمؤسسة متوازنة وذلك بعد التحليل بمؤشرات التوازن المالي، وتحليل النسب ومن ثم التوصل إلى أن المؤسسة تحتوي على نسبة مالية قائمة على رأسمالها الخاص والتي يعني بالتزاماتها اتجاه الغير.

الشكل رقم (21): تطور الخزينة الصافية لمطاحن بني هارون خلال الفترة 2010-2014



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ميزانية الأصول والخصوم لمؤسسة مطاحن بني هارون (2010-2014).

## 2. التحليل بواسطة النسب المالية:

تعتبر عملية التحليل بواسطة النسب المالية طريقة ذات أهمية وذلك نظرا لفاعلية هذه الطريقة وسهولتها وامكانية استخراج مفاهيم مهمة تساعد على التعمق في تقييم الوضع المالي للمؤسسة وذلك خلال ربط القيم التالية، دراستها، تحليل نتائجها واتخاذ القرارات اللازمة.

الجدول رقم (08): حساب الخزينة الصافية للفترة 2010-2014 (وحدة مليون دج)

2014	2013	2012	2011	2010	العلاقة	البيان
1.25	1.11	2.76	2.25	2.03	$\frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{القيم الثابتة الصافية}}$	تمويل الدائمة
1.25	1.11	2.76	2.06	1.86	$\frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{القيم الثابتة الصافية}}$	تمويل الخاصة
0.89	0.90	0.86	0.65	0.64	$\frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{مجموع الخصوم}}$	الاستقلالية المالية
69.10	42.48	96.77	67.51	241.46	$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{ديون قصيرة الأجل}}$	السيولة العامة
0.13	0.094	0.040	0.25	0.07	$\frac{\text{القيم الجاهزة}}{\text{ديون قصيرة الأجل}}$	السيولة الجاهزة
0.004	0.004	0.004	0.003	0.002	$\frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الخصوم}}$	المديونية

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ميزانية الأصول والخصوم لمؤسسة مطاحن بني هارون (2010-2014).

التعليق:

حيث سجل حساب الخزينة الصافية لمؤسسة مطاحن بني هارون قيم موجبة طول السنوات الخمس هذا ما يدل على وجود نوازن مالي بين رأس المال العامل من جهة واحتياجات رأس المال العامل من جهة أخرى مما يدل على توفر المؤسسة على هامش سيولة يمكنها من تغطية احتياجات دورة الاستغلال لكافة السنوات.

من خلال الجدول نلاحظ أن مؤسسة بني استطاعت تمويل الأصول غير الجارية بالخصوم الجارية وذلك لأن نسبة التمويل الدائمة موجبة ومنتزيدة في 2010 ب2.03 وكذلك في سنة 2011 نسبة 2.28 وهذا ما يدل على أن الأموال الدائمة لدى المؤسسة كبيرة ولكن انخفضت في كل من سنة 2013 و 2014 إلى أن وصلت إلى 1.25 مما يستلزم على المؤسسة زيادة رأس أموالها الدائمة.

أما بالنسبة للتمويل الخاص فكان مرتفع في السنوات الثلاثة الأولى حتى وصل إلى 2.76% أما في السنتين الأخيرتين تراجع بسبب نقص الأموال الخاصة لدى المؤسسة فجب عليها العمل على زيادة رأسمالها.

كما نلاحظ أن الاستقلالية المالية أكبر من الصفر وتقترب من الواحد خاصة في السنوات الأخيرة بـ 0.29% مما يدل على أنها قادرة على تمويل ذاتها بذاتها.

أما بالنسبة للسيولة الجاهزة كانت 0.07 لسنة 2010 ثم ارتفعت إلى 0.28% لسنة 2011 غير أنه انخفض في سنة 2012 سنة 2013 بنسب 0.040 و 0.099 مما يدل على نقص السيولة الجاهزة في المؤسسة.

أما بالنسبة للمديونية فإن مؤسسة مطاحن بني هارون لا تعتمد على الاستدانة وإنما على أموال ملكيتها.

### المطلب الثاني: الهيكل المالي لوحدة مطاحن بني هارون

يتكون الهيكل المالي من مجموعتين عن طريق أموال الملكية أو التمويل الذاتي والتمويل عن طريق الاستدانة وفيما يلي سنحاول معرفة قيمة كل مصدر من مصادر الهيكل المالي للوحدة خلال الفترة المدروسة.

#### 1. أموال الملكية (التمويل الذاتي):

يحتل التمويل عن طريق أموال الملكية حيزا كبيرا ضمن الهيكل المالي لوحدة مطاحن بني هارون كما أنه يشهد تطورا ملحوظا من سنة لأخرى خلال الفترة المدروسة وسنستعرض من خلال الجدول رقم 07 لتركيبية الملكية لأموال الملكية وتطورها خلال الفترة المدروسة.

الجدول رقم (09): أموال الملكية (التمويل الذاتي) لوحدة مطاحن بني هارون 2010-2014

2014	2013	2012	2011	2010	السنوات البيان
600.000.000.00	600.000.000.00	600.000.000.00	600.000.000.00	600.000.000.00	رؤوس الأموال الخالصة
494.015.501.15	494.015.501.15	494.015.501.15	-	-	رأس المال تم إصداره
1.580.582.889.44	1.096.251.666.40	1.028.063.986.86	954.039.983.43	934.329.461.55	رأس المال غير مستعان به
55.868.913.72	134.259.451.38	116.117.679.54	104.434.003.43	55.868.913.72	علاوات واحتياطات (احتياطات مدمجة)
-	401.493.671.66	401.493.671.66	401.493.671.66	399.914.686.23	النتيجة الصافية
2.824.228.227.20	2.726.020.290.59	2.639.690.839.21	2.059.967.658.52	1.990.113.061.50	رؤوس أموال خاصة أخرى
					قيمة التمويل الذاتي (أموال الملكية)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ميزانية الأصول والخصوم لمؤسسة مطاحن بني هارون (2010-2014).

التعليق:

من خلال الجدول المبين أعلاه نلاحظ أن قيم التمويل الذاتي كلها موجبة وهذا راجع إلى اعتماد المؤسسة من خلال الأموال الخاصة كما أن ارتفاع قيم النتيجة الصافية في كل السنوات أدى إلى ارتفاع قيم التمويل الذاتي، ولا تعتمد على التمويل لخارجي أي لا تلجأ للاستدانة وإنما تمول من أموالها الداخلية.

2. أموال الاستدانة:

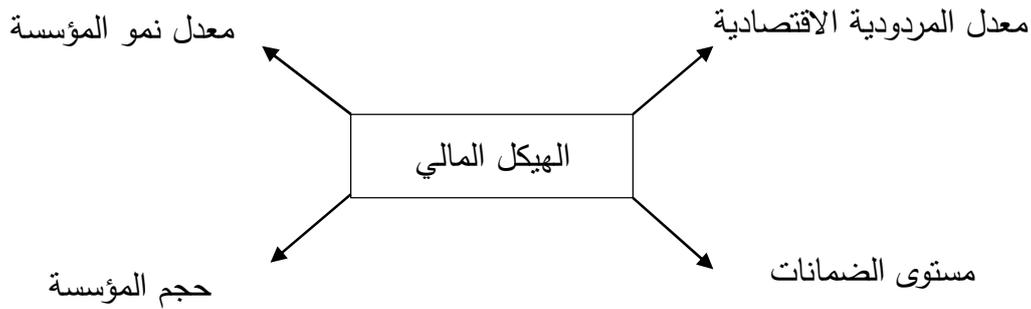
نظرا لكفاية الأموال الذاتية لمؤسسة مطاحن بني هارون مما جعلها لا تعتمد على أموال خارجية من الغير أو ما يعرف بأموال الاستدانة لأنه كما لاحظنا سابقا في المديونية كما يدل على قدرة المؤسسة على تمويل كل مستحقاتها بأموالها الذاتية.

## المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في بناء الهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون للفترة 2010-2014

إن اختيار مؤسسة مطاحن بني هارون لمصادر تمويل التمويل بنسبة معينة لهيكلها المالي تمليه مجموعة من العوامل منها ما هو داخلي يتعلق بالمؤسسة نفسها ومنها ما هو خارجي تحكمه متغيرات المحيط الاقتصادي بشكل عام ومن خلال دراستنا لهذه المحددات نحاول قياس مرونة وقدرة المؤسسة على الاستفادة من مختلف مصادر التمويل المتاحة ومن بين أهم العوامل المؤثرة في اختيار تشكيل الأموال المناسبة للمؤسسة، كشف مراجعة الإطار النظري عن وجود العديد من المتغيرات التي يتعين مراعاتها عند دراسة الهيكل المالي وقد اكتفينا بعرض أربعة متغيرات فقط، وهي المتغيرات التي رأينا ضرورة دراستها في المؤسسة الحالية لأننا نعتقد بأنها المحددات الأكثر تأثيراً في القرارات المتعلقة بالهيكل المالي مؤسسة مطاحن بني هارون خاصة بالعديد من هذه المتغيرات والتي يتم عرضها بالتحليل في هذه الدراسة وبالتالي يتم اختيارها كمتغيرات بالدراسة الحالية.

تعتمد الدراسة نموذج قياس يبين العلاقة بين المتغير المعتمد (الهيكل المالي والمتغيرات المستقلة) وهي: معدل المردودية الاقتصادية، مستوى الضمانات، معدل نمو المؤسسة، حجم المؤسسة، ويمكن وضع النموذج كما يلي:

الشكل رقم (22): نموذج الدراسة



المصدر: سليمان شلال وآخرون، العوامل المحددة للهيكل المالي في حركات أعمال حالة التطبيق.

التعليق:

الشكل يمثل نموذج الدراسة والمتمثلة في الهيكل المالي لمتغير تابع ومعدل المردودية الاقتصادية، مستوى الضمانات، معدل نمو المؤسسة، حجم المؤسسات كمتغيرات مستقلة.

## 1. متغير تابع:

يمثل الهيكل المالي متغير تابع لنموذج الدراسة ولقد استخدمت عدة مؤشرات لقياسه نذكر منها ما يلي:

### الجدول رقم (10): حساب رأس المال العامل للفترة 2010-2014 (وحدة مليون دج)

2014	2013	2012	2011	2010	السنوات البيان
0.004	0.004	0.04	0.06	0.06	نسبة المديونية الاجتماعية
0.004	0.004	0.004	0.003	0.002	نسبة المديونية قصيرة الأجل
-	-	-	0.06	0.06	نسبة المديونية طويلة الأجل

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ميزانية الأصول والخصوم لمؤسسة مطاحن بني هارون (2010-2014).

### التعليق:

الجدول عبارة عن نسب المديونية الثلاثة التي تعبر عن متغير تابع أي الهيكل المالي والذي أخذت بالعلاقات التالية:

$$\begin{aligned}
 & - \text{نسبة المديونية الاجتماعية DT: } \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الميزانية}} \\
 & - \text{نسبة المديونية قصيرة الأجل DST: } \frac{\text{الديون قصيرة الأجل}}{\text{إجمالي الميزانية}} \\
 & - \text{نسبة المديونية طويلة الأجل DLT: } \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الميزانية}}
 \end{aligned}$$

## 2. متغيرات مستقلة:

يتفق الباحثون على أنه ليس هناك إلمام بالمتغيرات المحددة للهيكل المالي وهذا يدل على عدم وجود نموذج مستقر يوضح نهائيا هذه المتغيرات بعد الآن ولأن اتفاق هؤلاء الباحثين يرجع أساسا إلى اختلال في المعطيات العينية والإطار الزمني والمكاني لها.

### أ. معدل مردودية المؤسسة:

من العوامل المحددة للهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون القرارم قوقة مردودية المؤسسة والتي نصت فرضية الدراسة على الفرض التالي:

- من المتوقع وجود علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين المتغير التابع والمردودية الاقتصادية للمؤسسة.
- لقد استعملت بعض الدراسات لقياس المردودية هذا ما يعرف بالمردودية الاقتصادية وسوف يتم التعبير عن المردودية الاقتصادية بالنسبة المئوية:

المردودية الاقتصادية = النتيجة الاقتصادية - اجمالي الأصول

**الجدول رقم (11): معدلات المردودية الاقتصادية مؤسسة مطاحن بني هارون 2010-2014**

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
البيان					
المردودية الاقتصادية	0.01	0.03	0.03	0.004	0.04

**المصدر:** من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية لمؤسسة مطاحن بني هارون (2010-2014).

**التعليق:**

مردودية مؤسسة مطاحن بني هارون القرارم قوفا تعرف تغيرا من سنة إلى أخرى غير أنها بقيت ثابتة من سنة 2011 إلى 2012 بـ 0.03 وكذلك 2013 و 2014 بـ 0.04.

**ب. مستوى الضمانات:**

من العوامل المحددة للهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون القرارم قوفا مستوى الضمانات والتي تصف فرضية الدراسة على الفرض التالي: من المنتظر وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين المتغير التابع ومستوى الضمانات وسوف تستخدم بهذه الدراسة المتغيرة عن مستوى الضمانات السنة المئوية.

مستوى الضمانات = الأصول الثابتة / اجمالي الأصول

**الجدول رقم (12): مستوى الضمانات مؤسسة مطاحن بني هارون 2010-2014**

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
البيان					
مستوى الضمانات	0.34	0.31	0.31	0.81	0.71

**المصدر:** من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ميزانية الأصول والخصوم لمؤسسة مطاحن بني هارون (2010-2014).

**التعليق:**

مستوى الضمان الذي تقدمه مؤسسة مطاحن بني هارون القرارم قوقة كانت منخفضة في السنوات الثلاثة الأولى لكن بعد سنة 2013 ارتفع إلى 0.81 وكذلك سنة 2014 إلى 0.71.

**ج. معدل نمو المؤسسة:**

من العوامل المحددة للهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون القرارم قوقة معدل نمو المؤسسة والتي نصت فرضية الدراسة على الفرض التالية: ومن المتوقع أن هناك علاقة طردية بين متغير تابع ومعدل نمو المؤسسة.

معدل النمو = رقم أعمال السنة - رقم أعمال السنة السابقة/ رقم أعمال السنة السابقة

**الجدول رقم (13): معدل النمو مؤسسة مطاحن بني هارون 2010-2014**

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
البيان					
معدل النمو	0.14	0.22	0.01-	0.03	0.07

**المصدر:** من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ميزانية حساب النتائج لمؤسسة مطاحن بني هارون (2010-2014).

**التعليق:**

معدل نمو مؤسسة مطاحن بني هارون القرارم قوقة كان سالب سنة 2012 ثم بعد ذلك أخذ معدل موجب ما يدل على أن معدل نمو المؤسسة ارتفع في السنوات الأخيرة 2013 بـ 0.03 و 2014 بـ 0.07.

**د. حجم المؤسسة:**

هو من العوامل المحددة للهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون القرارم قوقة التي نصت فرضية الدراسة على الفرض التالية: أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع وحجم المؤسسة.

وقد استخدمت عدة مؤشرات لقياس حجم المؤسسة منها: صافي المبيعات، صافي الأصول، عدد العمال، ولغرض تبسيط الحسابات نستعمل في الدراسة صافي الأصول لقياس حجم مؤسسة مطاحن بني هارون وحدة قرارم قوقة كما يلي:

حجم المؤسسة = صافي الأصول

**الجدول رقم (14): حجم المؤسسة مؤسسة مطاحن بني هارون 2010-2014**

2014	2013	2012	2011	2010	السنوات البيان
3.151.052.119.37	3.017.897.330.56	3.043.998.225.31	3.159.501.104.58	3.104.528.763.83	معدل النمو

**المصدر:** من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ميزانية الأصول لمؤسسة مطاحن بني هارون (2010-2014).

**التعليق:**

من الجدول يلاحظ أن حجم المؤسسة يزداد من سنة لأخرى حيث أصبحت في سنة 2011 أكبر من سنة 2010 و تم انخفاض بنسبة صغير خلال سنة 2012 و 2013 و عاود الارتفاع سنة 2014 بـ 3.151.052.119.37.

## خلاصة:

من خلال هذا الفصل تمت الإجابة عن الإشكالية الرئيسية للمبحث المتعلقة بالعوامل المحددة للهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون القرارم قوقة بميلة وذلك من خلال تحليل في تشخيص الوضعية المالية لهذه المؤسسة التي وصلت الدراسة إلى أن المؤسسة في وضعية مالية مريحة والتعرف على الميزانية المالية التركيز على جانب الخصوم باعتباره يمثل الهيكل المالي للمؤسسة، هذا الأخير نتحكم بناء على عدة عوامل محددة ومن بين العوامل التي نعتقد انها الأكثر تأثيرا على القرارات التمويلية للمؤسسة والمتلائمة مع البيئة الجزائرية هي عامل مردودية المؤسسة، حجم المؤسسة، مستوى الضمانات، معدل نمو المؤسسة.

من خلال اختبار الملاءمة الإحصائية بين الهيكل المالي ومجموعة المتغيرات المستقلة خلص إلى وجود علاقة طردية معنوية مع متغير مستوى الضمانات، وعلاقة عكسية مع متغير حجم المؤسسة وهذا يعني أن لكل من مستوى الضمانات وحجم المؤسسة محددتين رئيسيين للهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون القرارم قوقة بميلة.

الملحق رقم 01: جدول يمثل ميزانية الأصول لمؤسسة مطاحن بني هارون قرارم قوقة للفترة 2010-2014

2014	2013	2012	2011	2010	التعيين
					أصول غير جارية
					فارق بين الاقتناء- المنتوج الايجابي والسلبى
294.097.06	123.963.31	175258.54	226553.74		تثبيات معنوية
795.237.172.62	840.722.704.54	886.323.347.27	933845563.51	1002.478.296.91	تثبيات عينية
7979730.64	-	-	-	-	تثبيات جارية
-	-	-	-	-	تثبيات مالية
-	-	-	-	-	سندات موضوعات موضع معادلة
-	-	-	-	-	مساهمات أخرى وحسابات دائنة ملحقة بها.
1.430.000.000.00	1580.000.000.00	-	-	-	سندات أخرى مثبتة
30.916.50	30.916.50	50.030.916.50	50030916.50	50040000.00	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية
23.671.851.91	26.196.778.68	16.472.821.15	14.686.588.60	15056967.90	ضرائب مؤجلة على الأصل
2.257.213.768.73	2447074363.03	953002343.46	998789622.35	1.067.575.264.81	مجموع الأصل غير الجاري
					أصول جارية
-	-	-	-	-	مخزونات قيد التنفيذ
233.904.725.74	152.791.759.91	249.792.490.34	220.958.270.55	161.249.123.69	حسابات دائنة واستخدامات مماثلة
-	-	-	-	-	دين ضريبي
-	-	-	199.383.467.57	199.383.467.57	الزبائن
293.787.63	678.794.61	106.779.626.62	89.015.697.65	109.163.230.42	مجمع الشركة
43.167.265.82	43.167.265.82	-	-	-	المدينون الآخرون
42.593.341.06	34.127.887.50	40.675.290.50	26.418.690.50	10.357.782.00	الضرائب وما شابهها.
49.175.953.94	48.079.678.81	51.537.796.34	64.933.742.59	84.423.797.25	حسابات دائنة أخرى
-	-	-	-	7950.00	الموجودات وما شابهها
-	-	-	-	-	الأموال الموظفة والأصول المالية الجارية
100.000.000.00	-	1.520.000.000.00	750.000.000.00	1.240.000.000.00	الخزينة
424.703.276.45	285.977.580.88	220.210.678.05	810.001.613.37	232.368.148.09	الأصول الجارية
893.838.350.64	570.822.967.53	2090.995.891.85	2160711489.23	2.036.953.499.02	مجموع الأصول الجارية
3.151.052.119.37	3.017.897.330.56	3.043.998.225.31	3.159.501.104.58	3.104.528.768.83	

الملحق رقم 02: جدول يمثل ميزانية خصوم مؤسسة مطاحن بني هارون قرارم قوقة للفترة 2010-2014

2014	2013	2012	2011	2010	التعيين
600.000.000.00	600.000.000.00	600.000.000.00	600.000.000.00	600.000.000.00	رؤوس الأموال الخاصة
494.015.501.15	494.015.501.15	494.015.501.15	-	-	رأس المال تم إصداره
1.580.582.889.44	1096.251.666.40	1.028.063.986.86	954.039.983.43	934.329.491.55	رأس المال الغير مستعان به
-	-	-	-	-	علاوات واحتياطات- احتياطات مدمجة
-	-	-	-	-	فوارق إعادة التقييم
149.629.836.61	134.259.451.39	116.117.679.54	104.434.003.43	55.868.913.72	فارق المعادلة
-	401.493.671.66	401.493.671.66	401.493.671.66	399.914.686.23	نتيجة الصافية (مرحل من جديد).
2.824.228.227.20	2.726.020.290.59	2.639.690.839.21	2.059.967.659.52	1.990.113.061.50	رؤوس أموال خاصة أخرى (ترحيل من جديد)
-	-	-	496.726.839.78	494.015.501.50	مجموع رؤوس الأموال الخاصة
-	-	-	306.881.081.00	306.881.081.00	قروض وديون مالية
-	-	-	189.845.758.78	187.134.42.15	سلفية الاستثمار
72.219.291.72	79.708.339.96	82.965.391.20	108.864.116.53	108.864.116.53	دائون ماليون
155.411.534.48	160.319.600.79	152.555.430.99	145.104.491.95	129.341.406.93	ضرائب مؤجلة ومرصود لها
227.630.826.20	240.027.940.75	235.520.812.19	750.695.448.26	732.221.043.61	مؤونات ومنتوجات ثابتة مسبقا
-	-	-	182.002.603.73	182.002.603.73	مجموع الخصوم غير الجارية
12.433.646.98	2.925.615.15	20.843.211.95	11.394.404.34	63.093.995.33	الخصوم الجارية
69.184.095.88	27.596.233.32	113.510.318.04	113.510.318.03	113.510.318.03	ضريبة الحبوب
4.614.642.52	1.892.213.97	21.607.644.7	32.004.779.23	15.119.555.74	موردون وحسابات ملخصة
12.933.680.59	13.435.036.78	12.825.339.20	9.925.832.27	8.435.934.81	عملية المجمع
-	-	-	-	32.210.08	ضرائب
99.193.065.97	51.849.099.22	168.786.573.91	348.837.997.80	382.194.677.72	ديون أخرى
3.151.052.119.37	3.017.897.330.56	3.043.998.225.31	3.159.501.104.58	3.104.528.768.83	الخصومة السلبية
					مجموع الخصوم الجارية
					المجموع العام للخصوم

الملحق رقم 03: جدول يمثل حسابات النتائج لمؤسسة مطاحن بني هارون للفترة 2010-2014

رقم الحساب	البيان	2010	2011	2012	2013	2014
70	رقم الأعمال	1.864.120.459.88	2.285.411.891.91	2.262.348.161.64	2.349.870.305.90	2.530.98.852.95
72	تغيرات المنتوجات المنتجة و قيد الصنع	-	2.874.885.00	3.376.940.00	4.766.275.00	1.771.510.00
73	الإنتاج المثبت	12.092.725.00	-	-	-	-
73+70	إنتاج السنة المالية	1.852.027.734.88	2.288.286.776.91	2.265.725.101.64	2.354.636.580.90	2.529.218.342.95
60	المشتريات المستهلكة	1.570.505.697.45	1.879.057.641.10	1.900.170.008.84	1.948.450.746.03	2.085.519.431.81
62-61	الخدمات الخارجية والاستهلاكات	20.617.130.68	20.925.736.95	22.257.060.34	20.989.543.81	2.935.816.85
62+61+60	استهلاك السنة المالية	1.591.122.823.13	1.899.983.378.05	1.922.427.069.18	1.969.440.289.84	2.113.455.248.66
2-1	القيمة المضافة للاستغلال	260.904.906.75	388.303.398.86	343.298.032.46	358.196.291.06	415.763.094.29
63	أعباء المستخدمين	162.918.387.53	210.376.863.10	217.464.970.42	206.414.401.06	206.522.209.37
64	الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة	7.014.045.73	9.441.307.32	28.129.936.19	6.246.992.91	9.937.533.25
64-63-1	إجمالي فائض الاستغلال	90.972.473.49	168.485.228.44	97.703.125.85	172.534.897.09	199.303.351.67
75	المنتجات التشغيلية الأخرى	529.359.30	6.738.908.24	21.124.209.15	7.468.965.14	7.683.828.60
65	الأعباء التشغيلية الأخرى	2.950.553.86	4.264.832.40	1.221.024.49	7.928.936.28	1.370.53.75
68	مخصص الاهتلاكات والمؤونات	155.197.254.36	87.388.903.10	88.135.058.50	76.759.098.75	66.656.386.43
78	استرجاع على خسائر القيمة	99.446.840.50	22.631.372.58	45.496.048.88	18.254.455.98	10.269.260.37
+65+75+4 78+62	النتيجة التشغيلية	32.300.865.07	106.201.773.76	74.967.300.89	113.570.283.18	139.986.422.4
76	المنتوجات المالية	35.539.983.46	26.377.235.34	32.701.77.79	35.304.402.75	4.267.155.24
66	الأعباء المالية	3.631.981.81	2.711.338.63	-	-	-
66-76	النتيجة المالية	31.908.001.65	23.665.896.71	32.701.777.79	35.304.402.75	4.267.155.24
6+5	النتيجة العادية قبل الضرائب	64.708.866.72	129.867.670.47	107.669.07.63	148.874.685.93	186.253.577.70
695-698	الضرائب الواجب دفعها على النتيجة	8.839.953.00	25.433.667.04	19.236.367.02	27.596.233.32	41.587.862.56
-	مجموع منتوجات الأنشطة العادية	1.987.543.918.14	2.344.034.293.07	2.65.047.137.46	-	-
-	مجموع الأعباء للأنشطة العادية	1.931.675.004.42	2.239.600.289.64	2.248.929.457.92	-	-
-	النتيجة الصافية للأنشطة العادية	55.868.913.72	104.434.003.43	116.117.679.54	134.259.451.38	149.629.836.61
881	صافي نتيجة السنة المالية	55.868.913.72	104.434.003.43	116.117.679.54	134.259.451.38	149.629.836.61

خاتمة

## خاتمة:

بهذا العرض نكون قد وصلنا إلى معرفة أهمية محددات التمويل ومصادره ورغم هذه الأهمية مازال يعاني هذا القطاع من مشاكل أهمها مشكلة التمويل وبالتالي صعوبة بناء الهيكل المالي موحد، خاص بهذا الأخير الذي يعتبر مزيج بين مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة لتمويل احتياجاتها التمويلية من أجل الوصول إلى هيكل مالي أمثل وهذا الأخير حظي بنظريات عديدة اعتبرت كأسس مفسرة للهيكل المالي والتي من أهمها: نظرية منظور تقليدي، نظرية مودقلياني وميلر، نظرية التوازن، نظرية التبادل، نظرية متعددة الأشكال، ونظرية الوكالة والتي تهدف إلى تحديد الهيكل التمويلي الأمثل الذي حقق أعلى مستوى للاستدانة عوض زيادة رأس المال بسبب رغباتها في المحافظة على سرية المعلومات الخاصة بها أو لزيادة مردودية المؤسسة هذا الخلاف أعطى ضرورة بوضع محددات تساعد على بناء هيكل مالي لأي مؤسسة حسب الخصائص التي تتميز بها وهذا ما تم دراسته لتتوصل هذه الدراسة إلى جملة من النتائج نلخصها فيما يلي:

- المتغيرين الذين يؤثران على الهيكل المالي لمؤسسة مطاحن بني هارون وحدة "القرارم قوقة" هما حجم المؤسسة بتأثير سلبي ومستوى الضمانات بتأثير إيجابي.
- مؤسسة مطاحن بني هارون وحدة "القرارم قوقة" لا تعتمد على الاستدانة إنما تقوم بتمويل نشاطها الاستغلالي من خلال أموالها الذاتية فقط.
- أما التوصيات التي يمكن تقديمها هي:
- محاولة اختيار هيكل تمويلي للمؤسسات يتلاءم مع حجمها وقدرتها ذلك أن الإختيار الغير سليم للهيكل المالي يؤدي إلى اختلالات مالية قد تؤدي بها إلى توقف النشاط.
- على المؤسسات الجزائرية اللجوء إلى أساليب المفاضلة بين البدائل التمويلية لاختيار أمثلها بما يحقق مردودية بأقل تكلفة، والتحليل المعمق للوضع المالي قبل اتخاذ أي قرار.
- على مؤسسة مطاحن بني هارون الاهتمام ببناء الهيكل المالي وأهم المحددات التي على أساسها يبني هيكل مالي أمثل.

وفي الأخير تم بفضل الله تعالى اتمام هذا العمل المتواضع الذي نرجو أن نكون قد وفقنا في إنجازه والله الموفق.

# قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

1. الكتب:

1. أندرواس عاطف وليم، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، 2007، دار الفكر الجامعية، مصر.
2. أوجين بريجهام وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009.
3. بن حبيب عبد الرزاق، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ط4، 2009، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
4. بن ساسي إلياس، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ط2، 2011، دار وائل للنشر.
5. بوراس أحمد، تمويل المنشآت الاقتصادية، 2008، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر.
6. التميمي عدنان تايه والتميمي أرشد فؤاد، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
7. التميمي عدنان تايه والتميمي أرشد فؤاد، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
8. حداد فايز سليم، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
9. حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
10. حماد طارق عبد العال، تقييم وإعادة هيكلة الشركات وتحديد قيمة المنشأة، 2008، الدار الجامعية، مصر.

11. الحناوي محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، 1998، مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر.
12. الحناوي محمود صالح، الإدارة المالية، التحليل المالي للمشروعات الجديدة، 2009، المكتب الجامعي الحديث.
13. حنفي عبد الغفار قرياص وزكي رميسة، مدخل معاصر في الإدارة المالية، 2002، الدار الجامعية، مصر.
14. حنفي عبد الغفار، الإدارة المالي مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2007.
15. خالص صافي خالص، رقابة تسيير المؤسسة في ظل اقتصاد السوق، 2007، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
16. خصاونة محمد قاسم، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2011.
17. الراوي خالد وبركات عبد الله والريحي نضال، نظرية التمويل الدولي، 2002، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن.
18. السالم مؤيد سعي، نظرية المنظمة للهيكل والتصميم، ط2، 2005، دار وائل للنشر، الأردن.
19. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، 2006.
20. الشواور فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، 2008، ص84.
21. صخري عمر، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.

22. العامري محمد علي ابراهيم، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، الأردن، 2013.
23. العامري محمد علي ابراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، 2010.
24. عباس علي، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
25. العبد جلال ابراهيم، الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الجديدة، 2009، المكتب الجامعي الحديث.
26. عدون ناصر دادي، اقتصاد المؤسسة للطلبة الجامعيين، ط2، دار المحمدية، الجزائر.
27. عقل محمد مفلح، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
28. علوان قاسم نايف، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق ط2، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص322.
29. العلي أسعد حميد، الإدارة المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط2، 2012.
30. غنيم حسن عطا، دراسات في التمويل والتحليل المالي، 2005، المكتبة الأكاديمية، مصر.
31. فؤاد التميمي أرشد، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
32. كراجه عبد الحليم وآخرون، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، ط2، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.

33. لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ط7، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
34. متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010.
35. النجار عبد العزيز، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007.
36. النعيمي عدنان تايه وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2011، ط4.
37. الهندي منير ابراهيم، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية الأسهم والسندات، ط2، منشأة المعارف جلال وشركاءه، مصر، 2006.
38. هندي منير ابراهيم، الفكر الحديث في الاستثمار المالي، منشأة المعارف، مصر، 1998.
39. هندي منير ابراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، 2003، منشأة المعارف، مصر.
40. هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- II. المذكرات والرسائل:

1. بلدي كنزة، العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، 2013.

2. بوحادرة عبد الكريم، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، دور سياسة الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، 2011-2012.
3. دعاس مصعب، قرار التمويل في إطار محددات للهيكل المالي لمنظمات الأعمال "دراسة حالة معينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين 2007-2010، مذكرة تخرج ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر3، 2011-2012.

**المجلات:**

- دادن عبد الوهاب، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، عدد 7، 2009-2010.

الملاحق

**01: جدول يمثل ميزانية الأصول لمؤسسة مطاحن بني هارون قرارم قوقة للفترة 2010-2014**

2014	2013	2012	2011	2010	التعيين
					أصول غير جارية
					فارق بين الاقتناء- المنتوج الايجابي والسلبى
294.097.06	123.963.31	175258.54	226553.74		تثبيات معنوية
795.237.172.62	840.722.704.54	886.323.347.27	933845563.51	1002.478.296.91	تثبيات عينية
7979730.64	-	-	-	-	تثبيات جارية
-	-	-	-	-	تثبيات مالية
-	-	-	-	-	مساهمات أخرى وحسابات دائنة ملحقة بها.
1.430.000.000.00	1580.000.000.00	-	-	-	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية
30.916.50	30.916.50	50.030.916.50	50030916.50	50040000.00	
23.671.851.91	26.196.778.68	16.472.821.15	14.686.588.60	15056967.90	
2.257.213.768.73	2447074363.03	953002343.46	998789622.35	1.067.575.264.81	مجموع الأصل غير الجاري
					أصول جارية
-	-	-	-	-	مخزونات قيد التنفيذ
233.904.725.74	152.791.759.91	249.792.490.34	220.958.270.55	161.249.123.69	
-	-	-	-	-	دين ضريبي
-	-	-	199.383.467.57	199.383.467.57	
293.787.63	678.794.61	106.779.626.62	89.015.697.65	109.163.230.42	
43.167.265.82	43.167.265.82	-	-	-	المدينون الآخرون
42.593.341.06	34.127.887.50	40.675.290.50	26.418.690.50	10.357.782.00	الضرائب وما شابهها.
49.175.953.94	48.079.678.81	51.537.796.34	64.933.742.59	84.423.797.25	
-	-	-	-	7950.00	
-	-	-	-	-	الموجودات وما شابهها
100.000.000.00	-	1.520.000.000.00	750.000.000.00	1.240.000.000.00	الموظفة والأصول المالية الجارية
424.703.276.45	285.977.580.88	220.210.678.05	810.001.613.37	232.368.148.09	الخزينة
893.838.350.64	570.822.967.53	2090.995.891.85	2160711489.23	2.036.953.499.02	الأصول الجارية
3.151.052.119.37	3.017.897.330.56	3.043.998.225.31	3.159.501.104.58	3.104.528.768.83	مجموع الأصول الجارية

02: جدول يمثل ميزانية خصوم مؤسسة مطاحن بني هارون قرارم قوقة للفترة 2010-2014

2014	2013	2012	2011	2010	التعيين
600.000.000.00	600.000.000.00	600.000.000.00	600.000.000.00	600.000.000.00	رأس المال الغير مستعان به
494.015.501.15	494.015.501.15	494.015.501.15	-	-	علاوات واحتياطات- احتياطات
1.580.582.889.44	1096.251.666.40	1.028.063.986.86	954.039.983.43	934.329.491.55	فوارق إعادة التقييم
-	-	-	-	-	فارق المعادلة
-	-	-	-	-	نتيجة الصافية (مرحل من جديد).
149.629.836.61	134.259.451.39	116.117.679.54	104.434.003.43	55.868.913.72	رؤوس أموال خاصة أخرى (ترحيل من جديد)
-	401.493.671.66	401.493.671.66	401.493.671.66	399.914.686.23	
2.824.228.227.20	2.726.020.290.59	2.639.690.839.21	2.059.967.659.52	1.990.113.061.50	
-	-	-	496.726.839.78	494.015.501.50	قروض وديون مالية
-	-	-	306.881.081.00	306.881.081.00	سلفية الاستثمار
-	-	-	189.845.758.78	187.134.42.15	دائنون ماليون
72.219.291.72	79.708.339.96	82.965.391.20	108.864.116.53	108.864.116.53	ضرائب مؤجلة ومرصود لها
155.411.534.48	160.319.600.79	152.555.430.99	145.104.491.95	129.341.406.93	
227.630.826.20	240.027.940.75	235.520.812.19	750.695.448.26	732.221.043.61	مجموع الخصوم غير الجارية
-	-	-	182.002.603.73	182.002.603.73	الجارية
12.433.646.98	2.925.615.15	20.843.211.95	11.394.404.34	63.093.995.33	ضريبة الحبوب
69.184.095.88	27.596.233.32	113.510.318.04	113.510.318.03	113.510.318.03	عملية المجمع
4.614.642.52	1.892.213.97	21.607.644.7	32.004.779.23	15.119.555.74	
12.933.680.59	13.435.036.78	12.825.339.20	9.925.832.27	8.435.934.81	ديون أخرى
-	-	-	-	32.210.08	الخزينة السلبية
99.193.065.97	51.849.099.22	168.786.573.91	348.837.997.80	382.194.677.72	الجارية
3.151.052.119.37	3.017.897.330.56	3.043.998.225.31	3.159.501.104.58	3.104.528.768.83	

03: جدول يمثل حسابات النتائج لمؤسسة مطاحن بني هارون 2010-2014

2014	2013	2012	2011	2010	البيان	
2.530.98.852.95	2.349.870.305.90	2.262.348.161.64	2.285.411.891.91	1.864.120.459.88		70
1.771.510.00	4.766.275.00	3.376.940.00	2.874.885.00	-	تغيرات المنتوجات المنتجة و قيد	72
-	-	-	-	12.092.725.00		73
2.529.218.342.95	2.354.636.580.90	2.265.725.101.64	2.288.286.776.91	1.852.027.734.88	إنتاج السنة المالية	73+70
2.085.519.431.81	1.948.450.746.03	1.900.170.008.84	1.879.057.641.10	1.570.505.697.45	المشتريات المستهلكة	60
2.935.816.85	20.989.543.81	22.257.060.34	20.925.736.95	20.617.130.68	الخدمات الخارجية والاستهلاكات	62-61
2.113.455.248.66	1.969.440.289.84	1.922.427.069.18	1.899.983.378.05	1.591.122.823.13	استهلاك السنة المالية	62+61+60
415.763.094.29	358.196.291.06	343.298.032.46	388.303.398.86	260.904.906.75	القيمة	2-1
206.522.209.37	206.414.401.06	217.464.970.42	210.376.863.10	162.918.387.53	أعباء المستخدمين	63
9.937.533.25	6.246.992.91	28.129.936.19	9.441.307.32	7.014.045.73		64
199.303.351.67	172.534.897.09	97.703.125.85	168.485.228.44	90.972.473.49		64-63-1
7.683.828.60	7.468.965.14	21.124.209.15	6.738.908.24	529.359.30	المنتجات العملياتية الأخرى	75
1.370.53.75	7.928.936.28	1.221.024.49	4.264.832.40	2.950.553.86	العملياتية الأخرى	65
66.656.386.43	76.759.098.75	88.135.058.50	87.388.903.10	155.197.254.36	مخصص الاهتلاكات والمؤونات	68
10.269.260.37	18.254.455.98	45.496.048.88	22.631.372.58	99.446.840.50	استرجاع على خسائر القيمة	78
139.986.422.4	113.570.283.18	74.967.300.89	106.201.773.76	32.300.865.07	النتيجة العملياتية	+65+75+4 78+62
4.267.155.24	35.304.402.75	32.701.77.79	26.377.235.34	35.539.983.46	المنتوجات المالية	76
-	-	-	2.711.338.63	3.631.981.81	الأعباء المالية	66
4.267.155.24	35.304.402.75	32.701.777.79	23.665.896.71	31.908.001.65	النتيجة المالية	66-76
186.253.577.70	148.874.685.93	107.669.07.63	129.867.670.47	64.708.866.72	النتيجة العادية قبل الضرائب	6+5
41.587.862.56	27.596.233.32	19.236.367.02	25.433.667.04	8.839.953.00	دفعها على النتيجة	695-698
-	-	2.65.047.137.46	2.344.034.293.07	1.987.543.918.14	مجموع منتوجات الأنشطة العادية	-
-	-	2.248.929.457.92	2.239.600.289.64	1.931.675.004.42	مجموع الأعباء للأنشطة العادية	-
149.629.836.61	134.259.451.38	116.117.679.54	104.434.003.43	55.868.913.72	النتيجة الصافية للأنشطة العادية	-
149.629.836.61	134.259.451.38	116.117.679.54	104.434.003.43	55.868.913.72	صافي نتيجة السنة المالية	881