

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد بوضياف بالمسيلة

ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية

كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

فرع: علوم الاقتصادية

ر: .....



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

تحت عنوان:

**أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة**

**دراسة حالة-مؤسسة حليب الحضنة بالمسيلة للفترة**

**(2018/2015)**

من إعداد: تحت إشراف:

- بوديسة محمد

- أرفيس زهرة

- أرفيس جهيدة

**لجنة المناقشة**

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
			رئيسا
			مشرفا ومقررا
			مناقشا

**السنة الجامعية: 2020-2019**

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



## الإهداء

الحمد لله الذي وفقني لهذا ولم أكن لأصل إليه لولا فضل الله علينا

أما بعد

إلى من نزلت في حقهم الآية الكريمة في قوله تعالى

"واخفض لهما جناح الذل من الرحمة"

إلى صاحب السيرة العطرة والفكر المستنير، فلقد كان له الفضل الأول في

بلوغي التعليم العالي "والدي الحبيب" أطال الله في عمره

إلى من وضعتني على طريق الحياة وجعلتني ربط الجأش، وراعتني حتى صرت

كبيرة "أمي الغالية" طيب الله ثراها

إلى إخوتي رياحين حياتي "فاتح - سمية - سهيلة - البشير"

إلى كل من ساعدني في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد.

أرفيس زهرة





## الإهداء

إلهي لا يطيب الذكر إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك  
ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك ولا تطيب الجنة إلا برأيتك (الله جل جلالك)

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة ونصح الأمة إلى نبي الرحمة ونور العالمين (سيدنا محمد  
صل الله عليه وسلم)

إلى من تتسابق الكلمات لتخرج معبرة عن المحبة والشكر والامتنان إلى أملي في الحياة وسر  
نجاحي وما تحت قدمها جنتي إلى القلب الناصع بالبياض أمني الغالية أدامها الله وأطال في  
عمرها

إلى من احمل اسمه بكل فخر إلى من جرع الكأس فارغا ليسقيني قطرة حب إلى من كلت  
أنامله ليقدّم لنا لحظة سعادة إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم إلى  
فيض الحب والحنان والنبض الساكن في عروقي أبي الغالي أدامه الله وأطال في عمره

إلى المحبة التي لا تتضب والخير بلا حدود إلى من أشاركهم كل حياتي إلى من لا تحلو  
الأيام إلا بهم أخي (عمر) أخواتي (نوال، إيمان، خولة، مروة) حماهم الله

إلى الأخوات التي لم تلهن أميوتنوقت معهم أجمل اللحظات إلى من جعلهم الله أخواتي بالله  
إلى من سارو معي الدرب صديقاتي (أم الخير، زهرة، وداد، سمية، صارة)

إلى جميع الأقارب والأصدقاء إلى من علمي حرف والى كل من ساعدني ولو بدعوة خير



## شكر و عرفان

نحمد الله عز وجل الذي وفقنا في إتمام هذا البحث العلمي المتواضع، والذي  
ألهمنا الصحة والعافية

فالحمد لله حمدا كثيرا

نتقدم بجزيل الشكر والتقدير للأستاذ الدكتور المشرف "بوديسة محمد" على كل ما  
قدمه لنا من توجيهات ومعلومات قيمة ساهمت في إثراء موضوع دراستنا في  
جوانبها المختلفة، كما نتقدم بجزيل الشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة الموقرة  
كما لا ننسى أن نتقدم بجزيل الشكر والامتنان للأستاذ "فراحتية رضوان" على  
مساهماته ومد يد العون لنا في إنجاز عملنا هذا.

ونشكر كل من ساعدنا من قريب أو بعيد ولو بكلمة أو دعوة صالحة

وفي الأخير نشكر كلا العائلتين ونخص بالذكر

الوالدين الكريمين على دعمهم.



فهرس

المحتويات

## فهرس المحتويات

### فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	شكر وعرافان
	الإهداء
I-II	فهرس المحتويات
III	فهرس الجداول
IV	فهرس الأشكال
V	فهرس الملاحق
أ - ث	مقدمة عامة
<b>الفصل الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي وأثره على قيمة المؤسسة</b>	
01	تمهيد
13 -02	المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي
07-02	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومحدداته
04 -02	الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي
07 - 04	الفرع الثاني: محددات الهيكل المالي
09 - 08	المطلب الثاني: الرفع المالي وعلاقته بتمويل الهيكل
09 - 08	الفرع الأول: مفهوم الرفع المالي
09	الفرع الثاني: علاقة الرفع المالي بتمويل الهيكل
13 - 09	المطلب الثالث: مكونات الهيكل المالي

## فهرس المحتويات

20 - 13	المبحث الثاني: علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة
14 - 13	المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة
16 - 14	المطلب الثاني: مبادئ وأهداف التقييم
20 - 17	المطلب الثالث: آليات ومداخل وطرق تحديد قيمة المؤسسة
17	الفرع الأول: آليات تحديد تقييم المؤسسة
18 - 17	الفرع الثاني: مداخل تقييم المؤسسة
20 - 18	الفرع الثالث: طرق التقييم المالي للمؤسسة
21	خلاصة الفصل

الفصل الثاني: -دراسة حالة- مؤسسة حليب الحضنة للفترة 2015-2018	
23	تمهيد
26 - 23	المبحث الأول: التعرف على المؤسسة محل الدراسة
25 - 24	المطلب الأول: تعريف المؤسسة
26 - 25	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للمؤسسة
27	المطلب الثالث: نشاط المؤسسة ومهامها
39 - 27	المبحث الثاني: دراسة الوضعية المالية للمؤسسة
31 - 28	المطلب الأول: تحليل القوائم المالية بواسطة مؤشرات التوازن المالي
40 - 32	المطلب الثاني: تحليل القوائم المالية للمؤسسة باستخدام النسب المالية
41	خلاصة الفصل
43 - 42	الخاتمة
46 - 44	قائمة المراجع
الملاحق	
الملخص	

## فهرس الجداول

### الفهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
28	عرض الميزانية المختصرة للفترة (2018/2015)	01
29	قيم رأس المال العامل الإجمالي	02
30	قيم الإحتياج في رأس المال العامل	03
30	قيم الإحتياج في رأس المال العامل الخاص	04
31	قيم رأس المال العامل الأجنبي	05
31	قيم الخزينة الصافية	06
32	نسبة التمويل الدائم	07
32	نسبة التمويل الخاص	08
33	نسبة الإستقلالية المالية	09
33	نسبة قابلية السداد	10
34	نسبة سيولة الأصول	11
34	نسبة السيولة المتداولة	12
35	نسبة السيولة السريعة	13
35	نسبة السيولة الجاهزة	14
36	المردودية الإقتصادية	15
36	المردودية المالية	16
36	أثر الرافعة المالية	17
37	معدل دوران إجمالي الأصول	18
37	معدل دوران الأصول الثابتة	19
38	مهلة تسديد الموردين	20
39	هامش الربح الإجمالي	21
39	هامش الربح الصافي	22
40	معدل العائد على الإستثمار	23
40	معدل العائد على الأموال الخاصة	24

## فهرس الأشكال

---

### فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
26	الهيكل التنظيمي لمؤسسة ملبنة الحضنة	01

## فهرس الملاحق

### فهرس الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	ميزانية المؤسسة جانب الأصول للسنة المالية 2014
02	ميزانية المؤسسة جانب الخصوم للسنة المالية 2014
03	جدول حساب النتائج للسنة المالية 2014
04	ميزانية المؤسسة جانب الأصول للسنة المالية 2015
05	ميزانية المؤسسة جانب خصوم للسنة المالية 2015
06	جدول حساب النتائج للسنة المالية 2015
07	جدول حساب النتيجة للسنة المالية 2016
08	ميزانية المؤسسة جانب الأصول للسنة المالية 2017
09	ميزانية المؤسسة جانب الخصوم للسنة المالية 2017
10	جدول حساب النتائج للسنة المالية 2017
11	ميزانية المؤسسة جانب الأصول للسنة المالية 2018
12	ميزانية المؤسسة جانب الخصوم للسنة المالية 2018
13	حساب النتائج للسنة المالية 2018

مقدمة

عامّة

### مقدمة عامة

تعد الإستثمارات المختلفة المحرك الأساسي للنشاط الإقتصادي والذي يتميز بحركية دائمة، فالمؤسسة الناجعة هي التي تحافظ على طاقتها الإنتاجية وطرق تجديد إستثماراتها وهذا ما يسمح لها بالتطور والبقاء، لذا يجب عليها البحث عن تشكيلة للهيكل المالي لها من أجل تحديد مصادر تمويلها بطرق مختلفة تسمح لها بسد احتياجاتها ومواجهة المخاطر، وكذلك تجنب الوقوع بالأزمات المالية والعجز المالي.

يعتبر الهيكل المالي من المواضيع التي تحل قدر كبير من إهتمام الباحثين والمفكرين وعلماء الفكر المالي هذا من جهة، وأصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومسيرين من جهة أخرى، نظرا لأهميتها البالغة في إستقرار المؤسسة من الجانب المالي وعدم تعرضها للإفلاس.

وقد اجتهد الباحثون الماليون في البحث عن العلاقة بين القرارات المالية وقيمة المؤسسة، والبحث عن كيفية تعظيم هذه الأخيرة في ظل التحديات المختلفة التي تواجهها، فتقييم المؤسسة ليس بالعملية الواضحة والمباشرة كما هو في اعتقاد الكثير، فمن أهم أسس النهوض بالمؤسسة ورفع قيمتها في عصر تسوده المنافسة هو دراسة مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

بناء على ما سبق، ونظرا لأهمية اختيار الهيكل المالي في اتخاذ القرارات وتأثيره على المؤسسة بصفة عامة وعلى قيمة المؤسسة بصفة خاصة، من هذا المنطلق نتضح معالم إشكالية دراستنا:

#### الإشكالية:

ما مدى أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الإقتصادية ؟

للإجابة على الإشكالية الرئيسية نطرح مجموع التساؤلات الفرعية كالتالي:

ماذا نعني بالهيكل المالي ؟ وماهي أهم المكونات المشكلة له ؟

ما علاقة الرفع المالي بتمويل المؤسسة ؟

ما مفهوم قيمة المؤسسة ؟ وماهي طرق تقييمها ؟

#### الفرضيات:

على ضوء ما سبق، ومن أجل تحليل الإشكالية محل الدراسة يتطلب اختبار صحة التساؤلات الفرعية التي يأتي ذكرها كمايلي:

✚ يعتبر الهيكل المالي مزيج بين مصادر التمويل المختلفة إذ يراعى فيها كل من التكلفة والعائد المتوقع منه، حيث يشكل الهيكل من المصادر طويلة ومتوسطة الأجل وأخرى قصيرة، بالإضافة للبائل الحديثة لتمويل المؤسسات.

## مقدمة عامة

يحدث الرفع المالي كلما قامت المؤسسة بتمويل نشاطها بواسطة القروض، وبما أن القروض عنصر من عناصر الهيكل المالي فهناك علاقة بينه وبين الرفع المالي.

عموماً يمكن القول أن قيمة المؤسسة هي الحق في الحصول على عوائد مستقبلية جراء استخدام مختلف الأصول، وتم تصنيف طرق تقييم المؤسسة لنوعين أساسيين هما تقييم محاسبي وآخر مالي، وكل نوع يضم مجموعة من الطرق التي تدرس العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة.

### أهداف البحث:

نسعى من خلال قيامنا بهذه الدراسة العلمية على محاولة طرح أفكار جديدة حول بعض الإسهامات المعرفية المقدمة من طرف العديد من الباحثين ضمن حقل موضوعي أيضاً لتحقيق جملة من الأهداف نذكر منها:

توضيح كل من الهيكل المالي وكذا بعض محدداته؛

التعرف على الطرق والمناهج لتقييم المؤسسة الاقتصادية؛

محاولة معرفة مدى ارتباط الهيكل المالي بقيمة المؤسسة.

### أهمية البحث:

تكمن أهمية هذا البحث في تسليط الضوء لأهمية اختيار الهيكل الأمثل بالمؤسسات، حيث يضمن هذا الأخير بقاءها ونموها في ظل الظروف التي تتسم بالحركية المستمرة، بإعتبار وظيفة التمويل من أهم الوظائف الداخلية بالمؤسسة، والواجب مراعاتها دائماً لإختيار تركيبة المزيج التمويلي الأمثل الذي من شأنه أن يساهم في حفظ إستقرار المؤسسة وذلك بمواجهتها للتقلبات المالية بالمستقبل.

### حدود الدراسة:

**حد موضوعي:** تم دراسة الهيكل المالي لمؤسسة ملبنة الحضنة بالمسيلة وأهم المحددات المشكلة له، وأثره على قيمة المؤسسة.

**حد مكاني:** أجريت هذه الدراسة بمؤسسة حليب الحضنة بالمسيلة والواقع مقرها في عاصمة الولاية.

**حد زمني:** اشتملت الدراسة على أربع سنوات متباعدة 2015 إلى 2018 وهي فترة كافية لإجراء الدراسة، وذلك وفقاً لبعض الدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع البحث، والتي أجريت في نفس الفترة الزمنية.

### دوافع إختيار الموضوع:

يمكن إدراج العديد من الأسباب والدوافع الموضوعية التي أدت بنا لإختيار موضوع بحثنا، نذكر منها:

تخصص الدراسة الجامعية، وكذا الميل لمثل هذه المواضيع؛

توسيع دائرة معارفنا من خلال هذه الدراسة المتعلقة بمجال الهيكل المالي والعوامل المؤثرة به؛

## مقدمة عامة

✚ الفضول حول العديد من التساؤلات المتعلقة بكيفية تعامل المؤسسة مع المصادر المتاحة أمامها، خاصة في ظل التطور الحاصل في المجال المالي، وبالتالي معرفة السياسة الملائمة لتعظيم قيمة المؤسسة.

✚ قد تسهم هذه الدراسة في إضافة علمية جديدة للمهتمين بهذا المجال.

### صعوبات البحث:

✚ صعوبة التناول النظري المفاهيمي للمادة الفكرية وتحليلها بعمق علمي ومنهجي، ذلك أن تحقيق هذا الهدف يتطلب من أي باحث قدرات عقلية ومهارات ذهنية يصعب تنميتها؛

✚ صعوبات متعلقة ببيئة العمل؛

✚ صعوبة الحصول على المعلومات المالية للمؤسسة محل الدراسة حتى بغرض استخدامها في البحوث العلمية؛

✚ جائحة كورونا التي أصابت العالم دون استثناء الأمر الذي عرقل سير بحثنا هذا.

### المنهج المستخدم بالبحث:

لمعرفة محددات الهيكل المالي ومدى تأثيرها على قيمة المؤسسة، تم الإعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، حيث يستعمل هذا الأخير على نطاق واسع في العلوم (الإجتماعية، السلوكية)، فهو طريقة لوصف الظاهرة المدروسة بشكل كمي عن طريق جمع المعلومات المتعلقة بالمشكلة ومحاولة تحليلها وإخضاعها لدراسة دقيقة، كما يساهم هذا المنهج في توفير بيانات حول حقائق المشكلة محل الدراسة.

### الدراسات السابقة:

دراسة أنفال خبيزه 2011 تحت عنوان تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، وقد هدفت هذه الدراسة إلى محاولة استقراء علمي وتأهيل منهجي منتظم لبعض الإسهامات من قبل باحثين في مجال الإدارة المالية وإستراتيجية المؤسسة، ومحاولة طرح أفكار جديدة تثنى اتجاه جديد في التحليل الإستراتيجي.

دراسة سهام عيساوي 2014 تحت عنوان محددات الهيكل المالي في المؤسسة الإقتصادية، هدفت هذه الدراسة لنمذجة الهيكل المالي بالمؤسسة بناء على نظريات مالية وأساليب قياسية، هذه من شأنه أن يوضح العوامل الواجب أخذها بعين الإعتبار بالمستقبل في تحديد الهيكل المالي.

### خطة البحث:

من أجل الإجابة على الإشكال الرئيسي والتساؤلات الفرعية تمت الدراسة ضمن فصلين:

**الفصل الأول:** مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي وأثره على قيمة المؤسسة، يندرج تحته المبحث الأول بعنوان ماهية الهيكل المالي، حيث تم التناول بالمطلب الأول كل من تعريف الهيكل المالي ومحدداته،

## مقدمة عامة

---

أما بالمطلب الثاني فتطرقنا للرفع المالي وعلاقته بتمويل الهيكل، وفي المطلب الأخير سلطنا الضوء على مكونات الهيكل، أما بالنسبة للمبحث الثاني فجاء بعنوان علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة قسم أيضا بدوره لثلاث مطالب، المطلب الأول تحت عنوان ماهية قيمة المؤسسة، في حين المطلب الثاني تناولنا من خلاله لأهم أهداف ومبادئ التقييم، وأخيرا وليس آخرا حمل المطلب الثالث عنوان آليات ومداخل وطرق تحديد قيمة المؤسسة.

**الفصل الثاني:** أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة - دراسة حالة - ملبنة الحضنة بالمسيلة، تم تقسيم هذا الفصل لمبحثين، حيث جاء المبحث الأول بعنوان نظرة عامة حول المؤسسة محل الدراسة (تعريفها، الهيكل التنظيمي الخاص بها، نشاطاتها، وأهم مهامها)، أما بالمبحث الثاني فسنقوم بتحليل القوائم المالية للمؤسسة خلال السنوات 2015-2018 وذلك باستخدام أدوات التحليل المالي.

الفصل الأول: مفاهيم أساسية

حول الهيكل المالي وانعكاساته

على قيمة المؤسسة

### تمهيد

يعتبر التحليل المالي من الأدوات التي يستعين بها متخذي القرار و أصحاب المصلحة سواء في حالة تسيير أموالهم أو كيفية الحصول عليها (اختيار مصادر التمويل)، وذلك من خلال تجميع القوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة، كما يستدعي ذلك ضرورة المفاضلة بين جملة مصادر التمويل واختيار أفضلها، من أجل تكوين هيكل مالي أفضل.

وبغرض الإلمام بعناصر الفصل قسمناه لثلاثة مباحث كالتالي:

المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي

المبحث الثاني: علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة

### المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي

يحتوي هذا المبحث المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي والعوامل المؤثرة عليه، كما سنتطرق لمحددات الهيكل المالي بالمؤسسة وأهم المكونات المشكلة له.

### المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومحدداته

تتحدد مهمة الإدارة المالية في كيفية اختيار الهيكل المالي بين البدائل التمويلية المتعددة، وذلك حسب تحديدها لمفهوم الهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه إضافة إلى محددات اختياره.

### الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي

### أولاً: تعريف الهيكل المالي (Financial Structure)

لا يوجد تعريف واحد متفق عليه لمفهوم الهيكل المالي وذلك بسبب أن هذا المفهوم واسع، لكن سنذكر أهمها وأكثرها تداولاً:

**التعريف الأول:** يعرف الهيكل المالي للمؤسسة على أنه هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف الميزانية العمومية.<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** يعرف بأنه يتشكل من جميع أشكال وأنواع التمويل، سواء كانت ملكية أو اقتراض وأيضاً سواء من مصادر قصيرة أو طويلة الأجل.

وبالتالي عرف الهيكل المالي هنا على أساس مصادر التمويل التي تمول بها المؤسسة نشاطها، من أموال قصيرة وطويلة الأجل، وأموال مقترضة وممتلكة.<sup>2</sup>

**التعريف الثالث:** ويعرف أيضاً على أنه الجزء الخاص بالأموال الخاصة والإستدانة المالية المتمثلة في الموارد المالية.<sup>3</sup>

من خلال ما سبق يمكن القول أن مفهوم الهيكل المالي هو كل ما يتعلق بتحليل تكلفة المصادر المختلفة لتمويل أصول الشركة، سواء كانت خارجية مثل القروض والدائنين، أو داخلية مثل الأرباح المحتجزة... الخ، وذلك للمفاضلة بين كلفة كل مصدر من المصادر حسب طبيعته والمخاطر المترتبة عليه.

<sup>1</sup> عنان تابه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، *إدارة مالية متقدمة*، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 349.

<sup>2</sup> عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياقص، *الإدارة المالية*، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 120.

<sup>3</sup> سمية لزغم، *أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة*، مذكرة ماستر، جامعو ورقلة، 2012، ص: 31.

### ثانياً: خصائص الهيكل المالي

لتحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة يجب تحديد هيكل مالي مناسب، الذي من شأنه أن يؤدي للإستخدام الأمثل للموارد المتاحة، وبدوره إلى تحقيق النمو والتوسع المستمر.

من المضمون أعلاه يمكن تحديد خصائص الهيكل المالي كمايلي:<sup>1</sup>

**الربحية والمرونة:** بمعنى العمل على تحقيق أقصى عائد بالوقت المناسب وبأقل التكاليف، مع قابلية تعجيل مصادر التمويل المكونة له؛

**الرقابة:** تتم من خلال التقليل من المخاطر لتسهيل عملية الرقابة والوقاية المستمرين على أداء المؤسسة؛

**السيولة:** وتعني أن يتم الإفراط في الإعتماد على الديون إلى الحد الذي يعرض المؤسسة للعسر المالي.

### ثالثاً: العوامل المؤثرة على الهيكل المالي

تحدد المؤسسة كتركيبة مستهدفة لرأس المال التي هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب فيه من قبل الإدارة، التي يتحقق عندها تعظيم قيمة المؤسسة في السوق المالي، وهذه التركيبة تتأثر بعوامل متمثلة فيمايلي:<sup>2</sup>

**1- نمو المبيعات:** أي أن مبيعات المؤسسة في ازدياد مستمر يمكنها من تمويل هذا النمو اعتماداً على الدين لأنها تستطيع تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من تراجع المبيعات.

**2- استقرار المبيعات:** توجد علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح المؤسسة والتمويل بالدين، فكلما كانت مبيعات وأرباح المؤسسة أكثر استقرار كلما استفادت المؤسسة من رافعة التمويل أكثر وبخاطرة أقل مما لو كانت لو كانت مبيعات المؤسسة متقلبة، إن استقرارية المبيعات والأرباح توسع الطاقة الإستيعابية على الإقتراض للمؤسسة، ويمكنها من تحمل نسب مديونية أكثر.<sup>3</sup>

**3- درجة المنافسة:** إن استقرار الأرباح يعتمد على درجة المنافسة، فكلما زادت حدة المنافسة بين المؤسسات انحسر هامش الربح، الأمر الذي يحد من استطاعة المؤسسة على الإقتراض لانخفاض مقدرتها على خدمة الديون.

**4- بنية الموجودات:** توجد علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الإستيعابية للإقتراض، حيث تكون أقل عندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة وبالتالي نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة، مما يعني أن المؤسسة تتميز بدرجة رافعة تشغيل عالية وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات.

<sup>1</sup> أبو فتوح علي فضالة، **الهيكل التمويلية**، دار الكتب العلمية، إمبابة، مصر، ص: 38.

<sup>2</sup> محمد أيمن عزت الميداني، **الإدارة التمويلية في الشركات**، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، طهران، 1993، ص: 555-556.

<sup>3</sup> عاطف وليم أندراوس، **التمويل الإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 404.

5-موقف إدارة المؤسسة اتجاه المخاطر: لا شك أن موقف المؤسسة التمويلية تجاه الخطر التمويلي للمؤسسة هو العامل الأهم في تحديد نسبة المديونية المثلى للمؤسسة، وبالتالي قدرتها على الإقتراض بشروط مناسبة تعتمد على نسبة الدين في الهيكل المالي للمؤسسة واختيار مزيج تمويلي مناسب يتصدر المناقشات والمفاوضات بين المؤسسة والبنوك أو مؤسسات التمويل، وغالبا ما تقوم المؤسسة بتوصيات الجهات المقترضة في هذا الخصوص لتعزيز مقدرتها على الإقتراض بشروط ميسرة.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: محددات الهيكل المالي

يختلف الهيكل المالي من مؤسسة لأخرى فمنها من تعتمد كليا على الأموال الخاصة، والبعض الآخر يلجأ لإستخدام أموال مقترضة بأنواعها المختلفة، فعند قيام أي مؤسسة وجب عليها الأخذ بعين الإعتبار بعض العوامل المؤثرة عليها. تتلخص محددات الهيكل المالي فيما يلي:

### أولا: المحددات الخارجية للهيكل المالي

والمقصود هنا العوامل المرتبطة بالبيئة الخارجية للمؤسسة، والتي لا يمكن التحكم بها عادة أي وجب التكيف معها وتتمثل أساسا في:

1-الحالة الاقتصادية للمؤسسة: عادة ما يتم ربطها بالإلتزامات وأموال الملكية، والتي في حالة ما إذا كانت هذه الأخيرة أقل منها، فإن المؤسسة تتعرض لمخاطر كبيرة في حال حدوث انكماش اقتصادي، لكنها تتمتع بعائد أكبر في حالة الراج الاقتصادي، وبالتالي يتعين على الإدارة الأخذ بعين الاعتبار كل من العائد والمخاطر الاستثمارية ومحاولة الموازنة بينهم عند دراستها وتقديرها للهيكل المالي.<sup>2</sup>

تتضمن الحالة الاقتصادية ما يلي:

1-1 - الدورات التجارية: تتسم هذه الأخيرة بوجود فترتين فترة الكساد وفترة الراج، ففي ظل فترات الكساد وجب تخفيض حجم القروض بالهيكل، نظرا لإنخفاض الربحية بسبب انخفاض معدل العائد على الأصول عن معدل الفائدة على القروض، أما بفترات الراج يرتفع معدل العائد عن معدل الفائدة على القروض، وهنا يكون من الأفضل زيادة الإعتماد على القروض لحد مناسب مع التخطيط المسبق، والأخذ بعين الإعتبار حدوث أي تقلبات.

1-2- ظروف أسواق رأس المال: تركز على مدى توافر الأنواع المختلفة من الأموال من عدمه بالأسواق المالية، وكذلك تكلفة هذه الأنواع التي لها تأثير هام عند تحديد نوع الورقة المالية(السند، أسهم عادية، أسهم ممتازة)، التي يناسبها تمويل معين، ويمتد تأثيرها لدرجة امكانية تغيير الهيكل المالي.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص: 578.

<sup>2</sup> سعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر، 2001، ص: 248.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص: 249.

## الفصل الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي وانعكاساته على قيمة المؤسسة

**1-3-الوفر الضريبي:**من العوامل التي تشجع المؤسسة للجوء للإقتراض، هو ما تحققه من مزايا ضريبية أو ما يعرف بالوفر الضريبي الناتج عن ظهور لفوائد بقائمة الدخل، حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبية مرتفعة، وعليه كلما زادت المؤسسة على تحقيق الوفر الضريبي لا يشجعها على الإقتراض، لأنها لا تحقق أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع الضريبة.<sup>1</sup>

### 2- خصائص الصناعة: تتضمن مايلي<sup>2</sup>

**1-2-التقلبات الموسمية:**إذا كانت المؤسسة تتسم بمبيعاتها بالموسمية، فإن المؤسسة يجب أن تهتم بعنصر المرونة في تخطيطها المالي، وبالتالي يجب زيادة اعتمادها على الديون قصيرة الأجل، لأنه يتوجب عليها الملائمة بين مصدر التمويل وطبيعة الإستخدام.

**2-2-درجة حساسية المبيعات للدخل القومي:** إذا كانت الصناعة تتميز بمبيعاتها بالحساسية لتغيرات الدخل القومي، فإنه يتعين عليها عدم التمادي في الإقتراض طويل الأجل، لأنه قد يرجع بنتائج عكسية على دخل الملاك، فضلا عن احتمال تعرض المؤسسة لمخاطر عدم السداد ومن ثم يكون التمويل والإقتراض قصير الأجل أكثر قبولا لمواجهة حالات التوسع و الإنكماش.

**2-3- دورة حياة المؤسسة:**يختلف شكل الهيكل المالي للمؤسسة باختلاف المرحلة التي تمر بها الصناعة، حيث تمر هذه الأخيرة عادة بالمراحل التالية: مرحلة الإنطلاق، مرحلة النمو، النضج والتدهور، فكل مرحلة من هذه المراحل تؤثر على شكل الهيكل المالي بحيث أنه في مرحلة الإنطلاق يفضل الإعتماد على الأسهم العادية وذلك لزيادة احتمالات الفشل، أما في مرحلة النمو يزداد الإهتمام بعامل المرونة للتأكد من إمكانية الحصول على الأموال عند الحاجة إليها...الخ، تجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد هيكل تمويلي أمثل لجميع المؤسسات، ولكن هناك هياكل مثلى يمكن تطبيقها على مستوى أي صناعة من الصناعات، وذلك طبقا لمخاطر التشغيل التي تواجهها هذه الصناعة، ووفقا لخصائص هيكل أصولها.

### 3- خصائص المؤسسة ذاتها:

**3-1-طبيعة المؤسسة القانونية:** يتأثر الهيكل المالي باختلاف طبيعة المؤسسة القانونية، إذ تميل المؤسسات الفردية وشركات الأشخاص إلى عدم الإعتماد على القروض، خوفا من مخاطر عدم السداد التي قد تصل للممتلكات الخاصة بالملاك وفقا لمبدأ المسؤولية الغير محدودة، أما شركات المساهمة فإنها أكثر قدرة على الإعتماد على القروض طويلة الأجل عن غيرها من الأشكال القانونية الأخرى، وذلك بسبب استمرارها وعدم ارتباط بقاءها ببقاء الملاك الذين يفضلون معيار الأمان على معيار الدخل.

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 405.

<sup>2</sup> سعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، مرجع سبق ذكره، ص ص: 250-252.

**3-2-حجم المؤسسة:** يعتبر هذا العامل وثيق لصلته بالطبيعة القانونية، لأنه في الغالب تكون المؤسسات الفردية أو شركات الأشخاص ذات حجم صغير نسبياً وذلك مقارنة مع شركات الأموال، التي تكون ذات حجم كبير نسبياً فالمؤسسات الفردية تعتمد على الأموال الخاصة لأنها قد تجد صعوبة كبيرة في الحصول على القروض طويلة الأجل، وحتى لو حصلت عليها فتجدها بفائدة مرتفعة وشروط غير ملائمة ما يجعل هيكلها غير مرن، وقد تلجأ للإقتراض كأحد متطلبات النمو حتى لا يفقد الملاك سيطرتهم على المؤسسة.<sup>1</sup>

### ثانياً: المحددات الداخلية للهيكل المالي

يقصد بها العوامل المرتبطة بالبيئة الداخلية للمؤسسة والتي تخضع لسيطرة المؤسسة، نذكر منها:

**1- مستوى المبيعات:** تستطيع المؤسسة التي تتميز بمبيعاتها بالاستقرار النسبي أن تعتمد على التمويل عن طريق القروض، دون أن تتحمل تكاليف ثابتة أخرى مثل المؤسسات التي تتصف بعدم إستقرار مبيعاتها، وتأسيساً على ذلك فإن مؤسسات المنافع العامة التي تتميز بإستقرار الطلب على منتجاتها يمكنها في غالبية الأحوال استخدام نسب عالية من الرفع المالي (الإقتراض)، مقارنة بالمؤسسات الصناعية. أما فيما يخص نمو المبيعات فإن معدل المبيعات بنسبة معينة يزيد ربحية السهم، إذ يمكن للمؤسسة التي تتميز بنمو مبيعاتها أن تعتمد على القروض لأنه عادة تكون تكلفته أقل من اصدار أسهم جديدة، فيرى البعض أنه في حالة زيادة صافي الربح فإن الإعتماد على الديون سيكون محدوداً أو ثابتاً عند نسبة محددة من إجمالي الأصول أو قيمة حقوق الملكية، لزيادة فعاليتها كمصدر مالي ذاتي عن طريق الأرباح المحتجزة.<sup>2</sup>

**2- التحكم والسيطرة:** يؤثر التمويل بالإقتراض على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة ما يمكنه من التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، فالإدارة إذا كانت في حالة تصويتية في المؤسسة فلا يسمح لها بشراء أي أسهم، لذا سوف تفضل استخدام القروض في تمويل الإستثمارات الجديدة، لأن اصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على المؤسسة، وفي حالة اتسم الوضع المالي للمؤسسة بالضعف فسوف تصدر أسهم جديدة خوفاً من مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها ومن ثم التعرض للإفلاس، الأمر الذي قد يعرض أفراد الإدارة الحالية لفقدان وظائفهم بالمؤسسة، وكذلك تخفيض الإعتماد على القروض قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر الإستحواذ و الإستيلاء عليها من المستثمرين الآخرين، وبالتالي فإن لمعيار السيطرة تأثيراً على شكل الهيكل التمويلي للمؤسسة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>المرجع نفسه، ص ص: 252-253.

<sup>2</sup>المرجع نفسه، ص ص: 253-254.

<sup>3</sup> عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 405.

**3-المخاطر المالية:** ترتبط هذه المخاطر بقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها, حيث أنه كلما زادت

المخاطر المالية التي تواجهها المؤسسة قل اعتمادها على التمويل بإستخدام القروض.

**4-توجهات الإدارة:** إذ يتميز بعض المديرين بدرجة أعلى من المغامرة والجرأة مقارنة بغيرهم, حيث يعتمدون

إلى استخدام الإقتراض لشكل كبير في محاولة منهم لرفع الأرباح, على عكس بعض المدراء الذين يتميزون بالتحفظ ويعتمدون على القروض بشكل حذر.

**5-المرونة التمويلية:** قدرة المؤسسة للحصول على القروض, وذلك بشروط ملائمة وأسعار فائدة معقولة

تحت متخلف الظروف, لأنه من المعروف أن المقرض دائماً يبحث عن المؤسسة(المقترض), ذات المركز المالي الجيد لضمان حقوقه الخاصة في الظروف الإقتصادية الرديئة, وعليه فعندما تكون العوامل الأخرى المشجعة على استخدام الدين والمرونة غير متوفرة فهذا يعني الهيكل المالي بالنسبة للدين أقل.<sup>1</sup>

**6-سيولة الأصول:** ترجع أهميته إلى أثره في تحديد استحقاقات الدين, وكذلك نسبة الديون في هيكل

التمويل, إذ أنه كلما زادت درجة سيولة الأصول كلما أمكن الإعتماد على القروض بنسبة أكبر, لأنه كلما كانت الأصول أقل سيولة كلما كانت أقل مرونة في خدمة القرض, هذا بالإضافة لمدى سهولة أو صعوبة رهن الأصل, أي إذ كانت الأصول المتاحة للمؤسسة تصلح لإستخدامها كضمان الأصل.

**7- التدفقات النقدية:** إن استقرار التدفقات النقدية وفقاً للدورة النقدية للمؤسسة يمكن من التخطيط الجيد

لسداد الإلتزامات المستحقة للدائنين في مواعيدها, ويرتبط استقرار التدفقات النقدية ارتباطاً وثيقاً بتحديد المقدار الأمثل من القروض الذي ينتج عنه الوضع الأمثل لحملة الأسهم, هذا يستلزم تحليل التدفق النقدي لمعرفة التدفقات النقدية الخارجية المترتبة على أعباء خدمة القروض, وما مدى قدرة التدفقات الداخلة على تغطيتها, وذلك لتجنب الوقوع في دائرة العسر المالي.<sup>2</sup>

**8-التوقيت:** يرتبط عامل التوقيت بشكل أساسي بعامل المرونة, فالتوقيت الملائم هو الذي يسمح للمؤسسة

بالحصول على الأموال من مصادر تتصف بالمرونة, وهذا يعطي للمؤسسة حرية أكبر في تحديد مبلغ

الأموال وفترة الحاجة إليها وشروط الحصول عليه, كما أن التعرف على الحاجة للأموال في التوقيت

السليم يسمح للمؤسسة بالحديث عن المصادر البديلة والمفاضلة بينها لإختيار أفضلها.

### المطلب الثاني: الرفع المالي وعلاقته بهيكل تمويل المؤسسة

ينتج الرفع المالي بسبب التكاليف المالية الثابتة على القروض, والتي تكون منخفضة نسبياً وذلك لأن

المقرض يعتبرها أقل خطورة من المشاركة(المساهمة), فإذا كانت التكاليف الثابتة التشغيلية يصعب على

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي, وآخرون, **الإدارة المالية**, دار المسيرة, الأردن, 2007, ص: 438.

<sup>2</sup> سعيد فرحات جمعة, جاد الرب عبد السمیع, مرجع سبق ذكره, ص: 254-255.

المدير المالي التحكم بها لإرتباطها بأساليب الإنتاج, فإن الرفع المالي الذي يحدث من جراء التكاليف الثابتة للتمويل يمكن المدير المالي من أن يمارس عليها بعض التأثير.

### الرفع الأول: مفهوم الرفع المالي (Financial Leverage)

#### أولاً: تعريف الرفع المالي

قدمت العديد من التعاريف للرفع المالي نذكر منها:

**التعريف الأول:** يعرف الرفع المالي بأنه درجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (سواء كانت قروضا, سندات, أم أسهما ممتازة), مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها.<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** الرفع المالي هو نسبة القروض إلى مجموع الخصوم<sup>2</sup>, فالرفع المالي يحدث كلما قامت المؤسسة بتمويل نشاطها بواسطة القروض.

**التعريف الثالث:** كما يعرف الرفع المالي بأنه توليفة أموال الملاك والدائنين, ويعبر الدين عن مجموع الأصول, أي أنه درجة اعتماد المؤسسة على أموال الغير في تمويل أصولها.<sup>3</sup>

#### ثانياً: أهمية الرفع المالي

من خلال التعريفات المدرجة أعلاه يمكن استخلاص أهمية الرفع المالي في النقاط التالية:

✚ تكمن أهمية الرافعة المالية في تأثيرها على عائد حملة الأسهم العادية, بالإضافة إلى ميزة تخفيض العبء الضريبي لأن الفوائد الثابتة التي تدفع على القروض يتم احتسابها وتخصم من الدخل الخاضع للضريبة؛

✚ حسن استخدام مفهوم الرافعة المالية من قبل إدارة الشركة في إطار النجاح في الموازنة بين العائد المتوقع والمخاطر المحتملة يمكن الشركة من تعظيم العائد على حقوق الملكية وفي المحصلة النهائية تعظيم ربحية السهم العادي, ولكن العكس مما تقدم فإن فشل الإدارة في إستغلال الأموال المقترضة أي أن العائد المحقق أقل من الفائدة المدفوعة عنها, سيؤدي إلى نتائج معاكسة؛

✚ تعظيم حقوق المساهمين نتيجة الفرق الإيجابي بين قيمة العائد على الإستثمار و تكلفة الإقتراض؛

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي, الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل, الجزء الثاني, منشأة المعارف, الإسكندرية, 1988, ص: 130.

<sup>2</sup> مفيد يحيوي, تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية, مجلة العلوم الإنسانية, جامعة محمد خيضر, بسكرة, العدد الثالث, أكتوبر 2002, ص: 04.

<sup>3</sup> سليمان أبو صباحا, الإدارة المالية, الطبعة الأولى, منشورات جامعة القدس المفتوحة, عمان, الأردن, 1996, ص: 368.

ضمان استمرار سيطرة المساهمين الحاليين على الإدارة وعدم مشاركة مساهمين جدد في الأرباح المحققة.

### الفرع الثاني: العلاقة بين الرفع المالي بتمويل الهيكل

إن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المؤسسة, حيث كلما ازداد اعتماد المؤسسة على المصادر الخارجية للتمويل كلما ازدادت درجة الرفع المالي, بالتالي يصبح الرفع المالي فعالا إذا استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة, بينما إذا لم تتجح المؤسسة في استثمار الأموال المقترضة فإنها ستعرض لمخاطرة أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها لم تستخدم الرفع المالي.<sup>1</sup>

يعني استعمال المؤسسة للدين في هيكل التمويل بهدف زيادة العائد على حقوق المساهمين, وكيفية الرفع من مردودية الأموال الخاصة نتيجة استخدام الديون في الهيكل, يلخص أن الرافعة المالية أداة لقياس درجة المخاطر المالية للمؤسسة على المدى القصير والطويل.

### المطلب الثالث: مكونات الهيكل المالي

يعتبر الهيكل المالي للمؤسسة الصورة العاكسة لمصادر التمويل للأصول المختلفة وتتخذ مصادر التمويل مجموع من الأشكال, حيث يتم تقسيم مكونات الهيكل المالي إلى:

**1-مصادر التمويل قصيرة الأجل:** يطلق مصطلح الديون قصيرة الأجل على مجموعة الديون التي تستخدم لتمويل نشاط الإستغلال, وتكون قصيرة الأجل لأنها لا تتجاوز السنة, توجد العديد من أنواع الديون قصيرة الأجل نذكر منها: ديون الإستغلال... الخ, وتنقسم مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى:<sup>2</sup>

**1-1-الإئتمان التجاري:** هي القروض قصيرة الأجل تحصل عليها الشركة من الموردين والتمثلة بالمشتريات الآجلة للسلع والخدمات, وهذا الشكل من التمويل يكون مهما بالنسبة للأعمال الصغيرة, والشركة التي تستخدم الإئتمان التجاري قد تنتهي بدفع سعر أعلى من سعر الشراء, لذلك يعد هذا المصدر ذا كلفة عالية في التمويل.

**1-2-الإئتمان المصرفي:** قروض قصيرة الأجل تحصل عليها الشركة من المصارف, وتأتي بعد الإئتمان التجاري من الإعتماد عليه ويكون الإئتمان المصرفي مضمون ويسمى بالإئتمان المضمون, لأن المصرف يقرض على أساس المدى القصير ويكون الضمان الذي تقدمه الشركة للبنك هو الموجودات المتداولة مثل المخزون, الذمم المدينة, الأوراق المالية, وربما المصارف لا تقرض بمقدار القيمة الإجمالية للموجودات

<sup>1</sup>شرايبي باية كنز, العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة حالة عينة من المؤسسات التجارية, رسالة ماجستير, كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير, جامعة الجزائر, الجزائر, 2014, ص:84.

<sup>2</sup>Université libre de Bruxelles, 2002, p:01. André farber, Eléments d'analysé financière.

## الفصل الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي وانعكاساته على قيمة المؤسسة

المضمونة وإنما أقل منها, ومن المحبذ أن يكون حد الأمان للمخزون أكثر في حالة إذا كان القرض مضمونا من المخزون, أما إذا كان الضمان هو الذمم المدينة ففي حالة فشل الشركة في التسديد يجمع المصرف الذمم المدينة للشركة من الزيائن واستخدامها لتسديد الدين, أما كلفة الإئتمان المصرفي فهو سعر الفائدة الذي يفرضه المصرف على المقرض, ولكن هذه الكلفة تتحدد بمقدار معدل الضريبة على الدخل.<sup>1</sup>

**2- مصادر التمويل طويلة الأجل:** هي المصادر التي تمتد مدة استحقاقها إلى أكثر من سنة وتعد أحد مكونات الهيكل المالي تسعى الشركات من خلالها للحصول على مصادر الأموال وبالشكل الملائم لدعم الإستثمارات وحسب الظروف السائدة في الأسواق المالية ومدى تحمل الإدارة للمخاطر, كما تسعى الشركات لتمويل احتياجاتها من التدفق النقدي الداخلي المتمثل بالأرباح المحتجزة والإحتياطات, لهذه في حالة عدم كفاية التمويل الداخلي تلجأ الشركة للإقتراض طويل الأجل ورأس المال الممتلك (إصدار سندات وأسهم جديدة).

وعلى هذا الأساس يمكن تقسيم مصادر التمويل طويلة الأجل إلى:<sup>2</sup>

**1-2- مصادر التمويل الذاتي:** تتمثل مصادر التمويل الداخلي بالأرباح المحتجزة التي تحتفظ بها الشركة بغرض تمويل المشاريع الإستثمارية المستقبلية, وهي جزء من الأرباح التي تحققها المؤسسة.<sup>3</sup> إن قرار احتجاز الأرباح يتم بعد موافقة حملة الأسهم العادية, إذ أن المستثمر لا يفضل احتجاز الشركة للأرباح إلا إذا التزمت بتحقيق عائد على الأقل مساو للعائد الذي تحققه الأسهم العادية التي تمتلكها, أما كلفة الأرباح المحتجزة فتكون مساوية لكلفة السهم العادي أو أقل من ذلك لأن الأرباح المحتجزة لا يترتب عليها أي كلفة اصدار وتسويق قد تتحملها الأسهم الجديدة, أما إذا كانت الإحتياطات فتكون من الزيادة في اصدار أسهم بسعر أعلى من قيمتها الإسمية, وتصنف إلى احتياطات رأس المال: وهي الإحتياطات الإجبارية والإختيارية.

المخصصات المختلفة مثلا: مخصص الديون المشكوك بها, ومخصصات الإهلاك.

**2-2- مصادر التمويل الخارجي:** وتنقسم بدورها إلى:

✚ **السندات:** وثيقة قانونية تصدرها الشركة, وتعد مستند مديونية طويل الأجل ولها تاريخ استحقاق يحقق لحاملها الحصول على قيمة اسمية, مع سعر فائدة بصورة دورية ويكون نسبة من الدين.

<sup>1</sup> عائشة عادلة حاتم, عبد الخالق ياسين بدران, علاقة الهيكل المالي بربحية الشركة, مجلة العلوم الإقتصادية, العدد 37, المجلد 10, 2014, ص: 89-90.

<sup>2</sup> علي عباس, الإدارة المالية, مكتبة جامعة الشارقة, إثراء للنشر والتوزيع, 2008, ص: 263.

<sup>3</sup> عائشة عادلة حاتم, عبد الخالق ياسين بدران, مرجع سبق ذكره, ص: 90.

## الفصل الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي وانعكاساته على قيمة المؤسسة

✚ **الأسهم العادية:** يمثل سند ملكية وله قيمة اسمية، قيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتعتبر الأسهم

العادية الأكثر شيوعاً وتداولاً حيث يكون الملكية الأساسية للشركة.

✚ **الأسهم الممتازة:** هي من مصادر التمويل طويلة الأجل لشركات المساهمة، حيث تجمع بين

صفات أموال الملكية والإقتراض، ورقة مالية لها قيمة اسمية وتوزيعات أرباح كنسبة من قيمتها

الإسمية، ولمالك السهم الممتاز حقوق وامتيازات تفوق حقوق وامتيازات حامل السهم العادي إلا

أنه لا يتمتع بحق التصويت أو الترشح في مجلس الإدارة.

3- بدائل الحديثة لتمويل المؤسسات:

3-1- **صيغ التمويل الإسلامي:** والمقصود هنا أن يقوم شخص بتقديم الأموال لشخص آخر (طبيعي،

معنوي)، يتم هذا النوع من التمويل في غياب سعر الفائدة حيث يقوم على مبدأ المشاركة في الأرباح

والخسائر، يتم الإتفاق عليها مسبقاً وفق طبيعة عمل كل منهما ومدى مساهمته في رأس المال واتخاذ

القرار الإداري والإستثماري.<sup>1</sup>

وفيما يلي عرض لأهم الصيغ:

✚ **المضاربة:** شكل من أشكال التمويل طويل الأجل ترتفع به درجة المخاطرة، يقدم فيه أحد الأطراف

رأس المال والطرف الثاني عنصر العمل على أن يتم الإتفاق على اقتسام العائد، أما في حالة

الخسارة فيتحمّلها صاحب المال وحده شريطة عدم تقصير الطرف الآخر.<sup>2</sup>

✚ **المشاركة:** وتعني مشاركة طرفين أو أكثر في كل من عنصرى المال والعمل، ويحدد عقد

المشاركة الشروط الخاصة بين الأطراف المختلفة، تقل بها درجة المخاطرة عن

سابقتهما (المضاربة)، ويمكن اعتبارها من أدوات التمويل متوسطة الأجل.<sup>3</sup>

✚ **المرابحة:** تمثل بكل بساطة الأمر بالشراء من أجل إعادة البيع على أساس التكلفة مضافاً إليه

هامش الربح يتفق عليه الطرفان، وقد يتم التسليم فوراً أو آجلاً والدفع نقداً أو آجلاً.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> مهدي ميلود، دور التمويل في تفعيل عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية - مع التركيز على قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والإقتصادية، بشار، 24-25 أبريل 2006، ص: 07.

<sup>2</sup> محمد حسين الواردي، حسين محمد سمحان، البنوك الإسلامية الأسس النظرية والتطبيقات العملية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص: 57.

<sup>3</sup> شلهوب علي محمد، النقود وأعمال البنوك، الطبعة الأولى، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2007، ص: 435.

<sup>4</sup> عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص: 105.

## الفصل الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي وانعكاساته على قيمة المؤسسة

✚ **الإستصناع:** يمثل في شكل عقد يقدم لقطاع الصناعة أو عند طلب تصنيع سلعة ما محددة المواصفات وبحجم محدد لدى صانعها, وذلك بتحديد مدة معينة وإيجار معين ويحدد المصرف سعر التسليم قد يتم الدفع حالا أو آجلا على شكل أقساط.<sup>1</sup>

✚ **القرض الحسن:** عقد بين طرفين أحدهما المقرض, ويتم بمقتضاه دفع مال مملوكمن المقرض على أن يقوم هذا برده للمقرض في الزمان والمكان المتفق عليهما.<sup>2</sup>  
جاء في قوله تعالى: "أَنْ تَقْرَضُوا اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا يُضَاعَفْ لَكُمْ يُغْفَرَ لَكُمْ وَاللَّهُ شَكُورٌ حَلِيمٌ". سورة التغابن, الآية 17.

**3-2- التمويل التأجيري:** يعرف على أنه عقد بمقتضاه يقوم مستخدم الأصل أي مستأجره بدفع القيمة الإيجارية المتفق عليها لمالك الأصل أي المؤجر, وهذا عادة ما تستحق الدفعة الأولى من الإيجار فور توقيع العقد وأن تكون الدفعات متساوية, أما جدول الدفعات فيتوقف على ظروف كل مستأجر.<sup>3</sup>  
ويمكن أن يأخذ الأشكال التالية:

✚ **ائتمان الإيجار التشغيلي:** هو نوع من أنواع التأجير قصير الأجل تقوم بإدارته وممارسته البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في هذا المجال, ويهدف إلى تزويد المستأجر عن طريق التأجير بحاجته من الأصول كالألات والمعدات, وسائل النقل, الحاسبات الآلية, معدات البناء, وذلك دون أن يكون هناك داع لشرائها على أن يكون التأجير لغاية محددة وفترة زمنية معينة.<sup>4</sup>  
يقوم بعدها المؤجر بإسترداد هذه الأصول لغاية تأجيرها مرة أخرى لشخص آخر, لكونه يقوم بخدمة وصيانة الأصل أثناء استخدام المستأجر له, ويتم الإتفاق على طرق دفع الإيجار وكافة التفاصيل الأخرى كحجم التمويل ومدة الإيجار, طبيعة الإيجار, بموجب عقد يوقع فيما بين الطرفين لهذه الغاية.

✚ **ائتمان الإيجار التمويلي:** يطلق عليه بعض الأحيان التأجير الرأسمالي أو الإيجار المالي, ويختلف عن سابقه في:<sup>5</sup>

- لا يقوم المؤجر بخدمات صيانة للأصول المؤجرة؛

- لا يمكن إلغاء عقد الإيجار بواسطة المستأجر؛

<sup>1</sup>رحيم حسن سلطاني محمد, نماذج من التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة, الملتقى الدولي سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة - الجزائر والدول النامية, بسكرة(الجزائر), 21- 22 نوفمبر 2006, ص: 14.

<sup>2</sup>شوقي بوقبة, التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية, دراسة مقارنة من حيث المفاهيم والإجراءات والتكلفة, سيطيف(الجزائر), عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع, الطبعة الأولى, 2003, ص: 106.

<sup>3</sup>إبراهيم هندي منير, الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر, المكتب العربي الحديث, الإسكندرية, مصر, 1997, ص: 14.

<sup>4</sup>الظاهر لطرش, تقنيات البنوك, ديوان المطبوعات الجامعية, الجزائر, 2003, ص: 78.

<sup>5</sup>محسن عواطف, حياة بزقراوي, مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الملتقى الوطني حول الإدارة المالية, رفع أساسي لتحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر, 25 - 26 نوفمبر 2014, جامعة عنابة(الجزائر), ص: 08.

- تستهلك التكلفة الإجمالية للأصل خلال مدة الإيجار؛
  - تكون للمستهلك فرصة تملك الأصل في نهاية مدة الإيجار.
- ✚ **ائتمان الإيجار الرفعي:** يشمل هذا النوع 03 أطراف هم المستأجر والمؤجر (المالك)، و المقرض، ويستخدم في تمويل الأصول الرأسمالية مرتفعة القيمة، ولا يختلف هذا النوع من العقود من وجهة نظر المستأجر عن أي نوع آخر من العقود التأجير السابقة، حيث يقوم المستأجر بالتعاقد على سداد الدفعات الدورية تمثل القيمة الإيجارية للأصل المستأجر خلال الفترة المحددة بالعقد، مقابل حصوله على عقد استخدام للأصل موضوع التعاقد خلال هذه الفترة، ويظهر اختلافه عن باقي أنواع التمويل المذكورة سابقاً بتمويل القيمة جزئياً مع اقتراض القيمة المتبقية في شكل قروض طويلة المدى، أو عن طريق مجموعة من المقرضين.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة

يستدعي الوضع الراهن ضرورة بناء نسيج اقتصادي متكامل، يتشكل هذا الأخير من مجموع المؤسسات والشركات القادرة على المنافسة من أجل استمراريتها في ظل الإقتصاد الحالي، مما يحتم على المؤسسات بذل جهد للحفاظ على سيرورتها ومحاولة تعظيم قيمتها السوقية.

### المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة

**التعريف الأول:** تعبر القيمة عن مبلغ يدفع مقابل أصل معين، أو حق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام هذا الأصل، وقد عرفت لجنة معايير التقييم الدولية (IVSC) تقييم الأصول لأغراض إعداد القوائم المالية والحسابات المرتبطة بها كمايلي: "مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتري وبائع راغبين في عقد صفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية مع مطلق الحرية وبدون وجه إكراه على اتمام الصفقة"<sup>2</sup>

**التعريف الثاني:** القيمة من الممكن أن تكون موجودة من دون تبادل، فهي تركز على التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة والذي قام المستثمر أو المقيم بمقارنتها مع مختلف السلع المتاحة وتحويل القيمة لسعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين.

من خلال ما سبق يمكن تحديد أهم مفاهيم قيمة المؤسسة فيمايلي:

<sup>1</sup> أحمد سعد عبد اللطيف، التأجير التمويلي، الطبعة الأولى، 2000، ص ص: 12 - 13.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، تقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص: 28.

## الفصل الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي وانعكاساته على قيمة المؤسسة

- 1- **قيمة التبادل:** القيمة التي يستعد المستهلك لدفعها مقابل الحصول على منتج أو خدمة معينة, هو ما يستدعي نقطة التعادل بين البائع والمشتري, كما أنها خاضعة تماما لمعطيات توازن السوق في امتداد نشاطها وجزء من تشكلها لدائرة الإنتاج.<sup>1</sup>
  - 2- **قيمة الإستعمال:** قيمة المنفعة التي يحققها المستهلك من المنتج حتى لو كان قديما وعديم قيمة التبادل, وهي الأكثر شيوعا.<sup>2</sup>
  - 3- **القيمة السوقية:** تعتبر من أهم طرق التقييم, وتعتبر عن قيمة المؤسسة في السوق التي من خلالها تسمح بانتقال الملكية من البائع للمشتري, كما تعرف أيضا بالقيمة النقدية.
  - 4- **قيمة التصفية:** تعرف على أنها مبلغ يمكن الحصول عليه من أحد الأصول أو مجموع الأصول الخاصة بالشركة بمعزل عن المؤسسة أو التنظيم الإداري التي كان يستخدمها.<sup>3</sup>
  - 5- **القيمة الدفترية:** وتمثل عموما القيمة التاريخية, أما بالنسبة للمؤسسة فتمثل القيمة الدفترية لمجموع الأصول منقوصا منها القيمة الدفترية لمجموع الخصوم, مما ينتج عنها القيمة الصافية أو ما يدعى بحقوق الملكية, وبالتالي هذا المفهوم هو الأكثر ميلا للجانب المحاسبي.
  - 6- **القيمة المستقبلية:** هي قيمة المبلغ المجمع لمقدار الحالي من النقود أو لجملة دفعات نقدية بمرور الوقت وبمعدل فائدة معين.<sup>4</sup>
  - 7- **القيمة حسب العائد:** عبارة عن الثمن الذي يقبل شخص آخر بدفعه للحصول على العائد الذي يعطيه السهم المعني.<sup>5</sup>
  - 8- **قيمة شهرة المحل:** تمثل الفرق بين القيمة الإجمالية للمنشأة وإجمالي القيمة العادلة لصافي الأصول المستقلة.
- ➡ **صافي الأصول المستقلة:** هي تلك الأصول والالتزامات يمكن التعرف عليها وبيعها بصفة مستقلة دون الحاجة للتخلص من المنشأة ككل, وتشمل الأصول الغير ملموسة القابلة للتعريف (التحديد), مثال ذلك براءات الإختراع.<sup>6</sup>
- 9- **قيمة الإحلال:** هي قيمة أصل جديد ذو منفعة مساوية لمنفعة أصل معين, حيث تكون قيمتها دائما موجبة.<sup>7</sup>

<sup>1</sup>شكيب بن بديرة الطيلي, توسعة المرصاد مدخل نقدي مختصر كمفاهيم الاقتصاد السياسي, 2014, ص: 116.

<sup>2</sup>شكيب بن بديرة الطيلي, نفس المرجع, ص: 117.

<sup>3</sup>محمد أمين آيت عزت, الإدارة التمويلية في الشركات, العبيكان للنشر, 2015, ص: 711.

<sup>4</sup>محمد علي العامري, الإدارة المالية, دار المناهج للنشر والتوزيع, الطبعة الأولى, الأردن, 2007, ص: 329.

<sup>5</sup>مفلح محمد عقل, مقدمة في الإدارة المالية, مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع, 2008, ص: 152.

<sup>6</sup>آدم الصاوي, تعريف شهرة المحل, منتدى المحاسب العربي, تاريخ الإطلاع: 2020/02/19, ص: 31.

<sup>7</sup>أموري كاظم, مقدمة في القياس الاقتصادي, دار المنهل, 2009, ص: 112.

### المطلب الثاني: مبادئ وأهداف التقييم

#### أولاً: مبادئ التقييم

يوجد مجموعة من المبادئ التي تؤثر بشكل مباشر على تحديد القيمة يمكن تلخيصها بالنقاط التالية:

➤ **مبدأ وجود البدائل:** يفترض هذا المبدأ أنه عند التفكير لنقل الملكية يكون أمام كل من المشتري والبائع البدائل لإتمام المعاملة، ولا يعني هذا الأخير أن كل المبادلات مرغوبة بدرجة متساوية، ولكن يعني وببساطة أن البائع ليس مجبراً على البيع لمشتري معين، أو أن المشتري ليس مجبراً أيضاً على الشراء من بائع محدد.

➤ **مبدأ الإستبدال:** ينص هذا المبدأ على أن المشتري العاقل لا يدفع في ملك أو أصل ما يزيد على تكلفة إستبداله بآخر يقوم بنفس الوظيفة، فعلى سبيل المثال فالمشتري الراشد لا يدفع مقابل جهاز أو معدات جديدة تؤدي نفس الوظائف، ولكن تطبيق هذا المبدأ على المنشأة ككل أصعب بكثير، حيث أن تقدير التكاليف المطلوبة لإستبدال منشأة أعمال بأخرى أمر بالغ التعقيد.<sup>1</sup>

➤ **مبدأ الإحلال:** يعتبر هذا المبدأ ذو أهمية بالنسبة لتقدير القيمة، فهو يقضي بأن قيمة الأصل تتحدد بواسطة التكاليف التي يتحملها لإمتلاك أصل بديل بدرجة مساوية، فمثلاً إذا قام مجموعة من المستثمرين بدراسة إمكانية شراء بنك معين فلا تقتصر الدراسة على مستوى البنك فقط بل تتعدى ذلك، كالأخذ بعين الإعتبار السعر المدفوع في البنوك المماثلة أي مقابل البدائل المرغوبة بدرجة مساوية، وهذا المبدأ الأساس النظري بمدخل السوق إلى تقدير القيمة.<sup>2</sup>

➤ **مبدأ المنافع الإقتصادية:** يفترض هذا الأخير أن قيمة الأصل (المنشأة)، يعكس المنافع الإقتصادية المتوقعة من إمتلاك هذا الأصل والسيطرة عليه، ومن هذا المنطلق فإن قيمة أي منشأة أعمال تمثل القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الإقتصادية المستقبلية المحققة، نتيجة ملكية هذه المنشأة.

من الناحية النظرية لا يكون هناك لا يكون هناك علاقة بما حققته المنشأة بالقيمة، ولكن من الناحية العملية فإن الأداء السابق يكون عادة مؤشراً جيداً للأداء في المستقبل.

يشكل مبدأ المنافع الإقتصادية أساس المدخل لتقدير القيمة (التدفق النقدي، المردودية، العائد).

<sup>1</sup> ابن حمو محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الإقتصادية في ظل إستراتيجية الخصخصة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015-2016، ص: 05-06.

<sup>2</sup> Jean-Etienne palarb frankimbert- Guide pratique d'evaluation d'entre pris - Edionsgrolles, 2013, P520.

### ثانياً: أهداف التقييم

إن ضرورة الحاجة للتقييم تظهر عند دخول المؤسسة ببعض المعاملات بهدف تحقيق أغراض معينة، تتمثل أساساً في:

**1- التقييم لغرض الاندماج:** إن عمليات الاندماج بين المؤسسات تقوم على أساس توافر فرص النجاح في تعظيم ثروة الملاك لكل من المؤسستين ويجب أن تعكس نتائج الصفقة قيمة محددة للمؤسسة يعد الاندماج تتجاوز قيمة المؤسسة التي اندمجت إذا تم تقييمها منفردة، وتنتج الزيادة بالقيمة من خلال بعض المزايا التي يمكن أن تحقق من خلال الاندماج.<sup>1</sup>

يعرف الاندماج على أنه عملية قانونية تتوحد بمقتضاها شركتان أو أكثر لتكوين شركة واحدة.<sup>2</sup>

**2- التقييم لغرض التصفية:** تتم تصفية المؤسسة إذا كانت دراسة أوضاعها الحالية أو المستقبلية تفيد بوجود خلل في الهياكل المالية والتشغيلية و الإدارية، وينبغي ملاحظة أن قرار التصفية يكون مبنياً على أساس الخسارة المترتبة على تصفية المؤسسة أقل بكثير من الخسائر التي ترتب على إبقائها على حالها، وفي هذه الحالة فإن الأصول تتحدد بالقيمة السوقية لها في تاريخ البيع.

**3- التقييم بغرض دخول البورصة:** إن دخول المؤسسة البورصة يشكل مرحلة أساسية في حياتها، حيث يعمل على تعجيل نموها وتطورها، فدخول المؤسسة للبورصة يعزز مكانتها ويساهم في سيرورتها، فيلعب هنا التقييم دوراً هاماً في تحديد القيمة التي ستتداول بها المؤسسة عند دخول البورصة.

**4- الخصوصية:** لقد أثبت الواقع الإقتصادي في بعض الدول فشل القطاع العام في إدارة المشاريع الإقتصادية بإعتمادها على الدعم الحكومي الدائم لذا اتجهت للخصوصية، فغرض الأخيرة هو قياس الربحية والسيولة هذا من جهة، ومن جهة أخرى إبراز طبيعة السوق من خلال الوحدات الناجحة والتي بدورها تؤدي لخلق المنافسة، كما يهدف التقييم لإنهاء مديونية هذه المؤسسات قبل بيعها و إختيار الأسلوب اللازم لذلك، وهذا حسب طبيعة كل منها.<sup>3</sup>

### المطلب الثالث: آليات ومداخل تحديد قيمة المؤسسة

تحدد قيمة المؤسسة أياً كانت طبيعة النشاط الذي تمارسه، من الأمور الصعبة التي لا يمكن تحديدها بشكل دقيق إلا بالإتفاق على تعريف معين للمقصود بالقيمة، وذلك لا يكون إلا بعد دراسة آليات ومداخل وطرق التقييم.

<sup>1</sup> الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل الماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009، ص: 77-78.

<sup>2</sup> صالح الحمصي، عبد الحي محمد، الاندماج كقاعدة لطرق نجاة المؤسسات في بحار المنافسة العلمية، تاريخ النشر 07 يوليو 2007، تاريخ الإطلاع 02 فيفري 2020.

<sup>3</sup> الجوزي غنية، مرجع سبق ذكره، ص: 78.

### الفرع الأول: آليات تحديد قيمة المؤسسة

تعتبر عملية تحديد قيمة المؤسسة محدودة الدقة، كونها تبني على أساس كفاءة المقيم، من خلال استخدامه مجموعة من الأساليب التي تركز على قواعد علمية وعملية مقبولة، ولهذا فإن آلية التقييم لا تخرج على كونها تعتمد على إحدى الأساليب الموالية:<sup>1</sup>

**1-** الإعتماد على ميزانية المؤسسة، وهذا من خلال القيام بمعادلة قيم الأصول والخصوم مع الأخذ بعين الاعتبار الإختلاف بين القيمة الدفترية لها والقيمة السوقية، مما يستدعي القيام ببعض التعديلات من أجل تقييم أكثر دقة.

**2-** المقارنة بين المؤسسة محل التقييم مع مثيلاتها من المؤسسات والتي تكون قيمتها معروفة سلفاً بإستعمال إحدى طرق تحديد القيمة.

**3-** إستعمال التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة بعد خصمها للوصول إلى القيمة الحالية، وتعتمد هذه الطريقة على إتباع المراحل الآتية:

✚ التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية خلال مدة معلومة؛

✚ إختيار المدة والكيفية التي يتم بها تقدير القيمة المستمرة للمؤسسة؛

✚ إيجاد معدل الخصم المناسب والذي غالباً ما يكون تكلفة رأس المال.

### الفرع الثاني: مداخل تقييم المؤسسة

تتطلب إجراءات تحديد قيمة المؤسسة الإهتمام بالعديد من الجوانب المتعلقة بالمؤسسة محل التقييم، وذلك من خلال جمع مختلف المعلومات المتعلقة بها وتحليلها، وقد صنفها الدكتور طارق عبد العال حماد في ثلاث مناهج أساسية وهي كالتالي:<sup>2</sup>

**1-منهج الدخل:** من خلال تقييم حصة الملكية التي تعتبر استثماراً يمكن قياسه كغيره من الإستثمارات، وعموماً منهج الدخل يحسب القيمة على إفتراض أن قيمة حصة ملكية ما تساوي مجموع القيم الحالية للمنافع الإقتصادية المتوقعة لإمتلاك تلك الحصة، كما أن هناك علاقة عكسية بين القيمة ودرجة المخاطرة، فإرتفاع المخاطر يؤدي بالضرورة إلى إرتفاع معدل العائد المطلوب ولكن من الصعوبة التنبؤ بتدفق المنافع الإقتصادية خاصة في ظل إستمرارية المؤسسة، إضافة إلى صعوبة التوصل لتحديد دقيق لمعدل الخصم المناسب، وهي من بين أهم الجوانب التي تؤخذ على هذا المدخل.

**2-منهج الأصول:** في هذا المنهج يتم تحديد قيمة المؤسسة إعتامداً على قيمة أصولها الصافية بعد خصم الإلتزاماتها، وهذا من خلال ما يتم عرضه في الميزانية العمومية والتي تكون فيها مختلف البنود مسجلة

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص ص: 286-289.

## الفصل الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي وانعكاساته على قيمة المؤسسة

بالقيم الدفترية، مما يفرض ضرورة القيام بسلسلة من التعديلات من أجل الوصول إلى القيمة السوقية سواء لأصول المؤسسة أو إلتزاماتها.

**3-منهج السوق:** 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، وتعتبر المعلومات المالية المستخدمة من حيث نوعيتها وكميتها أهم مؤثر في القيمة التي يتم الحصول عليها من خلال الإعتماد على هذا المدخل، وذلك بالعمل على إستخراج مجموعة من النسب والمعايير المستعملة في تقدير قيمة المؤسسة إنطلاقا من الميزانية العمومية، قائمة الدخل... الخ، لكن غالبا لا تكون هذه المعايير الكمية وحدها كافية إذ يتوجب العمل على دراسة مختلف الجوانب النوعية من خلال الإدارة ومدى نموها و إتساعها وكذا خدمات المنتج، وهذا من أجل تحديد قيمة المؤسسة بالدقة اللازمة والمطلوبة.

### الفرع الثالث: طرق تقييم للمؤسسة

#### أولا: التقييم المحاسبي للمؤسسة

هذه الطريقة عبارة عن قراءة بسيطة لمجموع الممتلكات الخاصة بالمؤسسة، ويهدف لتحديد قيمة المؤسسة من خلال تجميع كل القيم الحقيقية الخاصة بممتلكاتها، فالتقييم المحاسبي للمؤسسة يشمل كل طرق التقييم التي تمثل الصفة التاريخية لها.

#### 1- طريقة الأصول الصافية المحاسبية ACN

يتم في هذه الطريقة تقييم أصول المؤسسة وذلك بتحديد ما مباشرة من عناصر الميزانية على أساس التكلفة التاريخية، حيث تمثل الفرق بين الأصول الصافية والديون المقيدة في دفاترها وسجلاتها، وذلك حسب المراحل التالية:<sup>1</sup>

✚ جرد كل ما تملكه المؤسسة من موجودات؛

✚ جرد الإلتزامات المترتبة على المؤسسة؛

✚ فحص فني محايد لدفاتر وسجلات ومستندات المؤسسة.

لا تعد هذه الطريقة صحيحة للقيمة الفعلية للمؤسسة محل التقييم خاصة في الدول التي تعاني من إرتفاع معدلات التضخم، ومع هذا فإنها تبقى الأساس ونقطة البداية لطرق التقييم الأخرى لأنها تتميز بجانب كبير من الموضوعية.

نحصل على قيمة المؤسسة بإستعمال هذه الطريقة على النحو التالي:

<sup>1</sup> محمود علي الجبالي، تقييم الأصول الثابتة لأغراض الخصخصة-حالة مؤسسة سكة الحديد العقبة في الأردن، مجلة الباحث، العدد 01، 2012، ص:255.

## الفصل الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي وانعكاساته على قيمة المؤسسة

قيمة المؤسسة = إجمالي الأصول - الديون

$$VE = \text{Total Actif} - \text{Dettes}$$

### 2- القيمة المحاسبية المصححة:

أساس هذه الطريقة هو القيام بتقييم منفصل لمختلف عناصر أصول و خصوم المؤسسة, في هذه الحالة قيمة المؤسسة (تساوي مجموع القيم الحالية للعناصر المكونة لممتلكات المؤسسة المسجلة والغير مسجلة), وتتجاهل هذه الطريقة مبدئين أساسيين للمؤسسة هما ترتيب الأصول وهدف البحث على الربح.<sup>1</sup> إن إعادة تقييم ممتلكات المؤسسة نتيجة حتمية للإهتلاكات و التضخم والهدف منها هو تحديد الاختلاف بين القيمة المحاسبية للأصل وقيمتها السوقية, وفي هذه الحالة قيمة المؤسسة تساوي:

قيمة المؤسسة = مجموع القيم للأصول - إجمالي الديون

$$VE = \text{Total Actif Courrège} - \text{Total Dettes}$$

### 3- طرق التقييم المرتكزة على فائض القيمة:

يمكن إعتبار طريقة فائض القيمة على أنها المقاربة التي تعتمد على قياس المزايا المعنوية التي تحوزها المؤسسة لعوائد أعلى من العوائد العادية المبررة للأصل الصافي المصحح, فالأصول المعنوية عنصر على ذمة المؤسسة, تتصف بمجموعة من الخصائص التي تختص بها مقارنة بباقي الأصول الموجودة في المؤسسة نذكر منها:<sup>2</sup>

✚ تعتبر أصول غير ملموسة, ولا يمكن تتبع أثرها من خلال نظم المحاسبة؛

✚ لا يمكن شراءها أو تقليدها وتزداد قيمتها بالإستخدام الجيد؛

✚ عوائد إستثماراتها افتراضية؛

✚ تطبيقاتها متعددة دون التقليل من قيمتها.

## ثانيا: التقييم المالي للمؤسسة

التقييم المحاسبي للمؤسسة يتجاهل القدرة الربحية المستقبلية للمؤسسة, الأمر الذي أدى بخبراء التقييم إلى إستعمال المقاربة المالية خلال عملية تقييم المؤسسة, والتي يمكن فهمها على أنها التصور المبني على فكرة أن قيمة المؤسسة لا تعبر عن تراكم العناصر الماضية, وإنما على توقع الأرباح المستقبلية.

### 1- طريقة التقييم بإستخدام المضاعف (PER)

<sup>1</sup>ملبكة زغب, مشاكل تقييم المؤسسة الصناعية مع دراسة حالة مؤسسة الصيانة الصناعية, الملتقى الدولي حول إقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة, جامع فرحات عباس, سطيف, 03-07 أكتوبر 2007, ص:05.

<sup>2</sup>Oliver Ramond et Autres, Evaluation financiere et normes IFRS, Economica, 2012, P167.

من أهم الطرق التي تعتمد في تقييم المؤسسات لإستعمالها العالمي من طرف الخبراء الماليين، وتهدف إلى تقييم السهم بالإعتماد على عائد الربح، من خلال العلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{BER} = \frac{\text{الربح للسهم}}{\text{سعر السهم}}$$

أو بالعلاقة : أرباح المؤسسة / قيمة المؤسسة في البورصة = BER

### 2- نموذج تسعير الأصول المالية: (MEDAF)

يعتبر أول نموذج يوضح العلاقة بين العائد المتوقع للأصل وخطره النظامي، بالرغم من ظهور عدة نماذج أخرى إلا أن هذا النموذج لا يزال يحتل الصدارة، كما أنه يعد النموذج المرجعي والأكثر إستعمالاً في أغلب المؤسسات لتقدير تكلفة رأس المال، إن المخاطر التي يعتمدها هذا النموذج هي المخاطر السوقية التي تترك أثرها على جميع الأوراق المالية نتيجة عوامل مشتركة اقتصادية وسياسية واجتماعية وغيرها، حيث تصيب الإقتصاد الوطني ككل ولا يمكن تجنبها من خلال التنوع في الأوراق المالية، ويقوم على ثلاث فرضيات أساسية:<sup>2</sup>

**الفرضية الأولى:** يتميز السوق بالكفاءة وقدرة المستثمرين على الإقراض والإقتراض دون الخضوع إلى كميات إجبارية.

**الفرضية الثانية:** يتميز السوق المالي بالمنافسة التامة.

**الفرضية الثالثة:** يمتلك المستثمرون نفس التوقعات حول العوائد المنتظرة، وذلك راجع لتجانس المعلومة.

### 3-تقييم كفاءة الأسواق المالية:<sup>3</sup>

كفاءة السوق المالي هي عبارة عن السوق التي تتم فيها إستجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات والمعلومات الواردة في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيم الحقيقية للورقة المالية ما يعكس حتماً في قيمة المؤسسة.

تتميز الأسواق المالية بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

✚ يتمتع السوق بوجود عدد كبير من المستثمرين؛

✚ يتصف المتعاملون في السوق بالرشادة.

✚ أن تكون المعلومة متاحة لدى الجميع ودون أية تكاليف؛

✚ عدم وجود أي قيود على المتعاملين، أي وجود حرية تامة في التعامل؛

✚ عدم تحقيق المستثمرين لأرباح غير عادية لأن العائد يكفي لتغطية المخاطر.

<sup>1</sup> بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشركة بالنسبة لمؤسسة قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم

التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2010، ص:93.

<sup>2</sup> محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2011، ص:125.

<sup>3</sup> إيهاب الدسوقي، إقتصاديات كفاءة البورصة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2006، ص:33.

### خلاصة الفصل

حاولنا في هذا الفصل الإشارة للجوانب الأساسية المتعلقة بالموضوع من خلال إدراج ماهية الهيكل المالي، حيث انطلقنا من مفهوم الهيكل المالي وأهم العوامل المؤثرة فيه، والذي يمثل مجموعة الأموال التي بواسطتها تمول موجودات المؤسسة وهو يشمل تمويل ممتلك وتمويل مقترض، حيث يشكل الجزء الأيسر من قائمة المركز المالي، ثم انتقلنا للحديث عن الرفع المالي وعلاقته بتمويل الهيكل وذلك من خلال التأثير على المردودية المالية للمؤسسة فنموها واستمرارها مرتبط ومرهون بمدى قدرتها على تحقيق معدل مردودية اقتصادية يكفي لتغطية الإستدانة، والذي بدوره يؤدي لتحقيق رفع مالي أفضل، بالإضافة إلى أسباب اختلاف مكونات الهيكل المالي بين المؤسسات والمتمثلة أساسا في محددات داخلية وأخرى خارجية والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد الأموال المستخدمة في تمويل المؤسسة.

وكذلك سلطنا الضوء على ماهية قيمة المؤسسة، فقد تعددت التعاريف حول هذه الأخيرة فمنهم من عرفها على أنها عبارة عن مبلغ مالي يدفع مقابل أصل معين للحصول على عوائد مستقبلية جراء استخدام ذلك الأصل، بالإضافة لأهداف التقييم والمبادئ المعتمدة من أجل تحديد القيمة لكافة المنافع الاقتصادية المستقبلية نتيجة ملكية هذه المنشأة.

وفي النهاية حاولنا الإشارة إلى الآليات والطرق المستخدمة بعملية التقييم، والتي تركز أساسا على قواعد علمية وعملية متداولة ومقبولة.

الفصل الثاني: - دراسة حالة-

مؤسسة حليب المحضنة للفترة

2018-2015

## تمهيد

بعد ما سلطنا الضوء على الجانب النظري والذي قدم من خلال الفصل السابق, وهذا قصد التعرف على جوانب البحث من خلال مفهوم الهيكل المالي وأهم مصادر التمويل المشكلة له, ومدى فعاليتها في تقييم قيمة المؤسسة الاقتصادية.

أما في هذا الفصل فسوف نحاول إسقاط كل ما تم تناوله بالجانب النظري على الجانب التطبيقي, وذلك لهدف إبراز تطابق موضوع بحثنا مع الواقع, حيث إختارنا إحدى المؤسسات الاقتصادية ذات الطابع الإنتاجي والمتمثلة في مؤسسة حليب الحضنة لإجراء دراسة حالة من خلال تحليل قوائمها المالية على مدار السنوات 2015-2018, حيث قسمنا هذا الفصل لمبحثين:

**المبحث الأول:** التعرف على المؤسسة محل الدراسة بشكل عام

**المبحث الثاني:** دراسة الوضعية المالية للمؤسسة

### المبحث الأول: التعرف على المؤسسة محل الدراسة

في هذا المبحث سوف ندرج لمحة على المؤسسة التي تمت فيها الدراسة الميدانية والمتمثلة في مؤسسة "حليب الحضنة"، وذلك من خلال التطرق للمحة تاريخية حول نشأة المؤسسة إضافة إلى تقديم هيكلها التنظيمي، وكذلك الوسائل المعتمدة لجمع البيانات المتعلقة بمنهجية هذه الدراسة.

### المطلب الأول: تعريف المؤسسة

هي شركة ذات مسؤولية محدودة عدد شركاءها 04، تقوم بإنتاج الحليب ومشتقاته تأسست في 1998/12/15 برأسمال 6000.000 دج حيث تقع بالمنطقة الصناعية بولاية مسيلة.

مرت المؤسسة بالعديد من المراحل خلال نشأتها نلخصها فيمايلي:

#### 1- مرحلة الإنشاء: (ديسمبر 1998 إلى ديسمبر 2000)

في هذه المرحلة اكتفت المؤسسة بإنتاج أكياس الحليب (عادي، لبن، رائب، حليب البقرة)، حيث كانت قيمة هذه الإستثمارات خلال هذه الفترة 58541691.88 دج بطاقة إنتاجية تصل إلى 40000 لتر/ يوميا، واستمرت مبيعات المؤسسة في الإرتفاع لتصل إلى 1271792000 دج سنة 2000.

#### 2-مرحلة التوسع الأولى:(2003/2001)

بقيت نفس المنتجات السابقة وكانت قيمة الإستثمارات خلال هذه الفترة تقدر ب: 29596968.27 دج بطاقة إنتاجية فاقت 140000 دج لتر/ يوميا بعد ما كانت 40000 لتر/ يوميا، حيث تطور رقم الأعمال كمايلي:

335937000 دج سنة 2001 بعدد عمال 40 عامل؛

496225000 دج سنة 2002 بعدد عمال 39 عامل؛

519355000 دج سنة 2003 بعدد عمال 53 عامل.

#### 3-مرحلة التوسع الثانية:(جانفي 2004/ ديسمبر 2004)

في هذه المرحلة أضافت المؤسسة إنتاج مادة الياغورت، وتحسين المنتجات السابقة حيث وصلت قيمة الإستثمارات خلال هذه الفترة 513938339.31 دج وفاقت القدرة الإنتاجية 320000 لتر/ يوميا، كما تمكنت من إضافة مجموعة من المنتجات الجديدة كالتالي:

حليب مبستر واللبن والرائب وحليب البقر، في قارورات بسعة 01 لتر؛

زبادي طبيعي وزبادي ممزوج بالفاكهة، في قارورات بسعة 01 لتر؛

زبادي معطر وزبادي ممزوج بالفواكه، في علب 110 غرام.

في هذه السنة 2004 حققت المؤسسة رقم أعمال قدره 705731000 دج بوجود 58 عامل.

#### 4-مرحلة التوسع الثالثة:(2011/2005)

## الفصل الثاني: - دراسة حالة - مؤسسة حليب الحضنة للفترة (2018/2015)

بهذه المرحلة قدرت قيمة الإستثمارات 556644565 دج بطاقة إنتاجية وصلت إلى 660000 لتر/ يوميا مقسمة كالتالي:

✚ 240000 لتر/ يوميا بالنسبة للمنتجات في أكياس بسعة 01 لتر؛

✚ 240000 لتر/ يوميا بالنسبة للزبادي في علب؛

✚ 180000 لتر/ يوميا بالنسبة للزبادي في قارورات.

في هذه المرحلة قدر رقم أعمالها لسنة 2011 ب: 7019456946 دج بعدد عمال 1000 عامل.

### 5- مرحلة التوسع الرابعة: (2014/2012)

قدر حجم الإستثمار بهذه الفترة 3038126247 دج، حيث بلغت الطاقة الإنتاجية 920000 لتر/ يوميا قسمت كالتالي:

✚ 280000 لتر/ يوميا بالنسبة للمنتجات بأكياس سعتها 01 لتر؛

✚ 330000 لتر/ يوميا بالنسبة للزبادي في علب؛

✚ 180000 لتر/ يوميا بالنسبة للزبادي في قارورات؛

✚ 130000 لتر/ يوميا بالنسبة للحليب المعقم والزبدة.

بهذه السنة 2014 حققت المؤسسة رقم أعمال قدره 10122567130 دج بعدد عمال 950 عامل.

### المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للمؤسسة

لقد قامت المؤسسة مؤخرا بإعداد هيكل تنظيمي يتوافق ويتناسب مع الأهداف المرجوة والتي تسعى لتحقيقها، ومن أهم هذه الأهداف:

✚ تحقيق رضا الزبون؛

✚ تحقيق النمو والتطور مع سعيها للدخول في مجالات أخرى؛

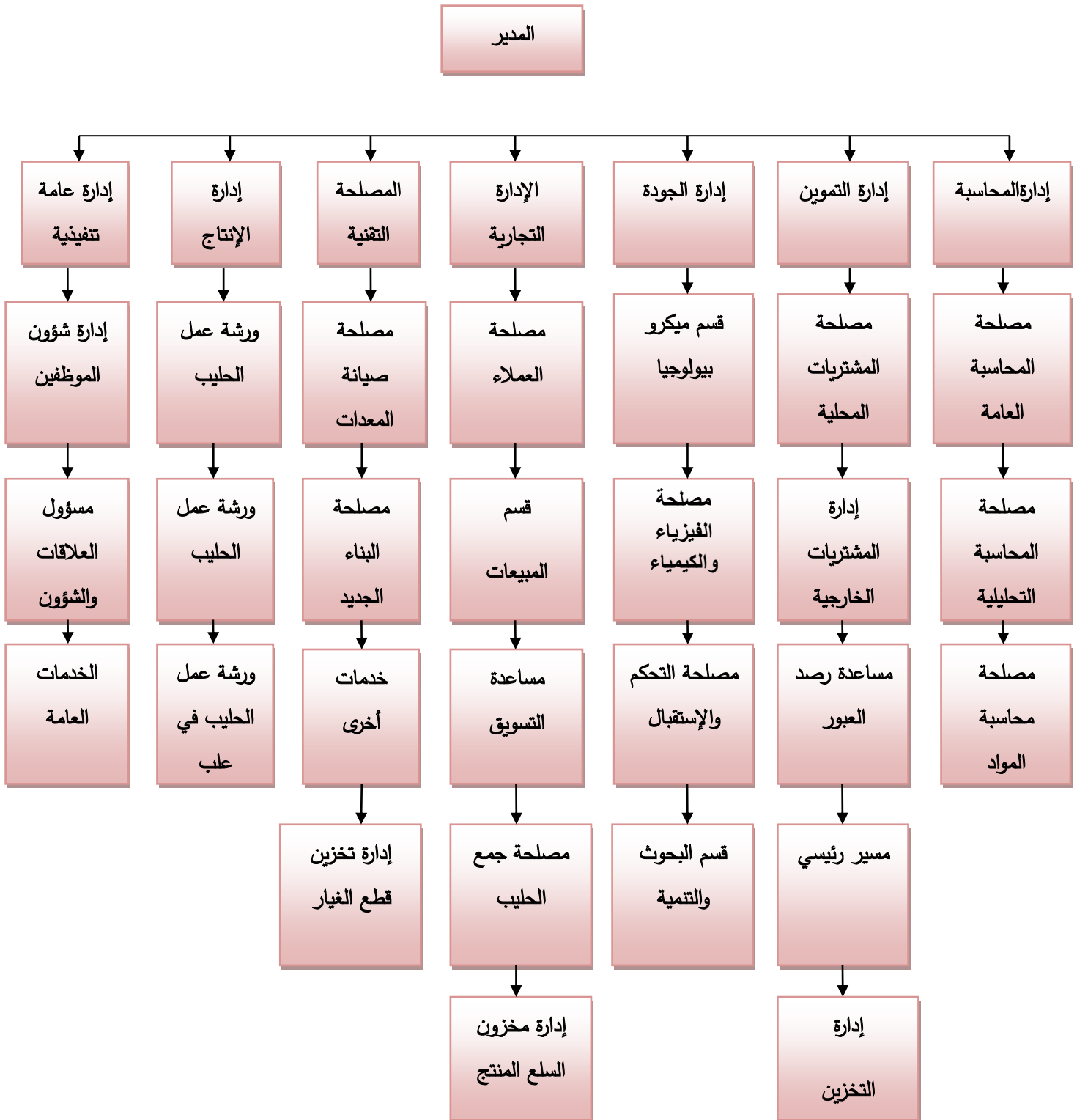
✚ العمل على طرح منتجات ذات قيمة وبأسعار معقولة تتناسب مع القدرة الشرائية للمستهلك؛

✚ محاولة ترسيخ علامتها التجارية وتحسين صورتها مستقبلا، وكل هذا يسهم في خلق فرص

المنافسة.

## الفصل الثاني: - دراسة حالة - مؤسسة حليب الحضنة للفترة (2018/2015)

يمكن توضيح هيكل المؤسسة كمايلي:



### المطلب الثالث: نشاط المؤسسة ومهامها

#### أولاً: نشاط المؤسسة

تنشط مؤسسة الحضنة في قطاع الصناعات الغذائية، حيث تساهم بشكل كبير مثلها مثل المؤسسات الأخرى في التنمية الاقتصادية وتلبية حاجيات المستهلكين، ويمكن تلخيص نشاطها بالعناصر التالية:

1- الشراء: تقوم المؤسسة بعقد صفقات مع الموردين لتزويدها بالمواد الأولية من أجل عملياتها الإنتاجية، حيث تستورد حوالي 80% من احتياجاتها من الخارج ويتم اختيار المورد المناسب على أساس الجودة والسعر.

2- الإنتاج: مرحلة الإنتاج هي ثاني مرحلة بعد الشراء، وتعتبر أهم حلقة بنشاط المؤسسة حيث تقوم بتحويل المواد الأولية من حالتها الطبيعية إلى منتجات نهائية متمثلة في الحليب ومشتقاته، حيث تنتج هذه المنتجات بشكل يومي وبكل المواسم، إضافة أنها تنتج حسب طلبات الزبائن.

3- البيع: تشرف على هذا النشاط مصلحة المبيعات ضمن القسم التجاري، وذلك وفق حالتين:

- ✚ حالة الإنتاج وفق الطلب، وهنا تكون الكميات المنتجة مضمونة البيع.
- ✚ حالة الإنتاج بدون طلب، هنا تقوم المؤسسة بعملية البيع بإمكانياتها الخاصة وقدرتها التسويقية.

#### ثانياً: مهام المؤسسة

- ✚ تغطية نقاط البيع بمختلف منتجاتها؛
- ✚ مواجهة المنافسة بالإعتماد على خطط وإستراتيجيات تمكنها من ذلك؛
- ✚ ضمان النوعية، وهي تعمل جاهدة لتستطيع أن تضمن لزبائنها النوعية الجيدة والجودة العالية؛
- ✚ بقاء المؤسسة في السوق رغم التغيرات الدائمة؛
- ✚ التجديد بحيث يعتبر هذا العنصر من أبرز السياسات المتبعة لدى المؤسسة؛
- ✚ توسيع تشكيلاتها السلعية معتمدة على تكنولوجيا تتمثل في استعمالها لوسائل متطورة؛
- ✚ العمل على تلبية حاجات ورغبات القطاعات السوقية المستهدفة.

## الفصل الثاني: - دراسة حالة - مؤسسة حليب الحضنة للفترة (2015/2018)

### المبحث الثاني: دراسة الوضعية المالية للمؤسسة

سوف نقوم في هذا المبحث بدراسة وتحليل الوضعية المالية للمؤسسة, وذلك بواسطة مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية اعتمادا على مخرجات القوائم المالية والمتمثلة أساسا في الميزانيات وجداول حسابات النتائج.

### المطلب الأول: تحليل القوائم المالية بواسطة مؤشرات التوازن المالي

الميزانية المالية: تتشكل الميزانية المالية بهدف تحليل الوضع المالي للمؤسسة, وذلك من خلال إعداد الميزانية المختصرة للمؤسسة محل الدراسة, بعد الإطلاع على الكشوف المقدمة من هذه الأخيرة

### الجدول رقم(01): عرض الميزانية المختصرة للفترة 2015-2018

البيان / السنوات	2015	2016	2017	2018
الأصول الثابتة	8572877529	4187646886	4116600918	3461282497
الأصول المتداولة	5177271478	4690563521	5426520114	6295117820
قيم الإستغلال	3350468260	2931929710	3566690858	3709258979
قيم القابلة للتحويل	1608647703	1673816156	1716218213	2509522971
القيم الجاهزة	218155515	84617655	143611043	96335870
مجموع الأصول	1375149007	8878010407	954312032	9756400317
الخصوم الثابتة	8466074523	4076942829	4302022331	4127041817
الأموال الخاصة	6662145333	2523795545	2740859490	2998578343
الديون المالية	1803932189	1553147284	1561162841	1128463474
الخصوم المتداولة	5284071484	4801067508	5241098701	5629358501
مجموع الخصوم	1375149007	8878010407	954312032	9756400317

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة

**أولاً: تحليل القوائم المالية بواسطة مؤشرات التوازن المالي**

-تحليل الوضعية المالية للمؤسسة من خلال مؤشر رأس المال العامل:

رأس المال العامل الإجمالي هو الفائض من الموارد الثابتة بعد تغطية الإستخدامات الثابتة، وبعبارة أخرى هو ذلك الجزء من الأصول المتداولة الممول بالموارد الثابتة، ويحسب بالعلاقة التالية:

من أعلى الميزانية: رأس المال العامل الصافي الإجمالي = الموارد الثابتة - الإستخدامات الثابتة

$$FRNG = RS(ressource stable) - ES(emplois stable)$$

من أسفل الميزانية: رأس المال العامل الصافي الإجمالي = الأصول المتداولة - الخصوم المتداولة

$$FRNG = AC(activ circulant) - DC(dette circulant)$$

الجدول رقم(02): حساب رأس المال العامل الإجمالي

البيان/ السنوات	2015	2016	2017	2018
الموارد الدائمة	8466074523	4076942829	4302022331	4127041817
الإستخدامات الدائمة	8572877529	4187646886	4116600918	3461282497
FRNG	(106803006)	(110704057)	185421413	665759320

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على القوائم المالية

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن رأس المال العامل الإجمالي سالباً خلال الفترة (2015-2016)، يشير هذا إلى أن المؤسسة عجزت عن تمويل الإستخدامات الثابتة عن طريق مواردها الدائمة وتكون بذلك قد حققت عجزاً، في هذه الحالة تكون المؤسسة بحاجة للبحث عن مصادر تمويل مستقرة لتمويل استخداماتها الثابتة أو تخفيض استثماراتها إلى الحد الذي يتوافق مع مواردها، أما خلال الفترة (2017-2018) فالمؤسسة تمكنت من تمويل أصولها الثابتة اعتماداً على مواردها الدائمة، أي تمويل استثماراتها عن طريق الأموال الخاصة والديون الطويلة والمتوسطة مما يجعلها في وضعية مستقرة.

-تحليل الوضعية المالية للمؤسسة من خلال مؤشر احتياج رأس المال العامل:

يمثل احتياج رأس المال العامل الأموال التي تحتاجها المؤسسة خلال دورة الإستغلال، ويحسب بالعلاقة التالية: احتياج رأس المال العامل = احتياجات رأس المال العامل للإستغلال + احتياجات رأس المال العامل خارج الإستغلال.

$$BFR = \text{Actif circulant d'exp et hors exp} + \text{passif circulant d'exp et exp}$$

## الفصل الثاني: - دراسة حالة - مؤسسة حليب الحضنة للفترة (2018/2015)

### جدول رقم(03): حساب احتياج رأس المال العامل

2018	2017	2016	2015	البيان / السنوات
6295117820	5426520114	469563521	5177271478	الأصول المتداولة
76335870	1143611043	84617655	218155515	القيم الجاهزة
5629358501	5241098701	4801067508	5284071484	خصوم متداولة
---	---	---	---	الخزينة
589423449	41810370	(195321714)	2929857374	BFR

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

ما يمكن استنتاجه من الجدول أعلاه أن احتياجات رأس المال العامل سجلت ارتفاع مستمر خلال سنوات الدراسة (2015-2018)، أي حققت نتائج موجبة وهذا يدل على أن المؤسسة غطت احتياجاتها ولها فائض يجب توجيهه لتمويل أنشطة أخرى (توسيع نشاطها، تسهيلات العملاء...).

- تحليل الوضعية المالية من خلال أنواع رأس المال العامل الإجمالي:

📌 رأس المال العامل الخاص: هو الذي يمول عن طريق الأموال الخاصة ويكون رأس المال

العامل الخاص موجب لما تكون الأموال الخاصة أكبر من الأصول الثابتة، يبين لنا مدى

استقلالية المؤسسة اتجاه عملائها، ويحسب بالعلاقة التالية:

رأس المال العامل الخاص = الأموال الخاصة - الأصول الثابتة

### جدول رقم(04): حساب احتياج رأس المال العامل الخاص

2018	2017	2016	2015	البيان / السنوات
2998578343	2740859490	2523795545	6662145333	الأموال الخاصة
3461282497	4116600918	4187646886	8572877629	الأصول الثابتة
(462704154)	(1375741428)	(1663851341)	(1910732296)	رأس المال العامل الخاص

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

مما سبق نلاحظ أن رأس المال العامل الخاص سالب خلال سنوات الدراسة مما يدل على عدم قدرة المؤسسة على تغطية أصولها الثابتة بالإعتماد على الأموال الخاصة، وذلك راجع لزيادة حجم استثماراتها وهذا بدوره يؤدي لزيادة الديون طويلة الأجل وبالتالي فإن الوضع المالي للمؤسسة غير مستقر.

📌 رأس المال العامل الأجنبي (الخارجي): هو جزء من الأصول المتداولة والتي تمول عن طريق

القروض، أي عن طريق الديون طويلة والمتوسطة ويستخرج بالعلاقة التالية:

رأس المال العامل الأجنبي = مجموع الخصوم - الأموال الخاصة

## الفصل الثاني: - دراسة حالة - مؤسسة حليب الحضنة للفترة (2018/2015)

### جدول رقم(05): حساب رأس المال العامل الأجنبي

2018	2017	2016	2015	البيان / السنوات
9756400318	9543121032	8878010409	13750149007	مجموع الخصوم
2998578343	2740859490	2523795545	6662145333	الأموال الخاصة
6757821975	6802261542	6354214864	7088003674	رأس المال العامل الأجنبي

#### المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

من خلال الجدول أعلاه نقول أن رأس المال العامل الأجنبي في تذبذب وغير مستقر خلال سنوات الدراسة وهذا راجع لعدم إستقرار ديون طويلة الأجل.

#### -تحليل الوضعية المالية للمؤسسة من خلال مؤشر الخزينة الصافية:

الخزينة الصافية عبارة عن الفرق بين الموارد الموضوعة تحت تصرف المؤسسة واحتياجات التمويل, تستخدم الخزينة الصافية لإحداث التوازن بين رأس المال العامل الصافي الإجمالي واحتياجات رأس المال العامل, وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{الخزينة الصافية} = \text{رأس المال العامل الإجمالي الصافي} - \text{الإحتياج في رأس المال العامل}$$

$$\text{TN} = \text{FRNG} - \text{BFR}$$

#### جدول رقم(06): حساب الخزينة الصافية

2018	2017	2016	2015	البيان / السنوات
665759320	185421413	(110704057)	(106803006)	FRNG
589423499	41810370	(195321714)	2929857374	BFR
76335871	143611043	84617657	(3036660380)	TN

#### المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ أن وضعية خزينة مؤسسة حليب الحضنة تظهر بقيم سالبة خلال السنة الأولى, وهذا يشير إلى أن المؤسسة لها موارد غير كافية لتغطية احتياجاتها وبالتالي المؤسسة في حالة عجز, مما يوجب عليها أن تقوم بتحصيل حقوقها من قبل الزبائن أو التنازل عن التثبيات الغير ضرورية أو اللجوء لطلب قروض جديدة.

أما بالنسبة للسنوات الثلاث المتبقية نلاحظ أن المؤسسة تداركت خطورة وضعها وحققت خزينة موجبة مما يعني وجود أموال لدى المؤسسة قامت بتجميدها لتغطية احتياجات رأس المال العامل, ولكن هذا الأخير يطرح مشكلة الربحية لذا يجب أن تعالج بعض التزاماتها أو تعظيم قيم الإستغلال عن طريق شراء المواد الأولية أو تمديد الأجل الممنوحة للزبائن أو تقديم تسهيلات جديدة.

المطلب الثاني: التحليل بواسطة النسب المالية

أولاً: نسب التوازن الهيكلي (التمويلي)

تقيس نسب التمويل درجة إعتتماد المؤسسة على أموال الغير في تمويل أنشطتها، ويكتسب المدى الذي تذهب إليه المؤسسة في الإقتراض أهمية خاصة من جوانب عديدة، أهمها التأثير على كل من العائد والخطر و نذكر منها:

✚ **نسبة التمويل الدائم:** تبين هذه النسبة درجة تغطية أو تمويل المؤسسة لأصولها الثابتة بالأموال

الدائمة، ويشترط في هذه النسبة أن تكون أكبر من الواحد. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

جدول رقم(07): حساب نسبة التمويل الدائم

2018	2017	2016	2015	البيان / السنوات
4127041817	4302022331	4076942829	8466077523	الأموال الدائمة
3461282497	4116600918	4187646886	8572877529	الأصول الثابتة
1.19	1.04	0.97	0.98	نسبة التمويل الدائم

**المصدر:** من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

تقيس وتعتبر هذه النسبة عن رأس المال العامل في شكل نسبة، ومن خلال الجدول نلاحظ تزايد بشكل نسبي خلال سنوات الدراسة الأمر الذي يدل على وجود رأس مال عامل موجب يستطيع تغطية احتياجات الإستغلال مع وجود هامش أمان طفيف.

✚ **نسبة التمويل الخاص:** تبين هذه النسبة مدى تغطية الأموال الخاصة للأصول الثابتة، حيث

يمكن لهذه النسبة أن تكون أقل من الواحد دون أن يؤثر ذلك على وضعية المؤسسة بشرط أن

تكون نسبة التمويل الدائم أكبر من الواحد. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الخاص} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

جدول رقم(08): حساب نسبة التمويل الخاص

2018	2017	2016	2015	البيان / السنوات
2998578343	2740859490	2523795546	6662145333	الأموال الخاصة
3461282497	4116600918	4187646886	8572877529	الأصول الثابتة
0.86	0.66	0.80	0.77	نسبة التمويل الخاص

**المصدر:** من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

نستخلص من الجدول أعلاه أن نسبة التمويل الخاص أقل من الواحد مما يعني أن المؤسسة لم تستطع تمويل أصولها الثابتة بواسطة أموالها الخاصة، الأمر الذي يتطلب ضرورة الحصول على قروض إضافية.

## الفصل الثاني: - دراسة حالة - مؤسسة حليب الحضنة للفترة (2018/2015)

✚ **نسب المديونية:** تبين لنا هذه النسب مدى اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على مواردها المالية الذاتية وعلى الأموال الأجنبية. ومن أهم هذه النسب:

1- **نسبة الإستقلالية المالية:** تقيس لنا هذه النسبة حصة المساهمين مقارنة بمجموع موارد المؤسسة. وتحسب بالعلاقة التالية: **نسبة الإستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الديون**

جدول رقم(09): حساب نسبة الإستقلالية المالية

البيان / السنوات	2015	2016	2017	2018
الأموال الخاصة	6662145333	2523795545	2740859490	2998578343
مجموع الديون	5058745084	6354214864	6802261542	6757821975
نسبة الإستقلالية المالية	0.13	0.39	0.40	0.44

**المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية**

تعبّر هذه النسبة عن مدى إستقلالية الوحدة ماليا ومدى اعتمادها على أموالها الخاصة، ومن خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن المؤسسة سجلت نسب متفاوتة خلال سنوات الدراسة على التوالي 0.12, 0.39, 0.40, 0.44، وبالتالي يمكن القول أن المؤسسة في وضعية مثقلة بالديون ولا تستطيع الحصول على ديون جديدة (النسبة المرجعية 0.5).

2- **نسبة قابلية السداد:** تبين هذه النسبة المدة التي تستغرقها المؤسسة لتسديد ديونها المتوسطة والطويلة. وتحسب بالعلاقة التالية: **نسبة قابلية السداد = مجموع الأصول / مجموع الديون**

جدول رقم(10): حساب نسبة قابلية السداد

البيان / السنوات	2015	2016	2017	2018
مجموع الأصول	13750149007	8878010407	954312032	9756400317
مجموع الديون	5058745084	6354214864	6802261542	6757821975
نسبة قابلية السداد	2.71	1.39	0.14	1.44

**المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية**

من خلال الجدول يمكن القول أن هذه النسبة والتي تقيس قدرة المؤسسة على التسديد أو الوفاء بالتزاماتها مؤشر جيد لكونها تفوق الواحد، مما يعني أيضا أن نشاط المؤسسة يولد موارد كافية للتسديد السريع الشيء الذي يزيل تخوفات المقرضين من وقوع المؤسسة في حالة التوقف عن الدفع.

### ثانياً: نسب السيولة

هي النسب التي تقيس العناصر السائلة والأقرب للسيولة من أجل معرفة أن المشروع (المؤسسة) لا تعاني عسر مالي في مجال سداد التزاماتها (أي مدى قدرة المؤسسة على مواجهة الإلتزامات قصيرة الأجل)، إذن هذه النسب تقيس وضعية المؤسسة من حيث توازنها المالي قصير الأجل.

✚ **نسبة سيولة الأصول:** في هذه النسبة نقوم بمقارنة بين قيمة الأصول المتداولة إلى مجموع كل الأصول، يستحسن أن تكون هذه النسبة أكبر من 0.5.

وتحسب بالعلاقة التالية: نسبة سيولة الأصول = الأصول المتداولة / مجموع الأصول

جدول رقم(11): حساب نسبة سيولة الأصول

البيان / السنوات	2015	2016	2017	2018
الأصول المتداولة	5177271478	4690563621	5426520114	6295117820
مجموع الأصول	13750149007	8878010407	9543121032	97564100317
نسبة سيولة الأصول	0.376	0.52	056.	0.064

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

من خلال الجدول أعلاه يمكن القول أن هذه النسبة ضئيلة، مما يعني أن قيمة الأصول المتداولة أقل من إجمالي الأصول وهذا مؤشر سلبي.

✚ **نسبة السيولة العامة (المتداولة):** تبين هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها في

الأجل القصير يجب أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد.

تحسب بالعلاقة التالية: نسبة السيولة المتداولة = الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة

جدول رقم(12): حساب نسبة السيولة المتداولة

البيان / السنوات	2015	2016	2017	2018
الأصول المتداولة	5177271478	4690563621	5426520114	6295117820
الخصوم المتداولة	5284071484	4801067508	5241098701	5629358501
نسبة السيولة المتداولة	0.97	0.976	1.035	1.118

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

من خلال الجدول نلاحظ أن السيولة العامة في تزايد بشكل نسبي وهذا مؤشر ايجابي عموماً، حيث يدل أن المؤسسة تتمتع بسيولة معتبرة تمكنها من مواجهة الإلتزامات المالية قصيرة الأجل (قابلية الدفع).

✚ **نسبة السيولة المختصرة:** توضح لنا مدى قدرة المؤسسة على تغطية الديون قصيرة الأجل

انطلاقاً من حقوقها دون اللجوء لبيع المخزونات، تكون هذه النسبة محصورة بين 03 و.05.

وتحسب بالعلاقة التالية: (القيم الجاهزة + القيم القابلة للتحويل) / الخصوم المتداولة

## الفصل الثاني: - دراسة حالة - مؤسسة حليب الحضنة للفترة (2018/2015)

جدول رقم(13): حساب نسبة السيولة المتداولة

البيان / السنوات	2015	2016	2017	2018
القيم الجاهزة	218155515	84617655	1143611043	76335870
قيم قابلة للتحويل	1608647703	167381656	1716218213	2509522971
الخصوم المتداولة	5284071484	4801067508	5241098701	5629358501
نسبة السيولة السريعة	0.34	0.05	0.54	0.45

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

من خلال الجدول المبين نلاحظ أن هذه النسبة تتراوح ما بين 0.05 و 0.54، أي أنها غير مستقرة خلال سنوات الدراسة وهذه النسبة مقبولة نسبياً، ولكن من أجل الوصول لقيمة مرضية يجب على المؤسسة التركيز في سياسة تحصيل ديونها.

✚ **نسبة السيولة الجاهزة(الحالية):** تعتبر هذه النسبة أكثر النسب صرامة لتقييم أداء المؤسسة من

ناحية السيولة، تبين هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على تسديد كل ديونها قصيرة الأجل بالإعتماد على السيولة الموجودة تحت تصرفها، (النسبة المرجحة تتراوح ما بين 0.2 و 0.6) يعني إما تراجع في نشاط المؤسسة أو نقص في تجديد الإستثمارات أو فائض في السيولة الغير مستغل.

وتحسب بالعلاقة التالية: نسبة السيولة الجاهزة = القيم الجاهزة / الخصوم المتداولة

جدول رقم(14): حساب نسبة السيولة الجاهزة

البيان / السنوات	2015	2016	2017	2018
القيم الجاهزة	218155515	84617655	143611043	76335870
الخصوم المتداولة	5284071484	1801067508	5241098701	5629358501
نسبة السيولة الجاهزة	0.04	0.017	0.027	0.013

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

من الجدول المبين أعلاه والنتائج الموضحة نلاحظ أن النسبة ضئيلة جداً، الأمر الذي يعني أن المؤسسة لا تملك القدر الكافي والمقبول من النقديات.

✚ **نسب المردودية(الربحية):** تقيس هذه الأخيرة مدى تحقيق المؤسسة للمستويات المتعلقة بأداء

النشاط، كما أنها تعبر عن محصلة نتائج السياسات والقرارات التي تتخذها إدارة المؤسسة فيما يتعلق بالسيولة والمديونية، وتضم مؤشرين هما:

1- **المردودية الاقتصادية:** وهي المردودية من وجهة نظر الوسائل المستعملة من قبل المؤسسة لممارسة نشاطها.

## الفصل الثاني: - دراسة حالة - مؤسسة حليب الحضنة للفترة (2018/2015)

وتحسب بالعلاقة التالية: نسبة المردودية الإقتصادية = النتيجة الصافية / الأصول الإجمالية

جدول رقم(15): حساب نسبة المردودية الإقتصادية

البيان / السنوات	2015	2016	2017	2018
النتيجة الصافية	303944156	296037924	298299971	341103825
الأصول الإجمالية	1375149007	8878010407	9543121032	9756400317
المردودية الإقتصادية	0.22	0.033	0.031	0.034

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

2-المردودية المالية: تهتم بدرجة كبيرة بالمساهمين, فإذا كانت النسبة مرتفعة لاسيما إذا كانت أكبر من نسبة الفائدة المطبقة على السوق المالي, فإن المؤسسة لا تجد صعوبة في الرفع من أموالها الخاصة.

وتحسب بالعلاقة التالية: المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

جدول رقم(16): حساب المردودية المالية

البيان / السنوات	2015	2016	2017	2018
النتيجة الصافية	303944156	296037924	298299971	341103825
الأموال الخاصة	6662145333	2523795545	2740859490	2998578343
المردودية المالية	0.04	0.11	0.10	0.11

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

3- أثر الرافعة المالية: نقوم بحساب الرافعة المالية بالفرق بين المردودية المالية والمردودية الإقتصادية.

جدول رقم(17): حساب أثر الرافعة المالية

البيان / السنوات	2015	2016	2017	2018
المردودية الإقتصادية	0.22	0.033	0.031	0.034
المردودية المالية	0.04	0.11	0.10	0.11
أثر الرافعة المالية	0.18	(0.077)	(0.069)	(0.076)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

نلاحظ من الجدول أن أثر الرافعة المالية للسنوات الثلاث الأخيرة سالبة وهذا يدل على أن مردودية المؤسسة الإقتصادية أقل من الإستدانة, وعليه توضح عدم كفاءة إدارة المؤسسة في تحقيق أرباحها, بالإضافة على عدم قدرتها في الإختيار الموفق للهيكل المالي المناسب.

### ثالثاً: نسب النشاط

تستخدم هذه النسب لتقييم مدى نجاح المؤسسة في إدارة أصولها, وتقيس مدى كفاءتها في إستخدام الموارد المتاحة لها في اقتناء الأصول ومدى قدرتها على الإستخدم الأمثل لهذه الأصول, وتحقيق أكبر حجم من المبيعات وبالتالي حجم الأرباح.

## الفصل الثاني: - دراسة حالة - مؤسسة حليب الحضنة للفترة (2018/2015)

✚ **معدل دوران إجمالي الأصول:** هذه النسبة توضح عدد المرات التي تتحول فيها الأصول إلى رقم الأعمال.

وتحسب بالعلاقة التالية: **معدل دوران إجمالي الأصول = رقم الأعمال / إجمالي الأصول**

**جدول رقم(18): حساب معدل دوران إجمالي الأصول**

2018	2017	2016	2015	البيان / السنوات
11397823885	10015447633	9896044119	10122567130	رقم الأعمال
9756400317	9543121032	8878010407	13750149007	إجمالي الأصول
1.16	1.04	1.11	0.07	معدل دوران إجمالي الأصول

**المصدر:** من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

من الجدول والنتائج الموضحة نلاحظ أن نسب دوران الأصول الإجمالية منخفضة، الأمر الذي يدل على خفض عدد مرات تسليم الأصول (تباطؤ محتمل في المبيعات مع خفض الإيرادات).

✚ **معدل دوران الأصول الثابتة:** يشير هذا المعدل إلى مدى كفاءة المؤسسة في استخدام الأصول الثابتة الخاصة بالمؤسسة لتوليد رقم الأعمال.

وتحسب بالعلاقة التالية: **معدل دوران الأصول الثابتة = رقم الأعمال / الأصول الثابتة**

**جدول رقم(19): حساب معدل دوران الأصول الثابتة**

2018	2017	2016	2015	البيان / السنوات
11397823885	10015447633	9896044119	10122567130	رقم الأعمال
3461282497	4116600918	4187646886	8572877529	الأصول الثابتة
3.29	2.43	2.36	1.18	معدل دوران الأصول الثابتة

**المصدر:** من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

نلاحظ من الجدول أعلاه أن نسبة دوران الأصول الثابتة تتعدى الواحد، مما يعني أن كل دينار واحد من الأصول الثابتة يولد أرباحاً تتجاوز واحد دينار لكل الدورات، وهذا الأمر بدوره يعكس درجة مساهمة الأصول الثابتة في توليد المبيعات بشكل كبير.

✚ **معدل دوران المخزون:** يساعد هذا المعدل على معرفة سرعة تدفق الأموال من خلال المخزون السلعي .

ويحسب بالعلاقة التالية: **معدل دوران المخزون = تكلفة المخزون المباع / رصيد المخزون**

## الفصل الثاني: - دراسة حالة - مؤسسة حليب الحضنة للفترة (2018/2015)

✚ مهلة ائتمان الزبائن: تقيس هذه النسبة المدة التي تمنحها المؤسسة لزبائنها حتى يسددوا ما عليهم من ديون.

وتحسب بالعلاقة التالية: مهلة ائتمان العملاء = (الزبائن + أوراق القبض) / رقم الأعمال (TTC)\*360

✚ مهلة تسديد الموردين: تبين لنا هذه النسبة المدة التي يمنحها الموردين للمؤسسة حتى تتمكن من تسديد ما عليها من ديون.

وتحسب بالعلاقة التالية: مهلة تسديد الديون = (الموردين + أوراق الدفع) / المشتريات (TTC)\*360

جدول رقم(22): حساب مهلة تسديد الديون

2018	2017	2016	2015	البيان / السنوات
9537281652	8398548273	8115250303	8213075403	مشتريات السنة
1591093362	1264669066	1055450731	1097822868	متوسط ديون الموردين
6	7	8	7	معدل دوران الموردين
60	51	45	51	المدة المتوسطة لتسديد ديون الموردين

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

من خلال الجدول والنتائج الموضحة يتراوح دوران الموردين من 06 إلى 08 دورات, وهو معدل مقبول حيث يعكس مدة تسديد الديون من 45 إلى 60, وهذا الأمر يمنح للمؤسسة هامشا من الوقت لتسديد ديونها وبدوره تجنب الوقوع في الصعوبات المالية.

### رابعاً: نسب الربحية

تقيس هذه النسب مدى قدرة الشركة على تحقيق الأرباح, والتعرف على العائد المتوقع من أموالهم المستثمرة في المشروع.

✚ هامش الربح الإجمالي: تشير هذه النسبة إلى مجمل الربح الذي تحققه الشركة من كل دينار بيع.

ويحسب بالعلاقة التالية: هامش الربح الإجمالي = الربح الإجمالي / المبيعات

جدول رقم(23): حساب هامش الربح الإجمالي

2018	2017	2016	2015	البيان / السنوات
360295959	242364516	247767830	296109897	الربح الإجمالي
11397823885	10015447633	9896044119	10122567130	المبيعات
0.031	0.024	0.025	0.029	هامش الربح الإجمالي

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

من خلال نتائج الجدول لهامش الربح الإجمالي للسنوات الأربع يتبين لنا أن النسبة منخفضة جدا, وهذا يشير إلى ارتفاع التكاليف المتعلقة بالنشاط (المواد الأولية مثلا), مع ثبات نسبي في أسعار البيع مما يحتم على المؤسسة انتهاج سياسة تعمل على خفض التكاليف (التكاليف المستهدفة مثلا).

## الفصل الثاني: - دراسة حالة - مؤسسة حليب الحظنة للفترة (2018/2015)

✚ هامش الربح الصافي: تشير هذه النسبة إلى مجمل الربح الذي تحققه المؤسسة من كل دينار يبع بعد خصم المصروفات التشغيلية.

ويحسب بالعلاقة التالية: هامش الربح الصافي = الربح الصافي / المبيعات

جدول رقم(24): حساب هامش الربح الصافي

2018	2017	2016	2015	البيان / السنوات
3401103825	298299971	296037922	303944156	الربح الصافي
11397823885	10015447633	9896044119	10122567130	المبيعات
0.029	0.027	0.029	0.030	هامش الربح الصافي

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

بالإعتماد على بيانات الجدول أعلاه والنتائج الموضحة لهامش الربح الصافي يتبين لنا أن هذه النسبة منخفضة جدا، وذلك راجع إلى الإرتفاع في تكاليف النشاط.

✚ معدل العائد على الإستثمار: يقيس مدى مساهمة الأصول المستثمرة في تحقيق الربح، وتستخدم

هذه النسبة في لمقارنة الربحية بين الشركات بمختلف أحجامها، لأن هذه النسبة لا تتأثر بحجم الشركة.

ويحسب بالعلاقة التالية: معدل العائد على الإستثمار = الربح الصافي / مجموع الأصول

جدول رقم(25): حساب معدل العائد على الإستثمار

2018	2017	2016	2015	البيان / السنوات
3401103825	298299971	296037922	303944156	الربح الصافي
9756400317	954312032	8878010407	1375149007	مجموع الأصول
0.34	0.31	0.03	0.22	معدل العائد على الإستثمار

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

من خلال الجدول والنتائج الموضحة يتضح أن مساهمة إجمالي الأصول في الأرباح الصافية متدنية، الأمر الذي يدل على أن المؤسسة ليست ذات كفاءة في تسييرها لممتلكاتها.

✚ معدل العائد على الأموال الخاصة: تقيس هذه النسبة صافي ربح الشركة على استثمارات المساهمين.

وتحسب بالعلاقة التالية: معدل العائد على الأموال الخاصة = الربح الصافي / الأموال الخاصة

## الفصل الثاني: - دراسة حالة - مؤسسة حليب الحضنة للفترة (2018/2015)

جدول رقم(26): حساب معدل العائد على الأموال الخاصة

2018	2017	2016	2015	البيان / السنوات
3401103825	298299971	296037922	303944156	الربح الصافي
2998578343	2740859490	2523795545	6662145333	الأموال الخاصة
1.13	0.10	0.11	0.04	معدل العائد على الأموال الخاصة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية

من خلال الجدول أعلاه يمكن القول أن معدل العائد على الأموال الخاصة ضئيل، والذي يدل على أن المؤسسة لا تستغل مصادرها الداخلية بشكل جيد لتحقيق الأرباح.

### خلاصة الفصل:

تعرضنا في هذا الفصل لدراسة تطبيقية لمؤسسة حليب الحضنة بالمسيلة, حيث تم الإعتماد على القوائم المالية المقدمة من طرف المؤسسة محل الدراسة, والمتمثلة أساسا في الميزانيات وجداول حسابات النتائج للفترة الممتدة 2018-2015, ومن خلال ما تقدم فيها تم حساب وتحليل بعض النسب والمؤشرات المالية, إضافة إلى ذلك محاولة تقييم الأداء المالي للمؤسسة بطريقة ديناميكية بصفة عامة ولهذه الفترة بصفة خاصة, حيث يمكن القول من خلال النتائج المتوصل إليها أن إدارة المؤسسة ذات أداء ضعيف خلال هذه الفترة.

الخاتمة

العامّة

## خاتمة

يحتوي هذا الموضوع والمسطر تحت عنوان " أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة", محاولة تقييم الوضع المالي للمؤسسة الإقتصادية وذلك بإستخدام أدوات التحليل المالي, حيث يمثل الهيكل المالي أحد المقومات الرئيسية التي تسمح بإستغلال موارد المؤسسة في ظل الإمكانيات المتاحة وبشكل عقلاني, مع كفاءة عملية اتخاذ القرارات المناسبة التي تشمل كل الجهات المستفيدة من هذه المشاريع القائمة, مع إبراز مواطن القوة وتعزيزها ومواطن الضعف والعمل على معالجتها.

ولقد تطرقنا من خلال بحثنا هذا لأحد أهم الأدوات المستخدمة في تقييم الأداء المالي للمؤسسة ألا وهو التحليل المالي, حيث يعد هذا الأخير من أهم الأدوات التي يستعين بها متخذ القرار المالي أو الأطراف ذات المصلحة, حيث تهدف لتقييم طرق الإستثمار وتوظيف الأموال مع دراسة مدى كفاءة النشاط والأرباح المترتبة عنه, وذلك بالإعتماد على مخرجات القوائم المالية (الميزانيات, جداول حسابات النتائج), وهذا من أجل إستخراج والوصول لمؤشرات التوازن والنسب المالية التي تتيح لنا بدورها مدى نجاعة وكفاءة المؤسسة في كيفية إدارة مواردها, وتوجيه أصحاب المصلحة لبناء قرارات سليمة من شأنها الرفع من مستوى الأداء والتأقلم مع البيئة المغايرة.

### نتائج الدراسة:

من خلال الدراسة التي قمنا بها والمتمثلة في الجانبين النظري والعملية يمكننا حصر أهم النتائج التي توصلنا إليها في النقاط التالية:

- ✚ تنقسم مصادر التمويل للمؤسسة الإقتصادية لمصادر داخلية وأخرى خارجية؛
- ✚ يتحدد الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية بمجموعة من المحددات أهمها: الربحية, المرونة, الرقابة, والسيولة؛
- ✚ صعوبة اتخاذ قرار المصدر التمويلي الأمثل أمام المؤسسة وذلك لكثرة المتغيرات والعوامل التي يتأثر بها؛
- ✚ اختيار الهيكل المالي لمؤسسة الحضنة لا يتم بطريقة عشوائية, إنما وفق محددات تمثلت أساسا في سيولة المؤسسة والمردودية المحققة, إضافة لحجمها وسرعة نموها؛
- ✚ هناك العديد من الأطراف سواء كانت داخلية أو خارجية تعمل على عملية صنع القرار؛
- ✚ سجلت المؤسسة خزينة سالبة خلال السنتين الأولتين, الأمر الذي يدل على عدم وجود توازن مالي؛
- ✚ تعتمد مؤسسة حليب الحضنة على التمويل الخارجي لتغطية احتياجاتها؛
- ✚ يتم اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة بناءا على البيئة المحيطة هذا من جهة, مع مراعاة العائد المحقق في ظل المخاطر التي تواجهها من جهة أخرى؛

## الخاتمة العامة

حققت المؤسسة نسب ربحية ضئيلة وهذا راجع لإرتفاع تكاليف المؤسسة, الأمر الذي يؤكد أن

مؤسسة حليب الحضنة لا تستغل مواردها المتاحة بالشكل المثالي مع مراعاة التكاليف؛

حققت رافعة مالية سالبة وذلك لأنها اعتمدت على الإستدانة أكثر من أموالها الخاصة, وهذا يدل

على أن المؤسسة غير كفاء في عملية إدارة أرباحها؛

الإقتراحات:

مما سبق يمكننا طرح جملة التوصيات, والتي قد تعتبر سدا للنقائص التي تم ملاحظتها أثناء قيامنا

بالدراسة العملية التي تهدف لمعرفة كافة الجوانب المحيطة بالهيكل وأهم القرارات المالية والإستراتيجية

المتخذة, يمكن تلخيصها فيمايلي:

على مؤسسة ملبنة الحضنة التنوع في مصادرها وتقليل إعتماها على المصادر الخارجية بشكل

شبه كلي, مع ضرورة الحفاظ على الإستقلالية المالية من أجل استفادتها من الرفع المالي؛

العمل على تطوير منتجاتها لمواجهة المؤسسات المنافسة ومنه التصدي لها, وذلك من خلال

تكثيف عمليات بحثها؛

التحليل بشكل معمق في وضعها المالي قبل اتخاذ أي قرار لمعرفة قدرة المؤسسة أو المخاطر

الناجمة عن هذه القرارات؛

آفاق الدراسة:

بعد معالجة اشكالية بحثنا والتمثلة في أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة, اتضح لنا جملة من

المواضيع التي يمكن أن تكون موضوع لدراسة مستقبلية لذوي الاهتمامات بهذا المجال, وهي كالتالي:

تأثير الهيكل المالي على القرارات الإستراتيجية؛

دور التدقيق المالي الحديث في تشخيص وضعية المؤسسة؛

ممارسات التدقيق المالي وعلاقتها بتحليل القوائم المالية.

قائمة

المراجع

## قائمة المراجع باللغة العربية:

### الكتب:

- 1- أبو صبحا سليمان, الإدارة المالية, الطبعة الأولى, منشورات جامعة القدس المفتوحة, عمان, الأردن, 1996.
- 2- آيت عزت محمد أمين, الإدارة التمويلية في الشركات, العبيكان للنشر, 2015.
- 3- بن بديرة الطبلي شكيب, توسعة المرصاد مدخل نقدي مختصر كمفاهيم الإقتصاد السياسي, 2014.
- 4- بورقية شوقي, التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية, دراسة مقارنة من حيث المفاهيم وإجراءات التكلفة, سطيف (الجزائر), عالم الكتاب للنشر والتوزيع, الطبعة 01, 2003.
- 5- تايه النعيمي عدنان, تميمي أرشد فؤاد, إدارة مالية متقدمة, دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع, الأردن, 2009.
- 6- جمعة سعد فرحات, عبد السميع جاد الرب, الإدارة المالية والبيئة المعاصرة, المكتبة العصرية, مصر.
- 7- الحمصي صالح, محمد عبد الحي, الإندماج كطرق نجاة المؤسسات في بحار المنافسة العالمية, تاريخ النشر 07 يوليو 2007, تاريخ الإطلاع 02 فيفري 2020.
- 8- الحنفي عبد الغفار, زكي قرياقص رسمية, الإدارة المالية, الدار الجامعية, مصر, 2002.
- 9- خصاونة محمد القاسم, أساسيات الإدارة المالية, الطبعة 01, دار الفكر, الأردن, 2011.
- 10- الدسوقي إيهاب, اقتصاديات كفاءة البورصة, الطبعة 01, الدار الجامعية للنشر والتوزيع, الإسكندرية, 2006.
- 11- الصاوي آدم, تعريف شهرة المحل, منتدى المحاسب العربي, تاريخ الإطلاع 19-02-2020.
- 12- العامري علي محمد, الإدارة المالية, دار المناهج للنشر والتوزيع, الطبعة 01, الأردن, 2007.
- 13- عباس علي, الإدارة المالية, مكتبة جامعة الشارقة, إثراء للنشر والتوزيع, 2008.
- 14- عبد العال حماد طارق, تقييم وإعادة هيكلة الشركات لتحديد قيمة المنشأة, الدار الجامعية, الإسكندرية, 2008.
- 15- عبد اللطيف أحمد سعد, التأجير التمويلي, الطبعة 01, 2000.
- 16- عزت الميداني محمد أيمن, الإدارة التمويلية في الشركات, جامعة الملك فهد للبترول والمعادن, طهران, 1993.
- 17- عقل مفلح محمد, مقدمة في الإدارة المالية, مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع, 2008.
- 18- علي فضالة أبو فتوح, الهياكل التمويلية, دار الكتب العلمية, إمبابية, مصر.
- 19- علي محمد شلهوب, النقود وأعمال البنوك, الطبعة 01, شعاع للنشر والعلوم, حلب, سوريا, 2007.
- 20- كاظم أموري, مقدمة في القياس الاقتصادي, دار المنهل, 2009.
- 21- لطرش الطاهر, تقنيات البنوك, ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر, 2003.

22-هندي منير إبراهيم، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1997.

23-هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، جزء 02، منشأة المعارف الإسكندرية، 1988.

24-الواردي محمد حسين، سمحان محمد حسين، البنوك الإسلامية، الأسس النظرية والتطبيقات العلمية، الطبعة 01، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.

25-وليم أند رواس عاطف، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.

26-يوسف أحمد عبد الوهاب، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار حامد للنشر، عمان، الأردن، 2007.

### ✚ الأطروحات والمذكرات الجامعية:

1-غنية الجوزي، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة لتقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة(الجزائر)، 2009.

2-كنزة باية شرابي، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة - حالة عينة للمؤسسات الجزائرية- رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2014.

3-لزغم سمية، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، جامعة ورقلة(الجزائر)، 2012.

4-محمد بن حمو، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية في ظل إستراتيجية الخصخصة، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بقايد، تلمسان(الجزائر)، 2015-2016.

### ✚ المجالات:

1-الحبلي محمد علي، تقييم الأصول الثابتة لأغراض الخصخصة- حالة مؤسسة سكة الحديد العقبة في الأردن- مجلة الباحث، العدد 01، 2012.

2-عادلة حاتم عائشة، بدران ياسين عبد الخالق، علاقة الهيكل المالي بربحية الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 37، المجلد 10، 2014.

3-يحياوي مفيد، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 03، أكتوبر 2002.

## الملتقيات:

1-زغيب مليكة, مشاكل تقييم المؤسسة الصناعية مع دراسة حالة مؤسسة الصيانة الصناعية, الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة, جامع فرحات عباس, سطيف, 03-07 أكتوبر, 2007.

2- سلطانني محمد رحيم حسن, نماذج التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة, الملتقى الدولي سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة(الجزائر), 21-22 نوفمبر, 2006.

3- ميلود مهدي, دور التمويل الإسلامي في تفعيل عملية التنمية الإقتصادية في الدول النامية مع التركيز على قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة, الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والإقتصادية, بشار(الجزائر), 24-25 أبريل, 2006.

## المراجع باللغة الأجنبية:

1-Farber André,Elément d'analysé,Financière, Université libre de Bruxelles,2002.

2-Eticnne Jean,palarbfrankimbert –Guide pratique d'emaluation d'entre prise- Ediction sgrrolles,2013.

3-Oliver Ramona et Autres,EvaluationFinancière IFRS,Economca,2012.

قائمة

الملاحق

معلومات عامة				
99B0562126	رقم التسجيل:		2015	السنة المالية:
07/26/2016	تاريخ الإيداع:		2811600518	رقم الشهادة:
ش.ذ.م.م. حضنة حليب	التسمية التجارية:		المنطقة الصناعية قسم 132 مجموعة ملكية رقم 02	العنوان:
المسيلة	بلدية مقر الشركة:		مسيلة	ولاية المقر الإجتماعي:

الأصول					
رقم الحساب	أصول	مبلغ خام	إهلاكات أو مؤونات	السنة المالية	السنة المالية - 1
207	فارق بين للإقتناء- المنتوج للإيجابي أو السلبى	0	0	0	0
20	تثبيتات معنوية	4282664	3978272	304392	323326
21	تثبيتات عينية	0	0	0	0
211	أراض	329287530	0	329287530	329287530
2131	مبان	660902370	161405201	499497170	532635634
218	تثبيتات عينية أخرى	7439160301	4181446020	3257714281	3628267297
22	تثبيتات ممنوح امتيزها	1195045	0	1195045	0
23	تثبيتات يجرى إنجازها	73865133	0	73865133	0
265	سندات موضوعة موضع معادلة	0	0	0	0
26		0	0	0	0
271+	سندات أخرى مثبتة	0	0	0	0
274+	قروض و أصول مالية أخرى غير جارية	64184486	0	64184486	385461878
133	ضرائب مؤجلة على الأصل	0	0	0	0
	<b>مجموع الأصل غير الجاري</b>	<b>8572877530</b>	<b>4346829493</b>	<b>4226048037</b>	<b>4875975665</b>
3+	أصول جارية	3350468260	0	3350468260	2702214100
3	مخزونات و منتوجات قيد التنفيذ	696203872	0	696203872	885927435
41	الزبانن	907314173	0	907314173	1138500487
409+	المدنيون الآخرون	5129658	0	5129658	0
444+	الضرائب و ما شابهها	0	0	0	0
42+	ديون أخرى	0	0	0	0
50-	الموجودات و ما شابهها	218155515	0	218155515	14349046
	<b>مجموع الأصول الجارية</b>	<b>5177271478</b>	<b>0</b>	<b>5177271478</b>	<b>4740991068</b>
	<b>المجموع العام للأصول</b>	<b>13750149008</b>	<b>4346829493</b>	<b>9403319515</b>	<b>9616966733</b>

الخصوم			
رقم الحساب	الخصوم	السنة المالية	السنة المالية - 1
101	رأس مال تم إصداره	1900000000	1800000000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0
104+	علاوات و احتياطات- احتياطات مدمجة (1)	111371687	101320560
105	فوارق إعادة التقييم	0	0
107	فارق المعادلة (1)	0	0
12	نتيجة صافية/ (نتيجة صافية حصة المجمع (1))	303944156	201022540
11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	0	0
PSC	حصة الشركة المدمجة (1)	0	0
PM	حصة ذوي الأقلية (1)	0	0
	<b>المجموع 1</b>	<b>2315315843</b>	<b>2102343100</b>
1+	الخصوم غير الجارية	0	0
16+	قروض و ديون مالية	1802743462	2374167192
134+	ضرائب ( مؤجلة و مرصود لها)	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	0	0
15+	مؤونات و منتجات ثابتة مسبقا	1188727	0
	<b>مجموع الخصوم غير الجارية 2</b>	<b>1803932189</b>	<b>2374167192</b>
4+	الخصوم الجارية	0	0
40	موردون و حسابات ملحقه	1130508661	1065137075
444+	الضرائب و ما شابها	26567556	58550369
42+	ديون أخرى	872182372	1043649336
52+	خزينة سلبية	3254812895	2973119661
	<b>مجموع الخصوم الجارية 3</b>	<b>5284071483</b>	<b>5140456441</b>
	<b>مجموع عام للخصوم</b>	<b>9403319515</b>	<b>9616966733</b>

جدول حسابات النتائج 2015

رقم الحساب	تسمية الحساب	السنة المالية	السنة المالية - 1
70	رقم الاعمال	10122567130	10601177227
72	تغير المخزونات المنتجات المصنعة و المنتجات قيد الصنع	53799229	79628683
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	139811916	155279852
	<b>إنتاج السنة المالية-1</b>	<b>10316178276</b>	<b>10836085762</b>
60	المشتريات المستهلكة	7803003775	8635261555
61+	الخدمات الخارجية و الاستهلاكات الأخرى	410071628	404286004
	<b>استهلاك السنة المالية-2</b>	<b>8213075403</b>	<b>9039547559</b>
	<b>القيمة المضافة للاستغلال-3</b>	<b>2103102873</b>	<b>1796538202</b>
63	أعباء المستخدمين	613596832	571738334
64	الضرائب و الرسوم و المدفوعات المشابهة	52522536	66718238
	<b>الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4</b>	<b>1436983505</b>	<b>1158081630</b>
75	المنتجات العملية الأخرى	73492563	67683318
65	الأعباء العملية الأخرى	207676929	171212997
68	المخصصات للاهلاكات و المونات	732803008	721033244
78	استئناف عن خسائر القيمة و المونات	0	0
	<b>النتيجة العملية-5</b>	<b>569996130</b>	<b>333518707</b>
76	المنتوجات المالية	27945700	68829635
66	الأعباء المالية	301831934	213296660
	<b>النتيجة المالية-6</b>	<b>273886234</b>	<b>144467025</b>
	<b>(7)النتيجة العادية قبل الضرائب(6+5-</b>	<b>296109896</b>	<b>189051682</b>
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	5826154	5024613
692+	الضرائب المؤجلة ( تغيرات ) حول النتائج العادية	0	0
	<b>مجموع منتجات الأنشطة العادية</b>	<b>10417616538</b>	<b>10972598715</b>
	<b>مجموع أعباء الأنشطة العادية</b>	<b>10127332796</b>	<b>10788571646</b>
	<b>النتيجة الصافية للأنشطة العادية -8</b>	<b>290283742</b>	<b>184027069</b>
	<b>النتيجة الصافية للسنة المالية -10</b>	<b>303944156</b>	<b>201022540</b>
73	الانتاج المثبت	0	0
74	اعانات الاستغلال	139811916	155279852
	<b>إنتاج السنة المالية-1</b>	<b>10316178276</b>	<b>10836085762</b>
60	المشتريات المستهلكة	7803003775	8635261555
61+	الخدمات الخارجية و الاستهلاكات الأخرى	410071628	404286004
	<b>استهلاك السنة المالية-2</b>	<b>8213075403</b>	<b>9039547559</b>
	<b>القيمة المضافة للاستغلال-3</b>	<b>2103102873</b>	<b>1796538202</b>
63	أعباء المستخدمين	613596832	571738334
64	الضرائب و الرسوم و المدفوعات المشابهة	52522536	66718238
	<b>الفائض الإجمالي عن الإستغلال-4</b>	<b>1436983505</b>	<b>1158081630</b>
75	المنتجات العملية الأخرى	73492563	67683318
65	الأعباء العملية الأخرى	207676929	171212997
68	المخصصات للاهلاكات و المونات	732803008	721033244
78	استئناف عن خسائر القيمة و المونات	0	0
	<b>النتيجة العملية-5</b>	<b>569996130</b>	<b>333518707</b>
76	المنتوجات المالية	27945700	68829635
66	الأعباء المالية	301831934	213296660
	<b>النتيجة المالية-6</b>	<b>273886234</b>	<b>144467025</b>
	<b>(7)النتيجة العادية قبل الضرائب(6+5-</b>	<b>296109896</b>	<b>189051682</b>
695+	الضرائب الواجب فعها عن النتائج العادية	5826154	5024613
692+	الضرائب المؤجلة ( تغيرات ) حول النتائج العادية	0	0
	<b>مجموع منتجات الأنشطة العادية</b>	<b>10417616538</b>	<b>10972598715</b>
	<b>مجموع أعباء الأنشطة العادية</b>	<b>10127332796</b>	<b>10788571646</b>
	<b>النتيجة الصافية للأنشطة العادية -8</b>	<b>290283742</b>	<b>184027069</b>
	<b>النتيجة الصافية للسنة المالية -10</b>	<b>303944156</b>	<b>201022540</b>

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 099928056212644

Désignation de l'entreprise :

SARL HODNA LAIT

Activité PRODUCTION LAIT ET DERIVES

Adresse ZONE INDUSTRIELLE DE M'SILA BP 451 CA

Exercice au 31/12/2018



**BILAN (ACTIF)**

Série G, n°2 (2010)

ACTIF	2018			2017
	Montants Bruts	Amortissements provisions et pertes de valeurs	Net	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif			0	
Immobilisations incorporelles	4 282 664	3 989 664	293 000	293 000
Immobilisations corporelles	0	0	0	0
Bâtiments	661 534 260	270 545 659	390 988 601	427 353 271
Autres immobilisations corporelles	8 749 575 365	6 322 894 271	2 426 681 094	2 746 712 967
Immobilisations en concession	1 195 045	0	1 195 045	1 195 045
Immobilisations en cours	172 471 386	0	172 471 386	506 385 677
Immobilisations financières	0	0	0	0
Titres mis en équivalence	0	0	0	0
Autres participations et créances rattachées	0	0	0	0
Autres titres immobilisés	0	0	0	0
Prêts et autres actifs financiers non courants	100 365 841	0	100 365 841	65 373 428
Impôts différés actif				
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>10 053 712 091</b>	<b>6 597 429 594</b>	<b>3 456 282 497</b>	<b>4 116 600 918</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>				
Stocks et encours	3 709 258 979	0	3 709 258 979	3 566 690 858
Créances et emplois assimilés	0	0	0	0
Clients	1 133 571 934	0	1 133 571 934	464 628 520
Autres débiteurs	1 375 720 278	0	1 375 720 278	1 251 589 693
Immûns et assimilés	230 759	0	230 759	0
Autres créances et emplois assimilés	0	0	0	0
Disponibilités et assimilés	0	0	0	0
Placements et autres actifs financiers courants	0	0	0	0
Trésorerie	76 335 870	0	76 335 870	143 611 043
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>6 295 117 820</b>	<b>0</b>	<b>6 295 117 820</b>	<b>5 426 520 115</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>16 348 829 911</b>	<b>6 597 429 594</b>	<b>9 751 400 317</b>	<b>9 543 121 033</b>



IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F [099928056212644]

Désignation de l'entreprise

SARL HODNA LAIT

Activité PRODUCTION LAIT ET DERIVES

Adresse ZONE INDUSTRIELLE DE M'SILA BP 451 CA

Exercice au 31/12/2018

30 AVR. 2019

**BILAN (PASSIF)**

PASSIF	2018	2017
<b>CAPITAUX PROPRES :</b>		
Capital émis	2 500 000 000	2 100 000 000
Capital non appelé	0	0
Primes et réserves- Réserves consolidées(1)	156 285 791	141 370 792
Ecart de réévaluation	0	0
Ecart d'équivalence (1)	0	0
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	341 103 825	298 299 971
Autres capitaux propres   Report à nouveau		200 000 000
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
<b>TOTAL I</b>	<b>2 997 389 616</b>	<b>2 739 670 763</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS :</b>		
Emprunts et dettes financières	1 128 463 474	1 561 162 841
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes	1 188 727	1 188 727
Provisions et produits constatés d'avance		
<b>TOTAL II</b>	<b>1 129 652 201</b>	<b>1 562 351 568</b>
<b>PASSIFS COURANTS :</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 633 241 391	1 548 945 332
Impôts	130 777 193	168 928 365
Autres dettes	794 936 677	509 777 988
Trésorerie Passif	3 070 403 240	3 013 447 016
<b>TOTAL III</b>	<b>5 629 358 501</b>	<b>5 241 098 702</b>
<b>TOTAL PASSIF (I+II+III)</b>	<b>9 756 400 317</b>	<b>9 543 121 033</b>

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



IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 099928056212644

Désignation de l'entreprise :

SARL HODNA LAIT  
 Activité PRODUCTION LAIT ET DERIVES  
 Adresse ZONE INDUSTRIELLE DE M'SILA BP 451 CA

Exercice du : 01/01/2018 Au : 31/12/2018

30 AVR. 2019

COMPTE DE RESULTAT

TCR	2018		2017	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Ventes de marchandises				
Produits fabriqués		11 401 964 390		10 017 007 147
Production vendue		0		
Prestations de services				
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, ristournes accordés	4 140 505			
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournes		11 397 823 885		10 017 007 147
Production stockée ou déstockée		78 822 824		165 942 545
Production immobilisée				
Subventions d'exploitation		69 797 428		94 258 308
I-Production de l'exercice		11 546 444 137		10 277 208 000
Achats de marchandises vendues				
Matières premières	8 951 488 551		7 741 613 650	
Autres approvisionnements	0		810 160	
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services	0		163 000	
Autres consommations	137 399 063		126 464 584	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats		13 817 702		14 165 450
Services extérieurs				
Sous-traitance générale				
Locations	67 895 602		109 767 022	
Entretien, réparations et maintenance	63 795 812		47 708 330	
Primes d'assurances	0		30 292 459	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	3 084 759		3 078 782	
Publicité	14 397 122		57 559 632	
Déplacements, missions et réceptions	37 543 612		28 840 998	
Autres services	275 494 833		266 415 106	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
II-Consommations de l'exercice	9 537 281 652		8 398 548 273	
III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)	0	2 009 162 485	0	1 878 659 727
Charges de personnel	631 534 536		606 703 345	
Impôts et taxes et versements assimilés	64 340 263		54 750 145	
IV-Excédent brut d'exploitation	0	1 313 287 686	0	1 217 206 237

Comptabilité

Désignation de l'entreprise :  
**SARL HODNA LAIT**  
 Activité **PRODUCTION LAIT ET DERIVES**  
 Adresse **ZONE INDUSTRIELLE DE M'SILA BP 451 CA**

Rubriques	2018		2017	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Autres produits opérationnels		95 915 758		43 892 320
Autres charges opérationnelles	176 102 652		191 470 465	
Dotations aux amortissements	831 463 542		752 680 727	
Provision				
Pertes de valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
<b>V-Résultat opérationnel</b>	<b>0</b>	<b>401 637 250</b>	<b>0</b>	<b>316 947 366</b>
Produits financiers		10 956 178		7 557 065
Charges financières	52 297 469		82 139 916	
<b>VI-Résultat financier</b>	<b>41 341 291</b>	<b>0</b>	<b>74 582 851</b>	<b>0</b>
<b>VII-Résultat ordinaire (V+VI)</b>	<b>0</b>	<b>360 295 959</b>	<b>0</b>	<b>242 364 515</b>
Eléments extraordinaires (produits) (*)		9 168		68 751 998
Eléments extraordinaires (Charges) (*)	1 381 802		6 759 632	
<b>VIII-Résultat extraordinaire</b>	<b>1 372 634</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>61 992 365</b>
Impôts différés (variations) sur résultats				
<b>IX - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>0</b>	<b>341 103 825</b>	<b>0</b>	<b>298 299 971</b>

(\*) À détailler sur état annexe à joindre.



IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 099928056212644

Désignation de l'entreprise :

SARL HODNA LAIT

Activité PRODUCTION LAIT ET DERIVES

Adresse ZONE INDUSTRIELLE DE M'SILA BP 451 CA

Exercice au 31/12/2017

البريد المموار  
مقتضية الضمانات التجارية  
بتاريخ: 29 اوت 2018  
رقم: 432/2018

BILAN (ACTIF)

Série G, n°2 (2010)

ACTIF	2017		2016
	Montants Bruts	Amortissements provisions et pertes de valeurs	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>			
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif			0
Immobilisations incorporelles	4 282 664	3 989 664	293 000
Immobilisations corporelles	0	0	0
Terrains	369 287 530	0	369 287 530
Bâtiments	661 351 260	233 997 989	427 353 271
Autres immobilisations corporelles	8 274 691 365	5 527 978 398	2 746 712 967
Immobilisations en concession	1 195 045	0	1 195 045
Immobilisations en cours	506 385 677	0	506 385 677
Immobilisations financières	0	0	0
Titres mis en équivalence	0	0	0
Autres participations et créances rattachées	0	0	0
Autres titres immobilisés	0	0	0
Prêts et autres actifs financiers non courants	65 373 428	0	65 373 428
Impôts différés actif			
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>9 682 566 970</b>	<b>5 765 966 051</b>	<b>4 116 600 918</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>			
Stocks et encours	3 566 690 858	0	3 566 690 858
Créances et emplois assimilés	0	0	0
Clients	464 628 520	0	464 628 520
Autres débiteurs	1 251 589 693	0	1 251 589 693
Impôts et assimilés	0	0	0
Autres créances et emplois assimilés	0	0	0
Disponibilités et assimilés	0	0	0
Placements et autres actifs financiers courants	0	0	0
Trésorerie	143 611 043	0	143 611 043
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>5 426 520 115</b>	<b>0</b>	<b>5 426 520 115</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>15 109 087 084</b>	<b>5 765 966 051</b>	<b>9 543 121 033</b>



IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F | 0|9|9|9|2|8|0|5|6|2|1|2|6|4|4|

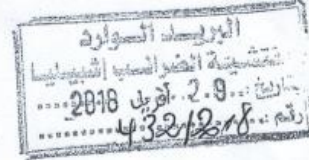
Désignation de l'entreprise

SARL HODNA LAIT

Activité PRODUCTION LAIT ET DERIVES

Adresse ZONE INDUSTRIELLE DE M'SILA BP 451 CA

Exercice au 31/12/2017



BILAN (PASSIF)

PASSIF	2017	2016
<b>CAPITAUX PROPRES :</b>		
Capital émis	2 100 000 000	2 100 000 000
Capital non appelé	0	0
Primes et réserves- Réserves consolidées(1)	141 370 792	126 568 895
Ecart de réévaluation	0	0
Ecart d'équivalence (1)	0	0
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	298 299 971	296 037 923
Autres capitaux propres I Report à nouveau	200 000 000	
<b>Part de la société consolidante (1)</b>		
<b>Part des minoritaires (1)</b>		
<b>TOTAL I</b>	<b>2 739 670 763</b>	<b>2 522 606 817</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS :</b>		
Emprunts et dettes financières	1 561 162 841	1 553 147 284
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance	1 188 727	1 188 727
<b>TOTAL II</b>	<b>1 562 351 568</b>	<b>1 554 336 011</b>
<b>PASSIFS COURANTS :</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 548 945 332	980 392 800
Impôts	168 928 365	60 634 794
Autres dettes	509 777 988	884 938 325
Trésorerie Passif	3 013 447 016	2 875 101 661
<b>TOTAL III</b>	<b>5 241 098 702</b>	<b>4 801 067 579</b>
<b>TOTAL PASSIF (I+II+III)</b>	<b>9 543 121 033</b>	<b>8 878 010 408</b>

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



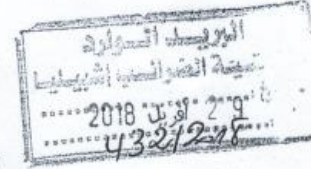
IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 099928056212644

Désignation de l'entreprise :

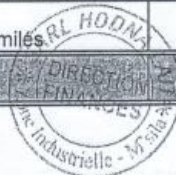
SARL HODNA LAIT  
 Activité PRODUCTION LAIT ET DERIVES  
 Adresse ZONE INDUSTRIELLE DE M'SILA BP 451 CA

Exercice du : 01/01/2017 Au : 31/12/2017



COMPTE DE RESULTAT

TCR	2017		2016	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Ventes de marchandises				
Produits fabriqués		10 015 807 147		9 896 044 119
Production vendue		1 200 000		
Prestations de services				
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, ristournes accordés	1 559 514			
<b>Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournes</b>		<b>10 015 447 633</b>		<b>9 896 044 119</b>
Production stockée ou déstockée		165 942 545		126 324 347
Production immobilisée				
Subventions d'exploitation		94 258 308		105 132 176
<b>I-Production de l'exercice</b>		<b>10 275 648 486</b>		<b>10 127 500 641</b>
Achats de marchandises vendues				
Matières premières	7 741 613 650		7 487 921 033	
Autres approvisionnements	810 160		49 726	
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services	163 000		13 000	
Autres consommations	126 464 584		113 548 836	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats		14 165 450		
Sous-traitance générale				
Locations	109 767 022		127 174 799	
Entretien, réparations et maintenance	47 708 330		48 817 980	
Primes d'assurances	30 292 459		33 890 041	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	3 078 782		8 391 929	
Publicité	57 559 632		14 354 085	
Déplacements, missions et réceptions	28 840 998		24 649 053	
Autres services	266 415 106		259 439 821	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
<b>II-Consommations de l'exercice</b>	<b>8 398 548 273</b>		<b>8 118 250 303</b>	
<b>III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)</b>	<b>0</b>	<b>1 877 100 213</b>	<b>0</b>	<b>2 009 250 338</b>
Charges de personnel	606 703 345		615 895 745	
Impôts et taxes et versements assimilés	54 750 145		41 857 800	
<b>IV-Excédent brut d'exploitation</b>	<b>0</b>	<b>1 215 646 723</b>	<b>0</b>	<b>1 351 496 793</b>



IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 099928056212644

Désignation de l'entreprise :  
**SARL HODNA LAIT**  
 Activité **PRODUCTION LAIT ET DERIVES**  
 Adresse **ZONE INDUSTRIELLE DE M'SILA BP 451 CA**



Rubriques	2017		2016	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Autres produits opérationnels		43 892 320		70 532 206
Autres charges opérationnelles	189 910 950		406 404 228	
Dotations aux amortissements	752 680 727		726 629 446	
Provision				
Pertes de valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
<b>V-Résultat opérationnel</b>	<b>0</b>	<b>316 947 367</b>	<b>0</b>	<b>288 995 325</b>
Produits financiers		7 557 065		48 989 942
Charges financières	82 139 916		90 217 437	
<b>VI-Résultat financier</b>	<b>74 582 851</b>	<b>0</b>	<b>41 227 495</b>	<b>0</b>
<b>VII-Résultat ordinaire (V+VI)</b>	<b>0</b>	<b>242 364 516</b>	<b>0</b>	<b>247 767 830</b>
Eléments extraordinaires (produits) (*)		68 751 998		90 957 439
Eléments extraordinaires (Charges) (*)	6 759 632		36 875 367	
<b>VIII-Résultat extraordinaire</b>	<b>0</b>	<b>61 992 365</b>	<b>0</b>	<b>54 082 072</b>
Impôts exigibles sur résultats	6 056 910		5 811 979	
Impôts différés (variations) sur résultats				
<b>IX- RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>0</b>	<b>298 299 971</b>	<b>0</b>	<b>296 037 922</b>

(\*) À détailler sur état annexe à joindre.



ملخص

## ملخص:

تهدف هذه الدراسة لإبراز أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية، وذلك من خلال دراسة العوامل المؤثرة على اختيار تشكيلة الهيكل التمويلي بالشكل الذي يجعل التكاليف المؤسسة لهذا النشاط في أدنى حد ممكن لها، والذي بدوره يسمح بتحقيق مزيج تمويلي أمثل يوازن بين العوائد والمخاطر الناتجة عن هذا النشاط، وقد تمثلت أهم هذه المحددات في السيولة، المردودية، إضافة لهيكل أصولها. أما فيما يخص الجانب التطبيقي اعتمدت دراستنا على تحليل القوائم المالية لمؤسسة الحضنة بالمسيلة للفترة الممتدة من سنة 2015 إلى 2018، وتمثلت هذه القوائم في الميزانيات وجداول حسابات النتائج، وذلك من أجل حساب النسب المالية لهذه المؤسسة. وتشير النتائج إلى أن اختيار الهيكل التمويلي الأمثل يؤثر وبشكل مباشر على قيمة المؤسسة، وذلك عن طريق التكلفة المتوسطة للتمويل حيث تعظم قيمة المؤسسة عند أقل تكلفة ممكنة.

**الكلمات المفتاحية:** الهيكل المالي - محددات الهيكل - قيمة المؤسسة - أمثلية الهيكل المالي.

### **Abstract:**

This study aims to highlight the impact of the financial structure on the value of the economic institution, by studying the factors affecting the selection of the financing structure composition in a way that makes the costs of this activity at the lowest possible level for it, which in turn allows to achieve an optimal financing mix that balances the returns and the resulting risks Activity. The most important of these determinants were liquidity, cost-effectiveness, and the structure of its assets.

As for the applied side, our study relied on an analysis of the financial statements of Al-Hodna Foundation in Al-Masila, for the period from 2015 to 2018, and these lists were represented in budgets and results calculation tables, in order to calculate the financial ratios of this institution.

The results indicate that choosing the optimal financing structure directly affects the value of the institution, through the medium cost of financing, whereby the value of the institution is maximized at the lowest possible cost.

**Key words: financial structure - structure determinants - organization value - optimization of the financial structure**

