

المركز الجامعي الونشريسي - تيسمسيلت -

معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية والتجارية



الموضوع:

التحليل المالي لهيكل رأس المال في

المؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة : مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

مذكرة تخرج تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية

والمحاسبية

- تخصص مالية المؤسسة -

إشراف الأستاذ:

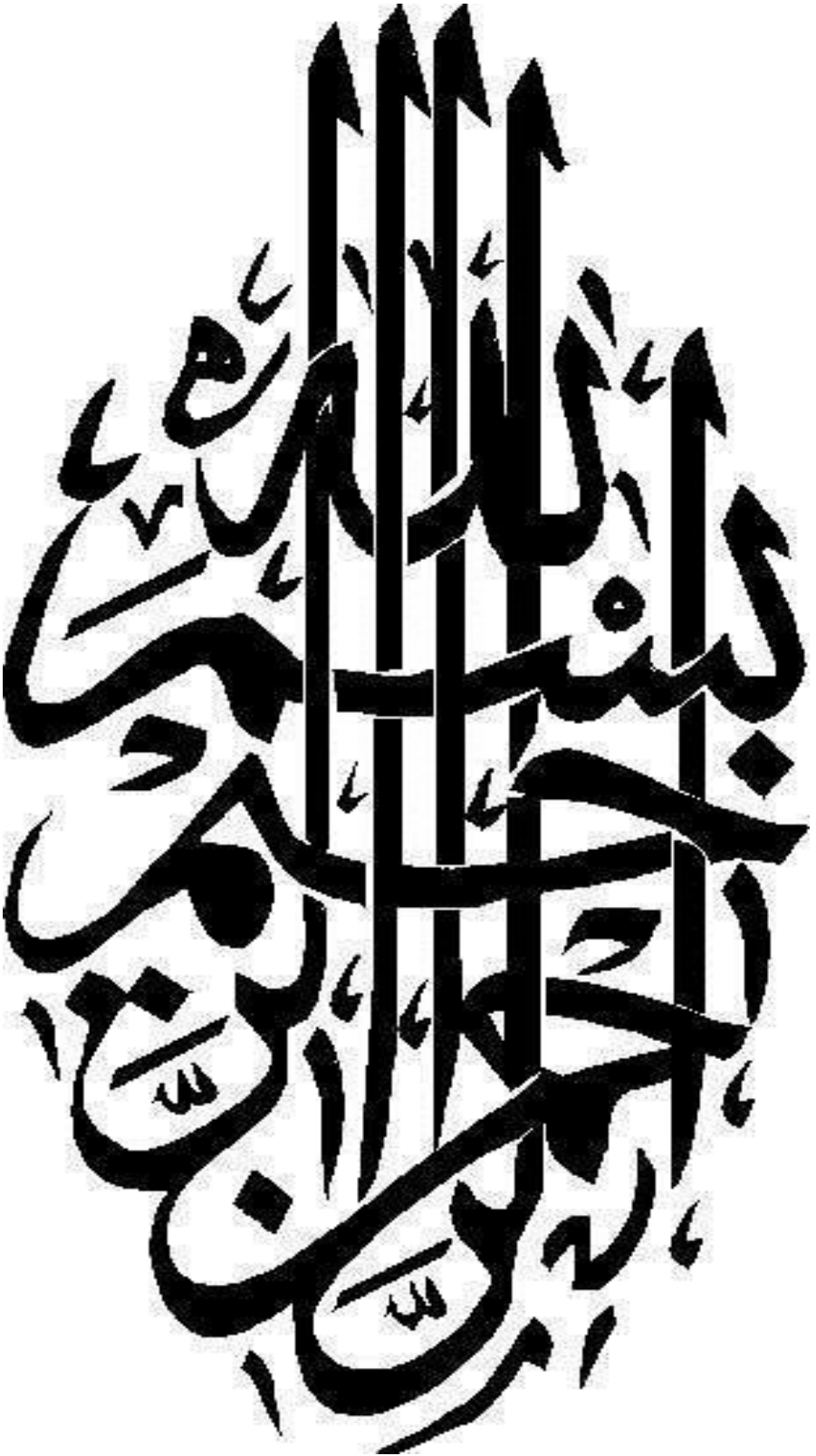
بلحسين لخضر

من إعداد الطلبة:

● حديد إيمان

● عبيدش عمر

السنة الجامعية : 2019/2018



إهداء

إلى من لم نوفيها حقهما ولو حيننا الدهر كله إلى الوالد والوالدة أطال الله في عمرهما

إلى كل الأقارب والأحباب

إلى من شاركني هذا العمل وكان لي خير رفيق « عمر عبديش »

إلى كل الأصدقاء والزملاء خاصة دفعة ثانية ماستر تخصص مالية المؤسسة

إلى كل الأساتذة ومعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

والذين أسأل لهم الله أن يجزيهم كل الخير

إيمان

إهداء

الحمد لله كاشف الأسباب فاتح الأبواب مسهل الصعاب موفق العباد

الحمد لله الذي وفقني في إنجاز هذا العمل

وما توفيقني إلا بالله رب العالمين

أهدي ثمرة هذا العمل

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله تعالى

إلى كل إخوتي وأخواتي

إلى كل الأهل والأقارب

إلى من تقاسمت معها هذا العمل زميلتي " إيمان "

إلى كل من قام بتحفيزي من أساتذة وأصدقاء

شكر

قال تعالى : "لَئِنْ شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ".

الآية ٧ سورة إبراهيم

نشكر الله تعالى ونحمده على إتمام هذا العمل

نشكر الأستاذ المشرف بلحسين لخضر على جهوده وتوجيهاته

والنصائح التي قدمها لنا

نشكر كل من أساتذة وإدارة معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

بالمركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي ونقدر كل المجهود المبذول من طرفهم

لأجل الطلبة

ونشكر كل من ساهم من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل

والصلاة والسلام على أشرف خلق الله سيدنا محمد

ملخص :

تعالج هذه الدراسة أحد أهم القرارات التمويلية وهي اختيار تشكيلة هيكل رأس المال للمؤسسة، إذ هو جزء من الهيكل المالي حيث يمثل التمويل الدائم لها، ويتكون من الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل، إذ تتحمل المؤسسة لقاء كل مصدر تكلفة ومجموع هذه التكاليف يمثل التكلفة الوسطية المرجحة للأموال، فالمؤسسة تبحث عن تشكيلة هيكل رأس مال مثلى من شأنها تعظيم قيمة المؤسسة إلى أقصى قيمة لها، وقد تناولت عدة نظريات مسألة وجود واختيار هيكل أمثل.

بعد عرض المفاهيم المتعلقة بكل من هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة جاءت الدراسة التطبيقية كمحاولة لإسقاط الجانب النظري على مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي، بحيث أظهرت النتائج بأن لتشكيلة هيكل رأس المال أثر على قيمة المؤسسة وبالتالي فإنه يمكن للمؤسسة من خلال تشكيلة مميزة من الأموال الوصول إلى هيكل رأس مال مثالي يعظم من قيمة المؤسسة إلى أعلى قيمة.

Résumé :

Cette étude porte sur l'une des décisions les plus importantes en matière de financement à savoir le choix de la structure du capital de l'entreprise, c'est la partie permanente de la structure financière, qui se compose de dettes financières et capitaux propres. Chaque source de financement a un coût qui est représenté par le coût moyen pondéré du capital. La structure optimale du capital devient l'objectif financier fondamental et la réduction de ce coût de financement et l'une des issues possible. Pour tester les apports théoriques représentés dans notre travail, ont à étudier le cas phare de la bourse d'Alger à savoir EGH-Al Aurassi.

قائمة المحتويات

قائمة المحتويات :

الصفحة	العنوان
	بسملة
	إهداء
	شكر
VI	ملخص
VII	قائمة المحتويات
X	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال
XII	قائمة الملاحق
XIV	قائمة الرموز والاختصارات
أ-ج	مقدمة عامة
	الفصل الأول : أسس نظرية هيكل رأس المال
02	تمهيد
03	المبحث الأول : تحليل الهيكل المالي للمؤسسة
03	المطلب الأول : مفهوم الهيكل المالي ومكوناته
07	المطلب الثاني : مفهوم هيكل رأس المال ومحدداته
09	المطلب الثالث : تكلفة الأموال
15	المبحث الثاني : مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة
15	المطلب الأول : مفهوم قيمة المؤسسة
17	المطلب الثاني : تأثير المتغيرات الخارجية على قيمة المؤسسة

21	المطلب الثالث : تأثير متغيرات المحيط الداخلي على قيمة المؤسسة
26	المبحث الثالث : تأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة
26	المطلب الأول : المقاربة التقليدية ومدخل موديلياي وميلر
33	المطلب الثاني : اقتراح موديلياي وميلر في ظل افتراض السوق الغير كامل (الاختلالات)
37	المطلب الثالث : النظريات التنظيمية الحديثة
40	خلاصة الفصل
الفصل الثاني : الإطار العام للتحليل المالي للمؤسسة	
42	تمهيد
43	المبحث الأول : مدخل إلى التحليل المالي وآليات معالجة رأس المال في المؤسسة
43	المطلب الأول : مفهوم التحليل المالي وأهميته
45	المطلب الثاني : مصادر وخطوات التحليل المالي
47	المطلب الثالث : معالجة مكونات رأس المال في التحليل المالي
49	المبحث الثاني : عناصر التحليل المالي الساكن لهيكل رأس المال
49	المطلب الأول : الميزانية المالية ومؤشرات التوازن المالي
51	المطلب الثاني : الميزانية الوظيفية ومؤشرات التوازن المالي
56	المطلب الثالث : التحليل باستخدام النسب المالية
61	المبحث الثالث : عناصر التحليل المالي الديناميكي لهيكل رأس المال
61	المطلب الأول : جدول التمويل
63	المطلب الثاني : جدول حسابات النتائج وقدرة التمويل الذاتي
66	المطلب الثالث : المردودية وأثر الرافعة المالية
70	خلاصة الفصل
الفصل الثالث : دراسة حالة مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي	
72	تمهيد

قائمة المحتويات

73	المبحث الأول : تقديم مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي
73	المطلب الأول : نشأة وتطور مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي
75	المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي والفنادق التابعة لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي
78	المطلب الثالث : القواعد المستخدمة ومبادئ التقييم
79	المبحث الثاني : دراسة هيكل رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي
79	المطلب الأول : تغير الديون والأموال الخاصة خلال الفترة (2013-2017)
83	المطلب الثاني : تطور تشكيلة هيكل رأس المال في الفترة (2013-2017)
87	المطلب الثالث : دراسة هيكل رأسمال المؤسسة وفق المقاربات النظرية
89	المبحث الثالث : تحليل هيكل رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي
89	المطلب الأول : تحليل مؤشرات التوازن المالي
94	المطلب الثاني : نسب هيكل رأس المال
97	المطلب الثالث : مردودية المؤسسة وأثر الرفع المالي
103	خلاصة الفصل
104	خاتمة عامة
108	المراجع
114	الملاحق

قائمة الجداول

قائمة الجداول :

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
80	تغيرات رأس المال.....	الجدول 3-1
82	تغيرات القروض والديون المالية.....	الجدول 3-2
84	تغيرات تشكيلة هيكل رأس المال للمؤسسة.....	الجدول 3-3
86	تغير سعر أسهم المؤسسة خلال سنوات الدراسة.....	الجدول 3-4
90	الميزانية المالية المختصرة.....	الجدول 3-5
91	رأس المال العامل.....	الجدول 3-6
92	احتياج رأس المال العامل.....	الجدول 3-7
93	الخزينة الصافية بالطريقتين.....	الجدول 3-8
95	نسب هيكل رأس المال لسنوات الدراسة.....	الجدول 3-9
98	تطور المردودية الاقتصادية.....	الجدول 3-10
99	تطور المردودية المالية.....	الجدول 3-11
100	تغيرات الرافعة المالية.....	الجدول 3-12
101	القيم المسجلة لتكلفة الاستدانة.....	الجدول 3-13
102	تغير أثر الرافعة المالية.....	الجدول 3-14

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
27	العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة التمويل الممتلك وكلفة الأموال المرجحة وفق مضمون النظرية التقليدية.....	الشكل 1-1
28	التغير في القيمة السوقية للشركة بسبب تغير الرفع المالي وفق مضمون المقاربة التقليدية.....	الشكل 2-1
30	مضمون نظرية موديليانى وميلر للاقتراح الأول.....	الشكل 3-1
32	العلاقة بين متغيرات الاقتراح الثاني لموديليانى وميلر.....	الشكل 4-1
34	أثر الوفر الضريبي على القيمة السوقية للمؤسسة.....	الشكل 5-1
35	أثر كلفة الافلاس على القيمة السوقية.....	الشكل 6-1
36	القيمة السوقية في ظل نظرية العلاقة التوازنية.....	الشكل 7-1
50	الميزانية المالية المختصرة.....	الشكل 1-2
52	الميزانية الوظيفية المختصرة.....	الشكل 2-2
54	رأس المال العامل الصافي الاجمالي.....	الشكل 3-2
55	مكونات احتياج رأس المال العامل الإجمالي.....	الشكل 4-2
62	جدول التمويل.....	الشكل 5-2
63	حسابات النتائج حسب الطبيعة.....	الشكل 6-2
77	الهيكل التنظيمي لإدارة فندق الأوراسي.....	الشكل 1-3
81	تغير الأموال الخاصة.....	الشكل 2-3
83	تغيرات القروض والديون المالية.....	الشكل 3-3
85	تشكيلة هيكل رأس المال لسنوات الدراسة.....	الشكل 4-3

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق :

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
الملحق 1	الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2013 (جانب الأصول)	115
الملحق 2	الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2013 (جانب الخصوم)	116
الملحق 3	الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2014 (جانب الأصول)	117
الملحق 4	الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2014 (جانب الخصوم)	118
الملحق 5	الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2015 (جانب الأصول)	119
الملحق 6	الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2015 (جانب الخصوم)	120
الملحق 7	الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2016 (جانب الأصول)	121
الملحق 8	الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2016 (جانب الخصوم)	122
الملحق 9	الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2017 (جانب الأصول)	123
الملحق 10	الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2017 (جانب الخصوم)	124
الملحق 11	حسابات النتائج لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2013	125
الملحق 12	حسابات النتائج لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2014	126

قائمة الملاحق

127	حسابات النتائج لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2015	الملحق 13
128	حسابات النتائج لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2016	الملحق 14
129	حسابات النتائج لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2017	الملحق 15

قائمة الرموز الاختصارات

قائمة الرموز الاختصارات :

الرمز	المعنى بالفرنسية	المعنى بالعربية
MEDAF	Modèle D'évaluation des Actifs Financiers	نموذج تقييم الأصول المالية
PIB	Produit Intérieur Brut	الناتج المحلي الخام
OCED	Organisation de Coopération et de développement économique	منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية
CMP	Le cout moyen pondéré du capital	التكلفة الوسطية المرجحة للأموال
FR	Fonds de roulement	رأس المال العامل
FRNG	Fonds de roulement net global	رأس المال العامل الصافي الاجمالي
BFR	Besoin en fonds roulement	الاحتياج في رأس المال العامل
TNG	Trésorerie nette globale	الخزينة الصافية الاجمالية
CAF	Capacité à s'autofinancer	القدرة على التمويل الذاتي
EGH	Entreprise de gestion hôtelière	مؤسسة التسيير الفندقية

مقدمة عامة

تنطوي الإدارة المالية على كل ما يتعلق بالأموال في المؤسسة، وهي عملية متجددة ومستمرة، حيث يبدأ النشاط المالي منذ التفكير في إنشائها إلى آخر لحظة من حياتها، ومن الطبيعي أنه كلما زاد حجم الاستثمار زاد حجم التمويل، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أهمية عملية التمويل.

تتبع أهمية التمويل من القرارات المترتبة على هذه العملية، كالقرارات المتعلقة باختيار مصادر التمويل والتركيب التي يتكون منها هيكل التمويل، لذلك يجب على المدير المالي دراستها دراسة جيدة ومتأنية، وذلك لأن عملية اتخاذ القرار يترتب عليها نتائج مهمة فيما يتعلق بتحديد المركز المالي للمؤسسة، تحديد المركز الائتماني، تحديد ربحية المؤسسة والتزاماتها.

إن دراسة السلوك التمويلي للمؤسسات تتيح وتمكن من تحليل القرارات المالية المتخذة لمواجهة وضعية معينة وتحليل خصائصها المالية، ووفقا للظروف والمعطيات المتاحة أمام المؤسسة تقوم الإدارة المالية بتقويم مصادر التمويل لاختيار البديل الأفضل للمؤسسة، بعد أن تقوم بتحديد كمية ونوعية احتياجاتها من الأموال أي حجم التمويل المطلوب توفيره ونوعية الأموال ومجال استثمارها أو إنفاقها، بهدف تحقيق الصحة المالية للمؤسسة وذلك من خلال ترشيد السياسة التمويلية لها واختيار المزيج التمويلي الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى، ويقلل من المخاطر ومن ثم تعظيم ثروة الملاك.

إشكالية البحث :

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

كيف يمكن من خلال التحليل المالي قياس مدى تأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة ؟

من أجل تحليل وتبسيط هذه الإشكالية نطرح التساؤلات الفرعية التالية :

- هل لهيكل رأس المال دور في تحديد قيمة المؤسسة في النظرية المالية ؟
- ما هو دور التحليل المالي في تحديد مدى تأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة ؟
- كيف يمكن إسقاط مختلف المقاربات النظرية على المؤسسة محل الدراسة ؟

الفرضيات :

يتطلب تحليل الإشكالية محل الدراسة اختبار مجموعة من الفرضيات هي :

- يوجد هيكل رأس مال أمثل ويمكن تحديده شرط وجود اختلالات في السوق (الضرائب، الإفلاس، الوكالة،...).
- يمكن تحديد أثر هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة باستعمال آليات التحليل المالي.
- مناخ الأعمال في الجزائر يساعد على وجود هيكل أمثل لرأس المال.

أسباب اختيار الموضوع :

من بين الأسباب والدوافع التي أدت إلى اختيار الموضوع نذكر :

- تناسب الموضوع مع تخصص الدراسة.
- الرغبة الذاتية في دراسة موضوع في الجانب المالي وتحليل المعطيات الكمية للوصول إلى نتائج نهائية.
- أهمية الموضوع في النظرية المالية، حيث تعد الوظيفة المالية من بين الوظائف الأساسية ودائما ما نجد المؤسسات تعاني من مشكل التمويل وكيفية اختيار المصدر الملائم.
- الرغبة في توضيح العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة.

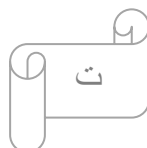
أهداف الدراسة :

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح بعض النقاط منها :

- إبراز كيفية اختيار هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة في اختياره.
- توضيح العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة مع إبراز الأثر الناجم عنها.
- التذكير بأهمية تبني هيكل رأس مال أمثل ومدى تأثيره على قيمة المؤسسة.

أهمية الدراسة :

تعالج الدراسة موضوع ذو أهمية في المؤسسة نظرا لارتباطه بالجانب المالي والوظيفة المالية، وتحاول هذه الدراسة توضيح وتبيين أثر مصادر التمويل الخارجي والداخلي على قيمة المؤسسة، وإبراز العوامل المؤثرة في ذلك وبالتالي



تساعد في كيفية اختيار المؤسسة لهيكل رأس مال مناسب لها حسب ظروفها وأهدافها حتى تتجنب اختلال التوازن المالي.

حدود الدراسة :

تتضمن هذه الدراسة جزءا نظريا يتعلق بهيكل رأس المال وقيمة المؤسسة، وجزء تطبيقي لدراسة حالة مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي خلال الفترة الممتدة من سنة 2013 إلى سنة 2017.

منهج الدراسة :

بغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده والإجابة عن الإشكالية المطروحة، نتبع المنهج الوصفي الموافق للدراسة النظرية القائم على جمع البيانات والمعلومات المرتبطة بالموضوع محل الدراسة، إضافة إلى المنهج التحليلي الموافق لدراسة الحالة الذي يمكننا من تطبيق جانب من المعلومات المتوفرة لدى المؤسسة بغرض دراسة أثر هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة.

صعوبات الدراسة :

- صعوبة جمع المراجع ذات الصلة بالموضوع.
- قلة الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع بشكل مباشر.
- نقص الوثائق المتعلقة بالمؤسسة محل الدراسة.

هيكل الدراسة :

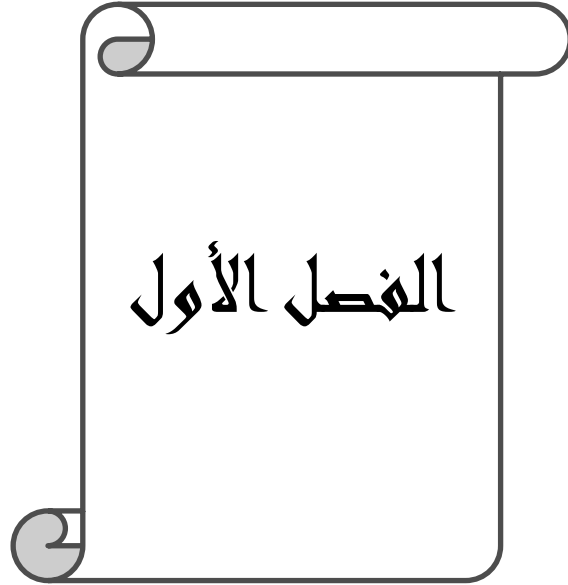
لدراسة الموضوع تناولنا فيه ثلاث فصول :

الفصل الأول : يتناول أسس نظرية هيكل رأس المال، حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، خصص الأول منه لدراسة الهيكل المالي للمؤسسة ومكوناته إضافة إلى هيكل رأس المال ومحدداته وكذا تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، أما المبحث الثاني تطرق إلى مفهوم قيمة المؤسسة ومختلف المتغيرات الخارجية والداخلية المؤثرة فيها، أما محتوى المبحث الثالث من هذا الفصل فقد خصص لدراسة المقاربات النظرية حول أمثلية هيكل رأس المال وأثره على قيمة المؤسسة حيث تناول أهم النظريات التي تمس بهذا الجانب.



الفصل الثاني : يخصص الإطار العام للتحليل المالي للمؤسسة وتم تقسيمه هو الآخر إلى ثلاث مباحث، تناول المبحث الأول التحليل المالي وآليات معالجة رأس المال في المؤسسة، في حين خصص المبحث الثاني للتحليل الساكن لهيكل رأس المال، وتناول المبحث الثالث عناصر التحليل الديناميكي لهيكل رأس المال.

الفصل الثالث : مخصص للدراسة التطبيقية حيث تم من خلاله إسقاط الدراسة النظرية على مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي بالجزائر العاصمة، ويحتوي هذا الفصل كذلك على ثلاث مباحث، تناول المبحث الأول تقديم المؤسسة محل الدراسة، وتعرض المبحث الثاني إلى دراسة تشكيلة هيكل رأس المال، أما المبحث الثالث فخصص لتحليل هيكل رأس المال من خلال مختلف آليات التحليل المالي وتحديد مدى تأثيره على قيمة المؤسسة.



تمهيد :

يعد هيكل رأس المال جزءاً من الهيكل المالي للمؤسسة والنتائج عن السياسة المالية المتبعة من طرفها، والتي تؤثر بدورها على قرارات التمويل واختيار تشكيلة المصادر المناسبة لتمويل نشاطها، وذلك بمراعاة كل من التكاليف المترتبة عن كل مصدر من هذه المصادر والعائد المحقق من إنفاقها في الاستثمارات، بما يرفع من قيمة المؤسسة ويعظم ثروة الملاك، وهنا يبرز دور التحليل المالي في دراسة وتقييم هيكل رأس المال ومدى ملاءمته لتحقيق أهداف المؤسسة، وعليه سنتطرق من خلال هذا الفصل إلى المباحث التالية :

المبحث الأول : تحليل الهيكل المالي للمؤسسة.

المبحث الثاني : مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة.

المبحث الثالث : تأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة.

المبحث الأول : تحليل الهيكل المالي للمؤسسة

إن مهمة الإدارة المالية الأساسية هي كيفية الاختيار بين البدائل التمويلية المتعددة حسب ظروفها الخاصة وخواص كل بديل من عناصر الهيكل المالي، وذلك بعد دراسة الاحتياجات المالية للمؤسسة والتي يمكن أن تتنوع بين احتياجات مالية طويلة أو قصيرة الأجل، وهنا نتحدث أساساً عن السياسة المالية في المؤسسة.

المطلب الأول : مفهوم الهيكل المالي ومكوناته

يعتبر الهيكل المالي من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومسيرين وغيرهم، لما له من تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي عامة وعلى قيمة المؤسسة خاصة.

الفرع الأول : مفهوم الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي على أنه : " تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها ويتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية. " ¹

" يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي للمؤسسة توليفة مصادر التمويل التي اختارتها لتغطية استثماراتها، ويتكون الهيكل المالي من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم كانت قصيرة الأجل وسواء كانت أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية. " ²

" يعرف الهندي (1989) الهيكل المالي بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، وتشمل كافة العناصر التي تتكون منها مكونات الخصوم سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو

¹ أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012/2011 : ص3.

² بوطويل عبد الرؤوف، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2013 : ص3.

قصيرة الأجل، ويعرفه الميداني (1999) هو كيفية تمويل إجمالي موجودات استثمارات المؤسسة، ويتمثل ذلك بجانب المطلوبات. " 1

من التعريف السابقة نستخلص أن الهيكل المالي يمثل مجموع مصادر الأموال سواءً المقرضة أو المملوكة الطويلة الأجل منها والقصيرة اللازمة لتمويل موجودات المؤسسة.

ومن الضروري التفريق بين الهيكل المالي الذي يمثل مصادر أموال المؤسسة لتمويل مختلف أصولها، وهيكل رأس المال والذي يمثل التمويل الدائم للمؤسسة أي أنه يعتبر جزء من الهيكل المالي للمؤسسة.

الفرع الثاني : مكونات الهيكل المالي

أولاً : مصادر التمويل المقرض قصيرة الأجل

يطلق مصطلح الديون قصيرة الأجل على مجموعة الديون التي تستخدم لتمويل نشاط الاستغلال وتكون قصيرة الأجل لأنها لا تتجاوز السنة، وتوجد العديد من أنواع الديون في المدى القصير والتي نذكر منها ديون الاستغلال... 2

التمويل قصير الأجل هو الذي يستخدم غالباً لتمويل العمليات الجارية والتي يكون أجلها في حدود السنة، ويتوقف استخدام هذا النوع من التمويل أو عدم استخدامه إلى حد كبير على طبيعة عمل كل مؤسسة. 3 وينقسم إلى :

1- الائتمان التجاري : وهو يتمثل فيما تستطيع المؤسسة شراءه بالأجل من الموردين أي أنه يتعلق بالمعاملات الآجلة بين التجار، وتتمثل أهم الأسباب التي تجعل المشتري يفضل اللجوء للائتمان

¹ عقيلة زهري، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015/2014 : ص6.

² أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 10.

³ بوطويل عبد الرؤوف، مرجع سبق ذكره، ص 6.

التجاري حاجته للبضائع وعدم تملكه للمال اللازم لشرائها نقدا وفي الوقت نفسه عدم تمكنه من الحصول على قرض.¹

2- الائتمان المصرفي : يمثل الائتمان المصرفي القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من أحد البنوك لمدة لا تزيد عن السنة، ومقابل فوائد على هذه القروض، على أن تقوم المؤسسة بسداد القروض مع فوائدها في ميعاد استحقاقه، كما يجب استخدام القرض استخداما جاريا أو قصير الأجل.²

ثانيا : مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل

يمثل الاقتراض مصدر تمويل مهم للمؤسسة ويترتب عليه عبء المديونية يستلزم عليها الوفاء به في الأجل المحدد، ويتشكل هذا النوع التمويلي من العناصر التالية :

- 1- القروض طويلة الأجل : تعرف بأنها قروض تمنحها مؤسسات متخصصة وتتجاوز مدتها سبع سنوات، هدفها الرئيسي هو المساهمة في تغطية المشاريع الاستراتيجية الكبيرة وتمويل الأصول الثابتة التي تزيد مدة اهتلاكها عن سبع سنوات.³
- 2- السندات : يمثل السند صك مالي تصدره المؤسسة المقترضة للأموال، تتعهد بموجبه بدفع فائدة دورية للمقرض (المستثمر)، وأيضا تسديد قيمة السند في تاريخ محدد يدعى تاريخ استحقاق السند، ويعطي السند لحامله جملة من الحقوق أهمها : المطالبة بعائد سنوي يتمثل في الفائدة التي تلتزم المؤسسة بدفعها له سواءً حققت أرباحا أم لم تحقق وتحسب كنسبة ثابتة من القيمة الإسمية للسند.⁴

¹ عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، 2013 : ص 238-239.

² نفس المرجع، ص 240.

³ بوطويل عبد الرؤوف، مرجع سبق ذكره، ص 8.

⁴ أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 13.

ثالثا : مصادر التمويل المملوكة

تمثل أموال الملكية أحد أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة لتمويل إنفاقها الاستثماري، وتشكل مصادر التمويل الذاتي أو مصادر الملكية من العناصر التالية :

- 1- **الأسهم العادية** : السهم هو عبارة عن صك يؤكد لحامله ملكية حصة معينة في رأسمال المؤسسة تعادل المبلغ الذي دفعه، تعتبر الأسهم العادية وسيلة من وسائل التمويل طويل الأجل التي يمكن اللجوء إليها خلال حياة المؤسسة، وذلك بطرح أسهم عادية جديدة للاكتتاب.¹
- 2- **الأسهم الممتازة** : يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، وهي تصنف ضمن بنود حقوق الملكية للمؤسسات إلا أنها تختلف عن الأسهم العادية إذ يكون لها الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح، كما لها الأولوية في السداد في حال التصفية على أن يتم السداد بالقيمة الإسمية للأسهم فقط.²
- 3- **الأرباح المحتجزة** : وهي التي تم احتجازها كلياً أو جزئياً من صافي الأرباح بموجب قرار إداري وفي بعض السنوات وبعد موافقة الجمعية العمومية على ذلك حيث تفضل الإدارة اللجوء لهذا المصدر عند الرغبة في التوسعات وزيادة حجم النشاط نظراً لسهولة الحصول عليه، كما أن المساهمين قد لا يعترضون على ذلك بل يفضلونه حتى لا يتيحون الفرصة لدخول مساهمين جدد وحتى لا تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة.³

¹ أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 17.

² حراش معاذ، نصر أحمد، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية للمؤسسة، مذكرة ماستر، جامعة أكلي محمد أو الحاج، البويرة، 2014/2015 : ص 6.

³ عبد الله عبد الله السنفي، مرجع سبق ذكره، ص 241.

المطلب الثاني : مفهوم هيكل رأس المال ومحدداتهالفرع الأول : مفهوم هيكل رأس المال

هيكل رأس المال يعني التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتمثل في القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية، ويتضح أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي الذي ينطوي على كل أنواع وأشكال التمويل.¹

يعرف هيكل رأس المال بأنه : " مصادر التمويل طويلة الأجل سواء كانت في شكل حقوق ملكية (أسهم عادية، أسهم ممتازة وأرباح محتجزة)، وفي شكل أموال مقترضة (قروض طويلة الأجل وسندات)، والتي تستخدم في تمويل أنشطة المؤسسة عامة والأنشطة الاستثمارية بشكل خاص من أجل تحقيق هدف المؤسسة الأساسي وهو تعظيم ثروة حملة الأسهم. " ²

هيكل رأس المال هو : " المزيج من الدين طويل الأجل وحقوق الملكية الذي تستخدمه المؤسسة لتمويل أعمالها. " ³ من التعاريف السابقة يتضح أن هيكل رأس المال هو تشكيلة الأموال الدائمة داخل المؤسسة والمتمثلة في الديون طويلة الأجل وحقوق الملكية.

الفرع الثاني : محددات هيكل رأس المال

تتمثل محددات هيكل رأس المال في : ⁴

1. **حجم المؤسسة** : تنطوي المؤسسات على مخاطر أقل نظرا للتنوع في النشاط وثبات التدفقات النقدية، بالإضافة إلى السمعة الجيدة للمؤسسات، مما يدعم مركزها الائتماني وفرص الحصول على الأموال اللازمة

¹ بوطويل عبد الرؤوف، مرجع سبق ذكره، ص 15.

² حسن منير الصادي، التمويل والإدارة المالية، النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، كلية التجارة، جامعة القاهرة، دون سنة نشر : ص 254.

³ عادلة حاتم ناصح، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية، العراق، العدد 37، المجلد 10، 2014 : ص 86.

⁴ أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، غزة، 2016: ص 47-49.

بالمديونية، ما يشير إلى علاقة موجبة بين المديونية وحجم المؤسسة، إلا أنه نظراً لكبر حجم المؤسسات فإنها تنطوي على نسبة أقل من عدم تماثل المعلومات والذي يؤثر على التقييم الصحيح للأسهم، مما يدفع إلى التمويل بحقوق الملكية بدلا من المديونية وهذا ما يشير إلى علاقة سالبة بين المديونية وحجم المؤسسة.

2. **هيكل الأصول** : تعد الأصول التي تمتلكها المؤسسة بمثابة ضمان يمكن تقديمه للمقرضين ويكون لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة، أي أن هناك علاقة بين البنية التحتية للموجودات والطاقة الاستيعابية للدين فعندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة، فإن هذا يعني أن الرفع التشغيلي أي نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف المرتفعة، بسبب حجم تكلفة احتلاك الموجودات الثابتة، وهذا يعني أن المؤسسة تتميز بدرجة رفع تشغيلي عالية، وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير يحدث في المبيعات وهنا يكون الاقتراض عاملاً لزيادة التقلب وعدم الاستقرار في الأرباح المتاحة إلى المساهمين، وهذا يجعل المؤسسات التمويلية تتردد في إقراض مثل هذه المؤسسة إلا ضمن حدود ضيقة، لكي لا تسهم في زيادة مخاطر تقلب أرباح المؤسسة وتجعل نتائجها سلبية، وترداد نسبة الاقتراض كلما زادت نسبة الرفع التشغيلي وذلك لكون الأصول الثابتة من أكثر الأصول ملائمة لتقديمها كضمان، وقدرتها على تحقيق أعلى ربحية من الموجودات.

3. **الربحية** : هي الهدف الأساسي لجميع المؤسسات ضماناً لبقائها واستمرارها ويتحقق ذلك من خلال قرارين مهمين هما : قرار الاستثمار وقرار التمويل، فقرار التمويل يتعلق بكيفية اختيار مصادر الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الاستثمار في موجوداتها بشكل يمكن من الحصول على أكبر عائد ممكن، وذلك بالاستفادة من ميزة التوسع في الاقتراض الثابت ولكن دون تعرضهم للأخطار التي يمكن أن تنجم عن المبالغة في الاقتراض، وعليه فالعلاقة بين الربحية ونسبة الديون هي علاقة عكسية فالمؤسسات التي تتمتع بربحية متدنية وتواجه فرص استثمارية جديدة دون شك تلجأ إلى التمويل الخارجي، بينما إذا كانت تتمتع بربحية مرتفعة فإنها تستخدم أرباحها في تمويل استثماراتها الجديدة.

4. **معدل النمو** : يتوقف نمو المؤسسة على مقدار الربح السنوي المحقق من جهة، وما توزعه من تلك الأرباح على المساهمين من جهة أخرى، أو بعبارة أخرى ما يعرف بنسبة احتجاز الأرباح، فكلما ارتفعت قيمة الربح السنوي المحقق وارتفعت معه نسبة الأرباح المحتجزة ومن ثم معدل النمو مرتفع للمؤسسة والعكس بالعكس، فارتفاع قيمة الأرباح المحتجزة في المؤسسة يزيد الفرص أمام الإدارة لاستخدامها في

تمويل أنشطتها عوضاً عن استخدام مصادر التمويل الخارجية وما يصبغها عادة من مخاطر الرفع المالي، فالعلاقة بين معدل النمو والحصول على الأموال المقترضة هي علاقة عكسية.

5. **معدل الضريبة** : تؤثر الضريبة على قرار المؤسسة للحصول على الأموال اللازمة لها، سواءً عن طريق الاقتراض أو بزيادة رأسمالها، فالزيادة من الاقتراض يقلل من الضريبة المفروضة على المؤسسة لكون فوائد القرض تطرح من أرباح المؤسسة قبل احتساب الضريبة المستحقة، وبهذا فإن النظام الضريبي السائد في الدولة يؤثر في قرارات تمويل المؤسسات.

6. **معدل الفائدة** : هناك أثر عكسي بين أسعار الفائدة ونسبة الدين في المؤسسات، فإذا كانت أسعار الفائدة عالية تتمتع المؤسسات عن زيادة الدين؛ وتعكس معدلات الفائدة تكلفة رأس المال في مؤسسات الأعمال ومع أن التقلبات في معدلات الفائدة تصاحبها تغيرات كبيرة في تكلفة رأس المال، إلى أن الأهمية لمعدلات الفوائد تتمثل في الدور الذي تلعبه كمقياس لمدى توفر الأموال في الأسواق، فالمعدلات العالية تعكس وجود انكماش نقدي والعكس صحيح.

المطلب الثالث : تكلفة الأموال

تكلفة الأموال هي معدل العائد المطلوب للمحافظة على قيمة المؤسسة السوقية أو المحافظة على أسعار أسهم المؤسسة لذا يجب على المدراء معرفة تلك التكلفة وعادة ما تسمى بالحد الأدنى من العائد المطلوب، ويتم حساب تكلفة الأموال من خلال حساب متوسط التكلفة المرجحة لمختلف مكونات رأس المال، حيث يشكل كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال أحد مكونات تكلفة الأموال ولكي يتم حساب تكلفة كل عنصر نعطي الرموز التالية:

$$K_i = \text{تكلفة القروض قبل الضريبة.}$$

$$K_d = \text{تكلفة القروض بعد الضريبة.}$$

$$K_p = \text{تكلفة الأسهم الممتازة.}$$

$K_s =$ تكلفة الأرباح المحتجزة.

$K_e =$ تكلفة حقوق الملكية ذات المنشأ الخارجي (تكلفة الأسهم الجديدة المصدرة).

$K_o =$ التكلفة المرجحة المتوسطة للأموال.

$t =$ معدل الضريبة.

أولا : تكلفة القروض

يمكن حساب تكلفة القروض قبل الضريبة من خلال حساب معدل العائد الداخلي (أي العائد حتى تاريخ الاستحقاق) للتدفقات النقدية المترتبة على إصدار سندات، ويمكن استخدام النموذج الآتي للتوصل إلى معدل تقريبي للعائد حتى تاريخ الاستحقاق.

بفرض أن :

• $I =$ الفوائد السنوية.

• $M =$ القيمة الإسمية للسند.

• $V =$ صافي المتحصلات من السند.

• $n =$ مدة السند.

ونظرا لأن الفوائد تعطي إعفاء ضريبي، لذا يجب حساب التكلفة بعد الضريبة حيث نجد أن التكلفة بعد الضريبة تساوي :

$$K_d = K_i(1 - t)$$

$$K_i = \frac{I + (M - V)/n}{(M + V)/2} \quad : \text{إذا تكلفة إصدار السندات التقريبية تساوي قبل الضريبة}$$

ثانيا : تكلفة الأسهم الممتازة

تُحسب تكلفة الأسهم الممتازة K_p بقسمة توزيعات السهم الممتاز السنوية D_p على صافي المتحصلات من بيع السهم الممتاز P كما يلي :

$$Kp = \frac{Dp}{P}$$

يلاحظ أن توزيعات السهم الممتاز لا تعطي إعفاء ضريبي، لذا لا تخصم من الوعاء الضريبي أي تدفع هذه التوزيعات بعد الضريبة، لذا فإن التكلفة المحسوبة هي بعد الضريبة.

ثالثا : تكلفة حقوق الملكية العادية

ينظر إلى تكلفة الأسهم العادية على أنها معدل العائد الذي يطلبه المستثمر للاستثمار في الشركة.

وتوجد عدة أساليب لحساب تكلفة الأسهم العادية وهي :¹

1. **طريقة الأرباح الموزعة Dividendes** : وتقوم هذه الطريقة على قسمة الأرباح المتوقعة لكل سهم على

القيمة السوقية للسهم مضروبة في واحد منقوص منه كلفة الإصدار، وفي الأخير يضاف إلى الناتج الزيادة

المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم كما يلي :

كلفة الأسهم العادية = (الأرباح المتوقعة لكل سهم / القيمة السوقية (1- كلفة إصدار السهم)) + الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم.

2. **نموذج توازن الأصول المالية MEDAF** : يتم استعمال هذا النموذج في حالة تقييم مردودية

الاستثمارات المتوقعة وذلك بالأخذ بعين الاعتبار المخاطرة، فالمردودية المتوقعة من طرف المساهمين تساوي

المردودية للأصل الاقتصادي بدون مخاطرة مضافا إليها علاوة الخطر (β)، والذي يساوي علاوة الخطر

للسوق المالي، وعليه يمكن حسابه بالعلاقة التالية :

$$E(Ri) = Rf + \beta i(E(Rm) - Rf)$$

• $E(Ri)$: الأمل الرياضي لمردودية السهم.

• Rf : مردودية الأصل بدون مخاطرة حيث أن الأصل بدون مخاطرة هو الأصل الذي تكون

مردوديته في المستقبل مؤكدة.

• $E(Rm)$: الأمل الرياضي لمردودية السوق المالي.

¹أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص43-44.

• $E(Rm)-R_f$: علاوة المخاطرة.

• β : مقياس لخطر السهم.

3. طريقة **Gordon-Shapiro** : لتبسيط نموذج القيمة الحالية للأرباح الموزعة المتوقعة افترض جوردن وشايبرو أن الأرباح يمكن أن تتزايد كل سنة بمعدل متوسط (g)، ومنه يكون معدل المدودية والذي يمثل تكلفة السهم بالعلاقة التالية :

$$K = \frac{D_i}{P_0 + g}$$

حيث أن :

• D_i : الأرباح الموزعة.

• P_0 : القيمة السوقية للسهم.

• g : معدل النمو المتوقع السنوي لسعر السهم في السوق.

4. طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم : تقيس هذه الطريقة تكلفة رأس المال بدلالة عائدات الأسهم والأرباح التي تحتفظ بها المؤسسة، وتعتمد هذه الطريقة على أساس أن تكلفة رأس المال ترتبط بالمبالغ الموزعة من الأرباح على المساهمين وأيضا بمقدار الأرباح المحتجزة التي سوف يعاد استخدامها في الاستثمارات الجديدة، حيث أن هذه الاستثمارات سترفع من قيمة المشروع ومن معدل ربحه، ويمكن حسابها كما يلي :

تكلفة الأسهم العادية = الأرباح الحالية للسهم الواحد / القيمة الصافية للسهم

القيمة الصافية للسهم = سعر البيع - (تكلفة الإصدار + تكلفة الخصم)

رابعا : تكلفة الأرباح المحتجزة

هي ذلك الجزء المحتجز من الأرباح المحققة في نهاية العام، والتي لم تدفع لحملة الأسهم لغرض إعادة استثمارها في المؤسسات، وذلك بما يحقق عائدا للمساهمين على الأقل مساويا لما كان يمكن أن يحققوه في حال حصولهم على كل أرباحهم وعدم احتجازها، فالأرباح المحتجزة تعتبر استثمارا لحملة الأسهم العادية وتكلفتها يجب أن تكون

مساوية لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم، والذي يتوقف على توقعاتهم فيما يخص التوزيعات المتوقعة في علاقتها بسعر السهم.¹

خامسا : التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

تعرف تكلفة رأس المال بأنها الوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة، وبذلك فهي تكلفة مصادر التمويل.²

وتحسب بالعلاقة التالية :

$$CMP = t \frac{Vcp}{Vd + Vcp} + i \frac{Vd}{Vd + Vcp}$$

حيث أن :

- CMP : التكلفة الوسطية المرجحة (تكلفة رأس المال).
- Vcp : قيمة الأصول الخاصة.
- Vd : قيمة الديون.
- t : تكلفة الأموال الخاصة.
- i : تكلفة الاستدانة بعد الاقتصاد في الضريبة.

يعتبر التعريف السابق تعريفا رياضيا والواقع أن تكلفة رأس المال هي عبارة عن معدل المردودية المفروض على الأصول الاقتصادية التي تم تمويلها عن طريق كل من الأموال الخاصة والديون، فمفهوم تكلفة رأس المال يكتسي أهمية كبيرة في إطار مالية المؤسسة، نظرا لكونه يسمح بتحديد الاستثمارات ذات المردود الجيد، لذلك فهو يندرج ضمن أهم المعايير المستعملة في طرق تقييم المؤسسات، وعليه يمكن تقييم المخاطرة التي تتعرض لها الأصول الاقتصادية للمؤسسة، وبالتالي يمكن إدراك مفهوم الأمثلة في اختيار هيكل رأس المال، حيث تسعى المؤسسة إلى تدنية المخاطر الناجمة عن مختلف أنماط التمويل، وتعبير أدق تحاول تدنية تكلفة رأس المال قدر الإمكان، فبصفة

¹عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص 276.

²دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلة هيكل رأس المال، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 04- 2006 : ص107-108.

عامّة يعد استعمال مفهوم تكلفة رأس المال مسعى استراتيجي للمؤسسات التي تميل إلى استهداف هيكل رأس مال أمثل يجعل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال أدنى ما يمكن قصد التقليل من المخاطرة.

المبحث الثاني : مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة

تمثل قيمة المؤسسة حجر الأساس الذي ينطلق منه رؤساء المؤسسات لبناء واتخاذ قراراتهم، حيث يدرك الدارسون والباحثون في مجال مالية المؤسسة أن هدف المؤسسة الاقتصادي المعاصر هو تعظيم قيمتها الاقتصادية نظرا لما له من انعكاس وفائدة على جميع الأطراف المعنية بالمؤسسة (الملاك الحاليون والمتوقعون، الدائمون، العاملون، المجتمع...)، لذلك تسعى إدارة المؤسسة إلى توجيه مجمل قراراتها لخدمة هذا الهدف الاستراتيجي (تعظيم القيمة).

المطلب الأول : مفهوم قيمة المؤسسة

قبل التطرق إلى مفهوم قيمة المؤسسة لابد من التطرق إلى مفهوم القيمة حيث يمكن تعريفها على أنها :

التعريف الأول : " القيمة هي عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر. " ¹

التعريف الثاني : " القيمة من الممكن أن تكون موجودة من دون تبادل فهي تركز عن التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة، والذي قام المستثمر أو المقيّم بالمقارنة مع مختلف السلع المتاحة، وتحوّل القيمة إلى سعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين. " ²

¹ حميدة رضاني، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مباح، ورقلة، 2012/2011 : ص 25.

² بلخير بكاري، أثر التقييم على مسار الشراكة بالنسبة لقطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة ورقلة، 2010/2009 : ص 13-14.

مفهوم قيمة المؤسسة : تعبر قيمة المؤسسة عن المبلغ المتوقع العادل الذي خلص إليه خبير متخصص، والذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانيات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط، وتجدر الإشارة إلى أن هناك اختلاف بين قيمة المؤسسة وسعرها، فقيمة المؤسسة تتحدد انطلاقاً من عدة معايير ومحددات داخلية وخارجية، أما السعر فيقصد به المبلغ الذي يطلبه البائع أو الذي يتحدد من خلال العرض والطلب، وغالباً ما تختلف قيمة المؤسسة الحقيقية عن سعرها في السوق، وهذا ناتج عن عدم إلمام الأعوان الاقتصاديين بكافة ظروف نشاط المؤسسة وامكانياتها.

نظرية قيمة المؤسسة¹

أسهمت النظرية المالية في ظهور نظرية خاصة بقيمة المؤسسة، حيث تعد هذه النظرية من بين أهم النظريات المدروسة في النظرية المالية، نتيجة ارتباطها الكبير بمختلف النظريات الأخرى، إذ لا تكاد تخلو النظرية المالية من إدخال مفهوم قيمة المؤسسة، بل نجد أكثر من ذلك، حيث أن الهدف الذي تقوم عليه النظرية المالية هو تعظيم قيمة المؤسسة، سواءً كان الهدف تعظيم القيمة لفائدة المساهمين (تعظيم ثروة الملاك)، أو الهدف المعاصر المتمثل في تعظيم القيمة الاقتصادية للمؤسسة لجميع الأطراف.

تدرس نظرية هيكل رأس المال انطلاقاً من تفاعلها مع نظرية القيمة من خلال دراسة تأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة والحال كذلك بالنسبة لتوزيع الأرباح، كما نجد أن نظرية كفاءة السوق المالي، نظرية الإشارة، نظرية الوكالة، نظرية عدم تماثل المعلومات... هي الأخرى مرتبطة بالقيمة من خلال معرفة مدى تأثيرها عليها أو إسهامها في نظريات أخرى تعتبر القيمة أساساً لها.

وعموماً فهناك ارتباط بين مختلف النظريات المالية ونظرية قيمة المؤسسة سواءً بشكل مباشر أو غير مباشر، وقد يقل أو يزيد حجم الارتباط بين نظرية وأخرى، إلا أن الثابت أن نظرية قيمة المؤسسة تمثل محور النظرية المالية الحديثة.

قد تظهر أهمية تحديد قيمة المؤسسة في كون أن جزءاً مما تحاول نظرية قيمة المؤسسة الخوض فيه هو البحث عن أدوات قياس قيمة المؤسسة، لأن نظرية قيمة المؤسسة يمكن تعريفها على أنها : " مجموع الاسهامات العلمية، النظرية

¹ اسمية باديس، شافية بن عبد الله، دور التقييم المالي للمؤسسة في اتخاذ القرارات الاستثمارية، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، جامعة البويرة، 2015/2014 : ص 13-14.

والميدانية حول تحديد مفهوم القيمة، دراسة تأثير مختلف القرارات المالية خاصة منها الاستثمارية، الهيكل المالي وتوزيع الأرباح"، وانعكاس بعض الأحداث التي تجيب عنها بعض النظريات كنظرية الهيكل المالي على مستوى القيمة، وأدوات قياس تلك القيمة.

ويعد تحديد قيمة المؤسسة عملية صعبة، فهو عبارة عن حلقة متكونة من سلسلة طويلة، من التشخيص إلى محضر الإنفاق النهائي، وذلك بعد المرور بعدة مراحل تقنية، إضافة إلى دراسة المميزات الخاصة بكل مؤسسة والتي تقوم على الاعتبارات المختلفة كالقطاع الوظيفي، السوق، القيود القانونية والجبائية، ضف إلى ذلك العناصر البسيكولوجية والانسانية والتي تأخذ مكانة مميزة في نهاية السلسلة.

المطلب الثاني : تأثير المتغيرات الخارجية على قيمة المؤسسة

تعتبر المؤسسة كيان مفتوح يؤثر ويتأثر بالمحيط، هذا الأخير ينطوي على فرص قد تستغل لتحقيق ميزة تنافسية وإنشاء القيمة، ومخاطر تهدد بقاء المؤسسة وتؤدي إلى تدمير القيمة، هذه المخاطر ذات طبيعة نظامية تشمل جميع المؤسسات وتمثل في متغيرات كلية ويمكن تقسيمها على النحو التالي :

الفرع الأول : المتغيرات الاقتصادية وقيمة المؤسسة

1- الناتج المحلي الخام (PIB) : يتمثل الناتج المحلي الخام في مجمل السلع والخدمات المنتجة داخل

حدود الوطن، وهو أحد المؤشرات الهامة للحالة الاقتصادية الكلية، فكلما ارتفع دل على انتعاش الاقتصاد الوطني، حيث نمو الجانب الحقيقي يصاحبه نمو في الجانب النقدي والمالي مما ينعكس على السوق المالي بالإيجاب ومن ثم على قيمة المؤسسة، لكن لا بد من التفرقة بين الناتج المحلي الخام الإسمي والحقيقي فهذا الأخير هو الذي يؤخذ في الحسبان كونه حال من أثر التضخم هذا من جهة، ومعرفة مصدر النمو من جهة أخرى، حيث يساعد في اختيار القطاع الأكثر جاذبية.

وللاستفادة أكثر من هذا المؤشر يقسم إلى الأجزاء التالية : إنفاق استهلاكي، إنفاق استثماري، إنفاق حكومي، تصدير واستيراد، حيث هذا التقسيم يسمح بالحصول على التنبؤات الدقيقة عن الظروف فمثلا الإنفاق الاستهلاكي يتم تقسيمه إلى الإنفاق على السلع المعمرة، والإنفاق على

السلع ذات الاستهلاك النهائي والخدمات، ويعتبر هذا المؤشر ذو دلالة قوية حيث أن الدولة ليس لها تأثير كبير عليه مقارنة بالمؤشرات الأخرى.¹

2- **التضخم** : يتمثل التضخم في الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار، أو في تدهور القدرة الشرائية للنقود، فارتفاعه يعني ارتفاع تكلفة التمويل والتي تعتبر معدل استحداث التدفقات المستقبلية المتوقعة، ارتفاع هذا المعدل يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة بافتراض ثبات العوامل الأخرى حيث أن هناك تأثير متبادل بين المتغيرات الكلية ومعدل التضخم وبالأحرى المتغيرات النقدية، لكن الإشكال المطروح هل تغير أسعار الأسهم يدفع الحكومة إلى تعديل السياسة النقدية أم السياسة النقدية تؤدي إلى تعديل أسعار الأسهم، حيث هناك من يرى أن تغير أسعار الأسهم يدفع الحكومة إلى تعديل السياسة النقدية كما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1991 حيث ندد المستثمرون بتخفيض معدل الفائدة عن طريق زيادة المعروض النقدي مما أدى إلى زيادة الاستثمار وتراجع تكلفة رأس المال.

يعرف الاقتصاد دورات تجارية دورية من فترة الزواج، الاستقرار، الانكماش، خلال المرور بدورة من هذه الدورات ففي حال الكساد تتبع الدولة سياسة توسعية حيث تستخدم الدولة بعض الأدوات لتوجيه النشاط الاقتصادي أهمها : الأدوات النقدية والمالية.²

الفرع الثاني : أدوات السياسة النقدية

يستخدم البنك المركزي لتسيير العرض النقدي داخل الدولة مجموعة من الأدوات، تسمى بأدوات السياسة النقدية والمتمثلة خصيصا في معدل الفائدة، معدل إعادة الخصم، الكتلة النقدية والاحتياطي القانوني، هذه الأدوات قد يكون لها أثر إيجابي كما قد يكون سلبي، فزيادة العرض النقدي تؤدي إلى تراجع معدل الفائدة مما يشجع على الاستثمار ومنه ارتفاع قيمة المؤسسة، أو من جهة أخرى يؤدي إلى زيادة الإنتاج وتراجع معدلات البطالة الأمر الذي

¹ جبار محفوظ، تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني بعنوان التكامل الاقتصادي العربي الواقع والآفاق، جامعة الأغواط، الجزائر، أبريل، 2007.

² محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لغرض التعامل في البورصة، منهج التحليل الأساسي، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1998 : ص 42-47.

يزيد من الطلب على منتجات المؤسسات ومنه زيادة المبيعات فالأرباح ومنه ارتفاع قيمة المؤسسة؛ كما أن زيادة العرض النقدي قد يؤدي إلى زيادة معدلات التضخم ومنه تراجع قيمة المؤسسة.

يعتبر كل من الاحتياطي القانوني ومعدل إعادة الخصم تكلفة؛ فالأول تكلفة لفرصة ضائعة أو بديلة، والثاني تكلفة حقيقية مباشرة، وبطبيعة العلاقة العكسية بين التكلفة والقيمة فزيادة هذين العنصرين يؤدي إلى تراجع قيمة المؤسسة.¹

الفرع الثالث : أدوات السياسة المالية وقيمة المؤسسة

تتمثل أدوات السياسة المالية في :²

1- **الضرائب** : بالإضافة للهدف الكلاسيكي للضرائب والمتمثل في زيادة الإيرادات العامة هناك هدف نيو كلاسيكي يتمثل في توجيه النشاط الاقتصادي، ففي مرحلة الركود أو الكساد ينخفض الطلب الاجمالي على السلع والخدمات ويتراجع الاستثمار، ونتيجة لذلك تقوم السلطة بإتباع سياسة توسعية من خلال خفض معدلات الضرائب مما يؤدي إلى زيادة أرباح المؤسسات ومنه زيادة قيمتها، والعكس تماما في حالة زيادة معدلات الضرائب، كما قد يؤدي تخفيض معدل الضريبة على دخل الفرد إلى زيادة دخله ومن ثم زيادة الاستهلاك، ومنه زيادة الطلب على منتجات المؤسسات وبالتالي رفع قيمة المؤسسة، هذا عن الضرائب المباشرة أما عن الضرائب الغير مباشرة (مثل الرسم على القيمة المضافة TVA) أين تكون المؤسسة كوسيط بين إدارة الضرائب والمستهلك أو الخاضع للضريبة، فبالرغم من أنها لا تمثل عبء على المؤسسة إلا أن لها تأثير كبير على قيمة المؤسسة سواءً بطريقة مباشرة عن طريق الأثر السلبي الذي قد تتركه على خزينة المؤسسة خاصة في مرحلة الانطلاق أين يكون بالمؤسسة استهلاك كبير للسيولة، أو بطريقة غير مباشرة عن طريق التأثير على أسعار منتجات المؤسسة ومنه تراجع الطلب فالمبيعات ومنه انخفاض قيمة المؤسسة.

¹ محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 50-51.

² Salma Mefteh, **La sensibilité des entreprises exportatrices aux variations du taux de change et les déterminants de la couverture** : Le cas français. In cahiers de recherche n°200404, Université Paris IX Dauphine. P12-15.

هناك جهة أخرى كذلك لتأثير الضرائب على قيمة المؤسسة من خلال الاقتصاد في الضريبة الناجم عن المصاريف المالية، أو من خلال الضريبة الشخصية على فوائض القيمة والتوزيعات التي تخضع للاقتطاع من المنبع، كما قد تستخدم الدولة الضريبة لإنعاش مناطق جغرافية لقطاعات معينة أو مما يستوجب على المسير أن يكون ذو دراية على القوانين ومشاريع القوانين المتعلقة بالمزايا الجبائية الممنوحة لتعظيم قيمة المؤسسة سواءً كان التوسع أفقياً أو عمودياً حيث أن المزايا الجبائية تفتح أمام المسير محفظة من الأنشطة والقطاعات والتي تمثل فرصاً بالحيط الخارجي لا بد من استغلالها لتعظيم القيمة.

2- **الإنفاق الحكومي** : تستخدم الدولة في فترات الكساد عادة هذه الأداة لزيادة الطلب الإجمالي، أو لتوجيه الاستثمار لقطاع معين أو لمنطقة معينة عن طريق زيادة الإنفاق الحكومي، مما يؤثر على قيمة المؤسسة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، فزيادة الإنفاق الحكومي لقطاع معين يعني توجيه الاستثمار لذلك القطاع ومنه زيادة الطلب على أسهم المؤسسات الناشطة في ذلك القطاع أي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.

3- **سعر الصرف** : يكتسي سعر الصرف في ظل العولمة وانفتاح الأسواق العالمية خاصة في ظل منظمة التجارة العالمية أهمية بالغة بسبب حرية الانتقال لرؤوس الأموال، حيث زادت المخاطر بسبب الارتباط بين الأسواق المالية الدولية، فسعر الصرف مخطر لجميع المؤسسات بصفة عامة والمؤسسات في مجال التصدير والاستيراد بصفة خاصة، والمسير لا بد أن يسير هذا المخطر بمختلف التقنيات المتاحة في المحيط، ففي البيئة المالية التي تتميز بأسواق مالية متطورة يمكن اللجوء إلى العقود المستقبلية والخيارات لمواجهة هذا الشبح الذي قد يهدد بقاء المؤسسة، فهذه التغطية للمخطر إن كانت فعالة تسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة عن طريق تجنب الخسائر من جهة، أو المضاربة على أسعار الصرف ومنه تحقيق أرباح مما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة من جهة أخرى.

المطلب الثالث : تأثير متغيرات المحيط الداخلي على قيمة المؤسسة

الفرع الأول : آليات الحوكمة وإنشاء القيمة

بعد انفصال الملكية عن التسيير برزت علاقة بين مختلف الأطراف التي لها علاقة بالمؤسسة، هذه العلاقة مبنية على عقود بين هذه الأطراف، وأهم ما يميز هذه العقود أنها بين أطراف ليست لها أهداف ومعلومات متشابهة بالضرورة، رغم أن الهدف الأساسي هو تعظيم الثروة، وهو ما تناولته النظريات الحديثة للمنظمات، نظرية تكلفة الوكالة ونظرية تكلفة الصفقات.

من هذا المنطلق يمكن اعتبار المؤسسة مجموعة الحقوق والواجبات والمسؤوليات والعقود التي لا بد أن تكون متوازنة بصورة فعالة لتحقيق الهدف المنشود وهو إنشاء وتعظيم القيمة عن طريق الحفاظ على ديمومة هذه العقود أساسا ولا يكون ذلك إلا بخدمة وتلبية مجموعة من الأهداف التي ليست بالضرورة متوافقة.

في هذا الصدد جاءت آليات الحوكمة كنظام وحل لهذا الصراع، والتقليل من تكلفته بشكل مناسب، إذن ما المقصود بالحوكمة ؟

1- تعريف الحوكمة : يوجد للحوكمة عدة تعاريف نوجز منها :

- جاء في تعريف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCED) أن الحوكمة هي عبارة عن مجموعة من الميكانيزمات والإجراءات التي توطر قرارات إنشاء وتوزيع القيمة.¹
- الحوكمة هي مجموعة من النظم التي تحكم العلاقات بين الأطراف السياسية التي تؤثر في الأداء.²
- تعتبر الحوكمة مجموعة من القوانين والنظم والقرارات التي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق اختيار الأساليب المناسبة والفعالة لتحقيق أهداف وخطط المؤسسة.³

¹ Pierre Vernimen, **Finance d'entreprise**, Dalloz, Paris, 6ème édition, 2005, P902.

² www.alriyedh.com 22/04/2019 article N°164774.

³ Idem.

2- أهمية الحوكمة :

الحوكمة معنية بإيجاد وتنظيم الممارسات والتطبيقات السليمة للقائمين على تسيير المؤسسة بما يحافظ على حقوق أصحاب المصالح، وذلك من خلال تحري تنفيذ صيغ للعلاقات التعاقدية التي تربط بينهم، لذلك لها أهمية بالغة يمكن حصر أهمها في النقاط التالية :¹

- التقليل من الصراع وتخفيض تكلفته ومنه تعظيم قيمة المؤسسة.
- العمل على تخفيض تكلفة الأموال (K) من خلال استخدام الأدوات المالية والمحاسبية وفقا لمعايير الإفصاح والشفافية.
- العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية من خلال مكافحة الفساد ومنه الحد من هروب رؤوس الأموال الذي يعتبر عائقا للنمو.
- تفادي وقوع الأزمات ومالها من انعكاسات.

3- معايير تطبيق الحوكمة :

يتم تطبيق الحوكمة وفق خمسة معايير توصلت إليها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية وهي :²

- **حفظ حقوق المساهمين** : مثل نقل ملكية السهم، اختيار مجلس الإدارة، الحصول على العوائد، مراجعة القوائم المالية، المشاركة في الجمعية العامة...
- **المساواة في التعامل بين جميع المساهمين** : داخل كل فئة لا بد من المساواة في حقوق التصويت والدفاع، والاطلاع على كافة المعاملات مع مجلس الإدارة.
- **أصحاب المصالح** : وتشمل احترام الحقوق القانونية والتعويض عن انتهاك الحقوق، وتقديم المتطلبات والمعلومات الضرورية وهم البنوك، الزبائن، الموردون...
- **الإفصاح والشفافية** : تتمثل في تقديم المعلومات الضرورية بطريقة عادلة وفي الوقت المناسب ورأي محافظ الحسابات، مثل ملكية النسب العظمى، أعضاء مجلس الإدارة، ...

¹ Fabrice Herve, **L'état des thèses en finance 2000-2004** : 17èmes journées national d'IAE. 13/09/2004, IAE de Lyon.

² Yoser Gardhoum, Jean-Pierre Gueyie et Mariam Chahloul, **Le conseil d'administration dans la gouvernance des entreprises nord- américaines**, Cahier de recherche N 06-2005, Ecole des sciences de la gestion, Montréal, Québec, Canada.

- مسؤولية مجلس الإدارة : تركز على هيكل مجلس الإدارة وواجباته، كيفية اختيار الأعضاء،...

الفرع الثاني : استراتيجية النمو الخارجي وقيمة المؤسسة

تمر المؤسسة بدورة حياة تبدأ بالانطلاق وتنتهي بالزوال مروراً بمرحلتي النمو والنضج، فعند بلوغ هذه الأخيرة لابد من اتخاذ قرارات تعيد حياة جديدة للمؤسسة، هذه القرارات تمثل في مختلف استراتيجيات النمو أو التوسع والذي يكون داخلي أو خارجي.

تكون استراتيجية النمو الداخلي عن طريق زيادة الاستثمارات بالمؤسسة دون تغيير هيكلها، أما استراتيجية النمو الخارجي فتتمثل في إعادة الهيكلة ولها عدة أشكال منها : الاندماج، الحيازة، الاتحاد، التفريق...، والتي تنصب جلها في تعظيم القيمة والتي تتعدد وتختلف من بيئة مالية إلى أخرى، مما يؤدي إلى ¹ :

- زيادة حجم المؤسسة وتخفيض التكاليف.
- تنوع أنشطة المؤسسة والتقليل من المخاطر.
- تخفيض تكلفة التمويل ومنه تعظيم قيمة المؤسسة.

الفرع الثالث : تأثير التسعير والتسعير المتعدد على قيمة المؤسسة

يتطلب تحديد سعر أصل ما وجود صفقة مرتبطة بزمن ومكان، يتمثل هذا الأخير بالتحديد في السوق وباتساع الصفقات لأصل معين تعرف سيولته، ففي الواقع يوجد سوق للأسهم والسندات (بورصة القيم المتداولة) وبمفهوم أوسع هنالك سوق للأوراق المالية المستحدثة، أذونات الخزنة، سندات الخزينة، المشتقات المالية، لكن في الواقع لا يوجد سوق للمؤسسات بالرغم من وجود عمليات الحيازة والتنازل.

تلعب البورصة دور هام في اقتصاديات الدول لاسيما النامية منها، فعلى مستوى الفرد تضع البورصة خيار البيع والشراء للمستثمر قصد الحصول على السيولة أينما شاء من جهة وتحقيق معدل مردودية من جهة أخرى، أما على

¹ Rachard Brealey et Stewart Myers, **Principe de gestion financière**, 7ème édition, paris : Pearson Education, 2003. P1028.

مستوى المؤسسة أو الاقتصاد ككل فهي المرآة العاكسة للنشاط الاقتصادي والقاضي الموجه والمخصص للموارد، وتسمى كذلك السوق المالية باللاوساطة المالية حيث يتصل صاحب الفائض مباشرة بصاحب العجز، فالسوق المالي يوفر للمؤسسات الموارد المالية وذلك عند القيام بطرح الأسهم للتداول في السوق الأولية، كما تعمل المؤسسة على تقييم أداء المؤسسة بشكل مستمر.

إلا أن التوجه الحديث إلى التسعير المتعدد أو الدخول على بورصات أجنبية دون التركيز على التسعير بالبورصة المحلية وما له من أثر على قيمة المؤسسة، فهذا التنوع في مجمله يهدف إلى تعظيم قيمة المؤسسة بصفة عامة وذلك عن طريق تخفيض تكلفة الأموال، حيث المستثمرون موزعون عبر دول العالم وما على المؤسسة إلا اختيار المستثمر المشبع بثقافة مالية وجبائية وقانونية بالدرجة الأولى، والتعدد في الأسواق يبقى ملجأ في حال تغلب المزايا عن المخاطر ولا بد من المراجعة بينها.¹

ومن أهم المزايا نذكر ما يلي :²

- ثقة قوية بين أصحاب المصالح ومنه تقليل تكلفة الوكالة.
 - التقليل من تكلفة الأموال.
 - التقليل من عدم تماثل المعلومات في ظل نظرية الإشارة.
 - إعطاء شهرة تجارية للمؤسسة لا سيما على المستوى الدولي.
 - التقييم الدائم والمستمر.
 - التنوع الدولي ومنه تفادي الأزمات الطارئة.
 - سهولة تسيير مخاطر الصرف خاصة في ظل وجود وحدات تابعة بالخارج.
- تؤدي هذه المزايا للتسعير بالخارج بطبيعة الحال إلى تعظيم قيمة المؤسسة، بالرغم من ذلك لها جملة من المخاطر ذات التأثير السلبي على قيمة المؤسسة والموجزة في النقاط التالية :³
- ارتفاع التكاليف خاصة التكاليف المعلومة.

¹ دادن عبد الغني، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، حالة بورصتي الجزائر وباريس، أطروحة دكتوراه غير منشورة، العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2007 : ص 180.

² Pierre Vernimen, op cite, p878.

³ Ibid. p881.

- القيود المفروضة من قبل لجنة مراقبة عمليات البورصة.
- تشتت الملكية.
- مخاطر السيولة في السوق الأجنبي أين تكون الحصة قليلة ومنه تراجع القيمة، حيث أن المستثمر يطلب الأسهم الأكثر تداولاً.

المبحث الثالث : تأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة

بدأت الدراسات حول هيكل رأس المال بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال التي أصبحت تعرف الآن بالنظرية التقليدية لهيكل رأس المال، ثم تلتها باقي النظريات، حيث تنصب أغلبها حول امكانية وجود هيكل رأس مال أمثل، إذ يقصد بأمثلية هيكل رأس المال مدى امكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون، بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

المطلب الأول : المقاربة التقليدية ومدخل موديليانى وميلر

الفرع الأول : المقاربة التقليدية

يؤكد مؤيدو هذه المقاربة بوجود هيكل تمويل أمثل ينشأ عن نقطة اقتراض مثلى، يتحقق من تشكيلة مميزة من الأموال المقترضة والأموال المملوكة.¹

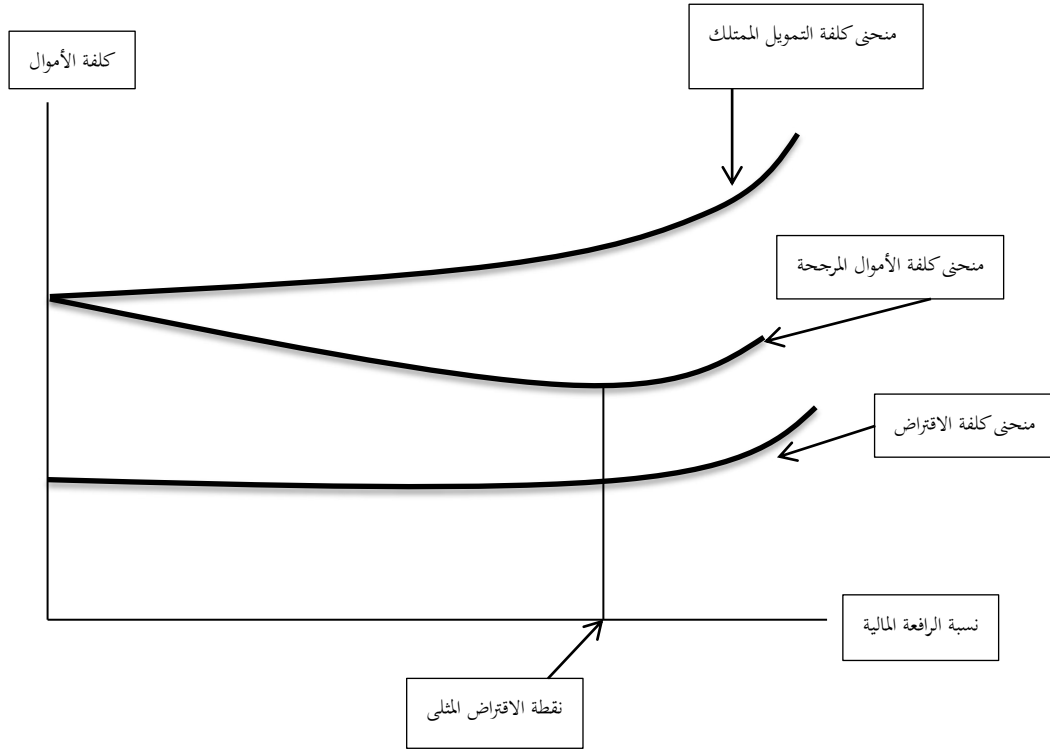
ويعرف المؤيدون لهذا المدخل بأنه تكلفة الأموال الكلية للمنشأة، يمكن أن يصل إلى أدنى حدود لها عند مستويات مقبولة من الاقتراض، وعلى ذلك فهم يؤيدون فكرة وجود هيكل رأس مال مثالي من شأنه أن يجعل القيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأقصى، وتكلفة الأموال عند حدها الأدنى.²

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008 : ص 547.

² محمد صلاح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، نبال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، المكتب الجامعي الحديث، الأزاريطة، الإسكندرية، 2009 : ص 351.

أضف إلى ذلك أن هذه النظرية تفترض أن كلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في شركة الأعمال وهم يفترضون - ضمن تحليل هذه النظرية - أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك الذي يمثل كلفة التمويل الممتلك يبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها التمويل المقترض في المساهمة في تشكيلة هيكل التمويل بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك.¹

الشكل 1.1 : العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة التمويل الممتلك وكلفة الأموال المرجحة وفق مضمون المقاربة التقليدية.



المصدر : حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع،

عمان، الأردن، 2008 : ص 550.

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 547.

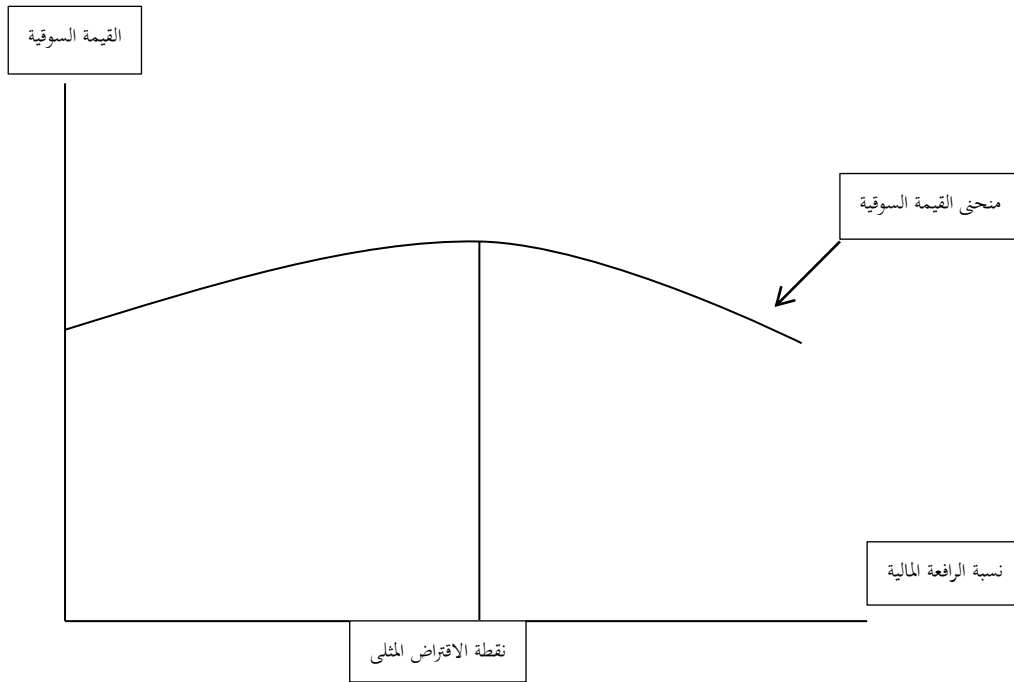
تحليل الشكل البياني :¹

1_تكلفة التمويل المقترض متدنية ومنخفضة مقارنة بتكلفة مصادر التمويل المملوكة، فزيادة نسبتها تخفض من كلفة الأموال المرجحة.

2_تؤدي المغالاة في الاعتماد على القروض إلى زيادة كلفة التمويل المملوكة بقدر يفوق الوفرة المترتبة على زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة ذات الكلفة المنخفضة نسبياً إلى ارتفاع كلفة الأموال المرجحة.

3_تتحقق نقطة الاقتراض المثلى التي تجعل من كلفة الأموال المرجحة في حدها الأدنى عندما يكون الانخفاض في كلفة الأموال المرجحة الناجم عن زيادة القروض يزيد عن الارتفاع الناجم عن ارتفاع كلفة الأموال المملوكة.

الشكل 2.1 : التغير في القيمة السوقية للشركة بسبب تغير الرفع المالي وفق مضمون المقاربة التقليدية.



المصدر : حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع،

عمان، الأردن، 2008 : ص 551.

¹حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 548.

الفرع الثاني : اقتراح موديليانى وميلر في ظل افتراض السوق الكامل

تتفق فروض موديليانى وميلر في ظل عدم وجود الضريبة مع أسلوب صافي ربح العمليات، حيث ناقش موديليانى وميلر أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بالرفع المالي، و من ثم لا يوجد هيكل رأس مال مثالي، أي أنه يوجد هيكل رأس مال أمثل للشركة فقط عند غياب أحد أو مجموعة من فروض هذا السوق الكامل. وقد بينا ذلك جيدا في دراستها عام 1958 أين قدما تبريرا علميا لما توصلا إليه والذي يعتبر تحولا جذريا في طرق البحث في العلوم المالية.¹

ومن أجل تحليل الاقتراحين الذي قدمهما موديليانى وميلر يجب فهم الفروض والتي شكلت أساس نظريتهم الشاملة وهي:²

1_ إن عموم شركات الأعمال تعمل في ظل سوق المنافسة الكاملة، وبناءً على ذلك فإن هذه الشركات تستطيع دخول السوق لشراء أو بيع ما ترغب به من أوراق مالية، وبشكل لا يؤثر على أسعار تلك الأوراق المالية، أضف إلى ذلك إمكانية قيام الأفراد (المستثمرين) بالاقتراض بنفس أسعار الفائدة وبنفس الشروط التي تحصل فيها شركات الأعمال على القروض.

2_ إن كافة المؤسسات تعمل في ظل السوق الكفاء بمعنى أن المعلومات عن المؤسسات العاملة في السوق متاحة وللجميع ومجانبة.

3_ إن كافة المستثمرين في السوق يتمتعون بالرشد.

4_ يمكن تقسيم المؤسسات إلى مجموعات تنتمي إلى شرائح خطر متجانسة، حيث تنتمي المؤسسات إلى شرائح خطر متجانسة إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص الخطر وهذا يعني وفق فروض موديليانى وميلر أن المؤسسات التي تعمل في نفس الصناعة تكون شريحة متجانسة من حيث الخطر.

¹ محمد صلاح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 356.

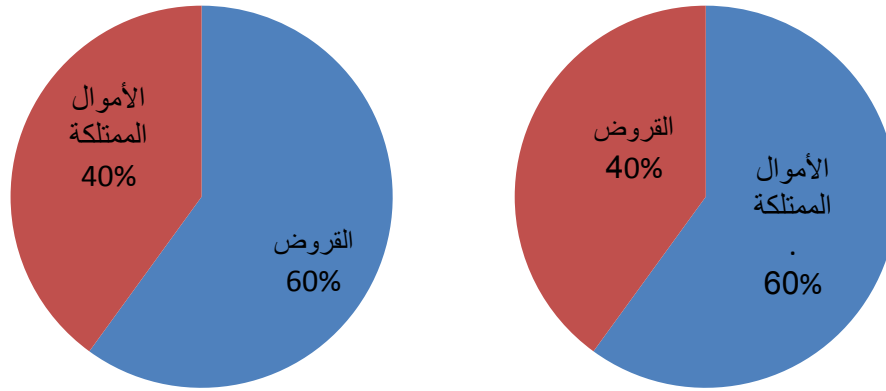
² حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 554-555.

5_ تتبع المؤسسات سياسة توزيع الأرباح تقتضي توزيع كل أرباحها، بمعنى آخر لا توجد أرباح محتجزة أضف إلى ذلك عدم وجود ضريبة على دخل المؤسسات.

أولاً : الاقتراح الأول

يسمى بعض الكتاب الاقتراح الأول لموديليان وميلر بنموذج الدائرة، وذلك لأن اقتراحهم يصور مؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا صياغة هيكل التمويل، ولذلك فهم ينظرون إلى هيكل التمويل كنموذج دائرة.¹

الشكل 3.1 : مضمون مقارنة موديليان وميلر للاقتراح الأول



المصدر : حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع،

عمان، الأردن، 2008 : ص 556.

يشير موديليان وميلر في اقتراحهم الأول على أن القيمة السوقية لأي مؤسسة (مقترضة أو غير مقترضة) مستقلة تماماً عن هيكل الأموال فيها، وأن القيمة السوقية للمؤسسة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تخلقه المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة.

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 555-557.

وكما يلاحظ من الاقتراح الأول لموديليان وميلر أنه يؤكد على أن القيمة السوقية للمؤسسة ماهي إلا انعكاس لقرارات الاستثمار فيها، وبفاعلية تلك القرارات وقوتها الإرادية أي بفاعلية توزيعها بين الاستثمارات الثابتة والاستثمارات المتداولة وليس بكيفية تمويل تلك الاستثمارات، أي أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن صياغة هيكل التمويل.

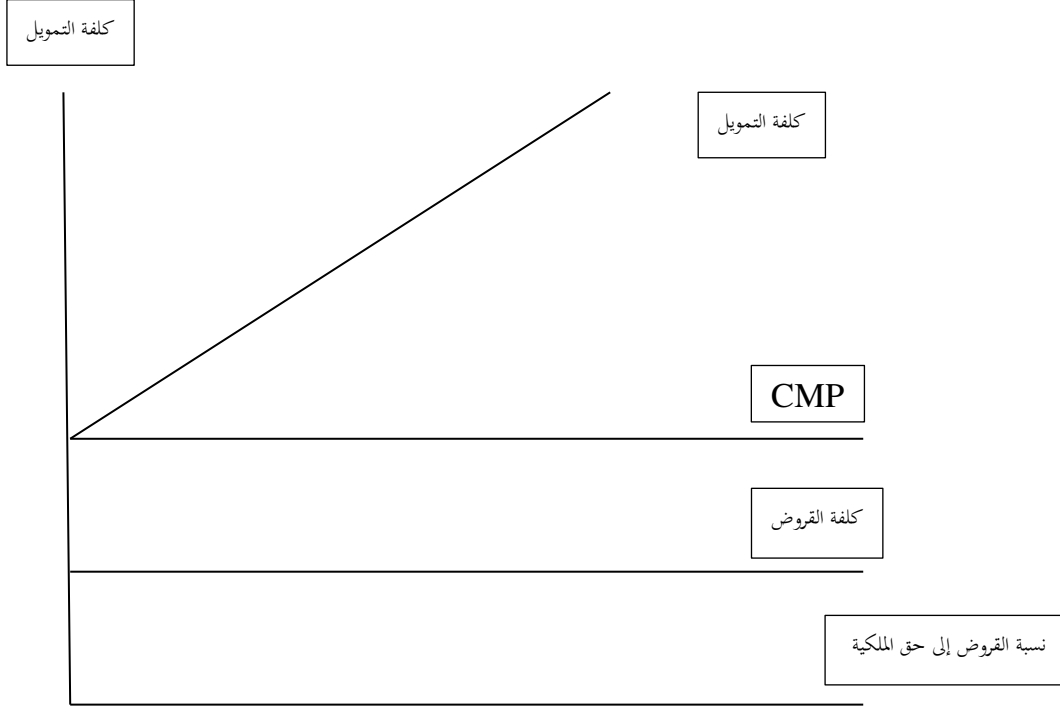
كما أن موديليان وميلر وفي معرض تحليلهم للاقتراح الأول يؤكدون على استقلالية كلفة الأموال المرجحة (CMP) عن صياغة هيكل التمويل، فكلفة الأموال المرجحة لمؤسسة مرفوعة تساوي كلفة التمويل الممتلك لمؤسسة أخرى تنتمي لنفس شريحة الخطر ولكنها غير مرفوعة (أي ممولة بالكامل بالملكية)، ولكي يثبت موديليان وميلر صحة الاقتراح الأول، والذي يشير إلى أن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة إلا أنها تنتمي لنفس شريحة الخطر إذ أكد على أنه إذا لم يتحقق التساوي بين القيمتين فسوف يظهر المراجحون لإتمام العلاقة التوازنية بين القيمتين وقد أطلق موديليان وميلر على هذه العملية اسم عملية المراجعة.

ثانياً : الاقتراح الثاني

عرض موديليان وميلر مضمون الاقتراح الثاني حول كلفة التمويل الممتلك والرافعة المالية وهو أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك في مؤسسة تعتمد على القروض في هيكل التمويل، يساوي معدل العائد المطلوب من قبل شركة مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر ولكنها لا تعتمد على القروض في هيكل تمويلها، إضافة إلى بدل مخاطرة محدد بالفرق بين كلفة التمويل المرجحة للمؤسسة وكلفة التمويل المقترضة مضروباً في نسبة الاقتراض إلى حق الملكية.¹

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 565.

الشكل 4.1 : العلاقة بين متغيرات الاقتراح الثاني لموديليانى وميلر .



المصدر : حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع،

عمان، الأردن، 2008 : ص 565.

وكما يظهر من الشكل أعلاه افتراض ثبات كلفة التمويل المرحة (CMP) مهما تغيرت مكونات هيكل التمويل في المؤسسة والتي تساوي معدل العائد المطلوب من قبل الملاك في مؤسسة مماثلة تنتمي لنفس شريحة الخطر، ولا تعتمد على الاقتراض في هيكل تمويلها.

ويبرر موديليانى وميلر ثبات تكلفة الأموال إلى زيادة نسبة الاقتراض في هيكل رأس مال المؤسسة سوف يترتب عليه ارتفاع في تكلفة أموال الملاك وهو ما يعني ضمناً ارتفاع تكلفة الأموال، غير أن الاعتماد على القروض - مصدر أموال رخيص التكلفة - يعوض الارتفاع في تكلفة الأموال تماماً، ولذلك سوف تظل تكلفة الأموال ثابتة.¹

¹ محمد صلاح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 365.

المطلب الثاني : اقتراح موديليانى وميلر في ظل افتراض السوق الغير كامل (الاختلالات)

إن التحليل السابق في صياغة هيكل الأموال قد تجاهل متغيرين هامين يحصلان بسبب قيام مؤسسة بإدخال القروض في تشكيلة هيكل الأموال، واللذان من شأنهما التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة وكلفة الأموال المرجحة لكونها مصدر منخفض الكلفة وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة بسبب ما تحققه القروض من وفر ضريبي، وأيضا بسبب ما تتحمله من كلفة إفلاس، وقد أدرك موديليانى وميلر أن إسقاط هذين المتغيرين من شأنه أن لا يحافظ على ما توصلا إليه من استنتاجات بشأن هيكل التمويل في المؤسسة.

الفرع الأول : الوفر الضريبي

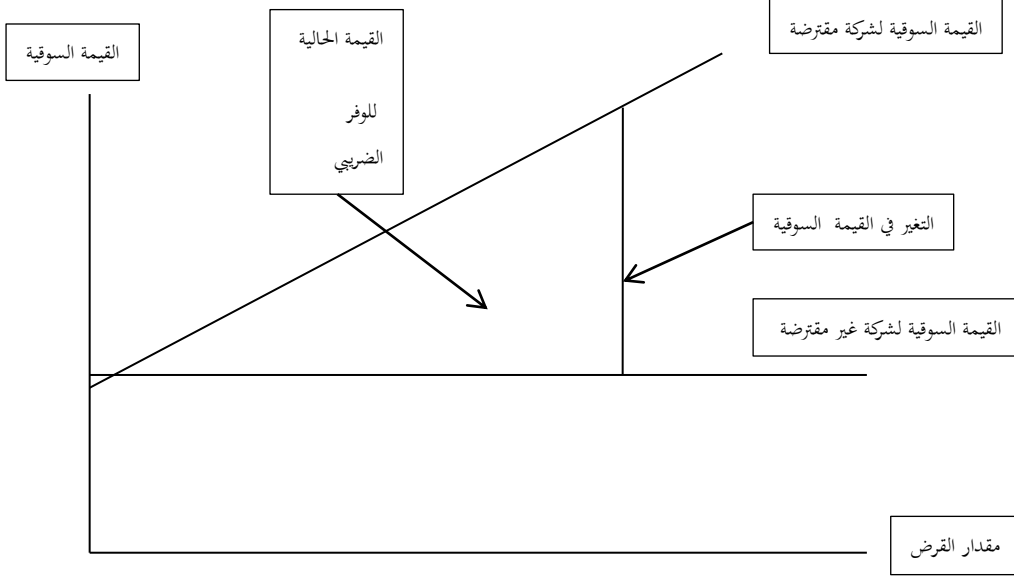
أدرك موديليانى وميلر في دراستهما عام 1963 أن إسقاط فرضية عدم وجود ضريبة على دخل المؤسسات من شأنه ألا يحافظ على ما توصلا إليه قبل ذلك من ثبات تكلفة الأموال ومن ثم القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للاقتراض، وأن وجود ضريبة على دخل المؤسسات سوف يترتب عليه أن تنخفض تكلفة الأموال، وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة عن القيمة السوقية لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر غير أنها ممولة بالكامل عن طريق الملاك، وسوف ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بمقدار الوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض.¹

يتحقق الوفر الضريبي نتيجة لاعتماد المؤسسة على القروض، فزيادة التمويل المقترض في تشكيلة الأموال يترتب عليه انخفاض مضطرب في كلفة الأموال المرجحة مما يسبب ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، وينشأ هذا التأثير نظرا لاعتبار فائدة القروض مصروف تتحمل بها أرباح المؤسسة قبل أن يخضع للضريبة، وهذا يسبب تأثير إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة بسبب ما يخلقه من تخفيض مباشر في كلفة الأموال المرجحة (CMP) والنتائج عن كون القروض مصادر تمويل منخفضة الكلفة.²

¹ محمد صلاح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 369.

² حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 568.

الشكل 5.1 : أثر الوفر الضريبي على القيمة السوقية للمؤسسة.



المصدر : حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008 : ص 571.

الفرع الثاني : كلفة الافلاس¹

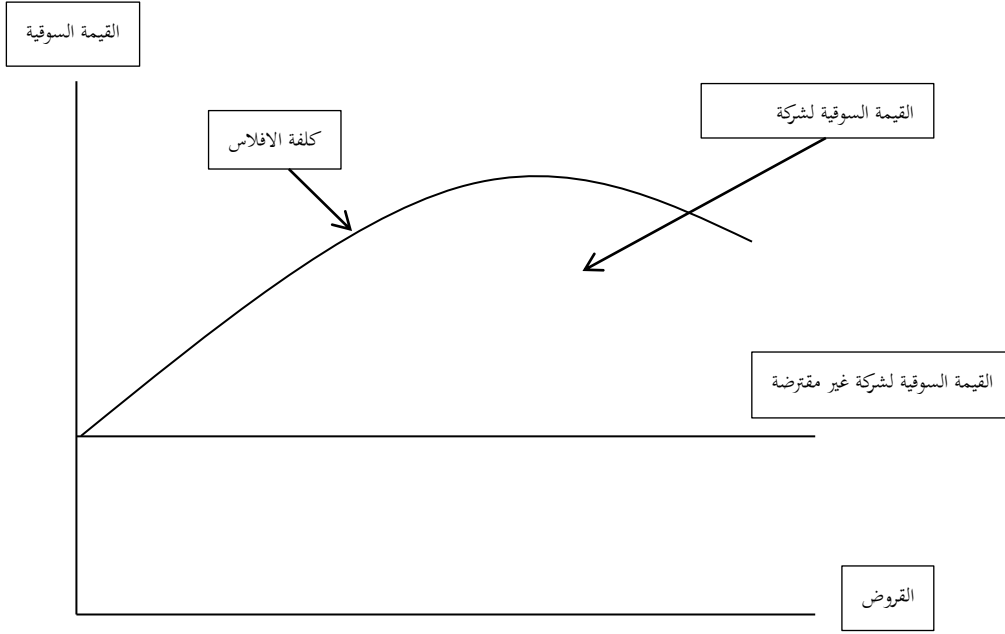
كلما زاد الاقتراض كلما زادت كلفة الافلاس وعليه يحصل ارتفاع في كلفة الأموال المرهجة، الأمر الذي يسبب انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة، وبما أن العلاقة عكسية بين كلفة الأموال المرهجة (CMP) والقيمة السوقية للمؤسسة، لذلك أكد موديليان وميلر على أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة سوف تنخفض بمقدار القيمة الحالية لكلفة الإفلاس، وعليه فكلما زادت القروض كلما زادت كلفة الإفلاس بسبب ذلك استمرار الانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.

فالمؤسسات المقترضة تتحمل المخاطر المالية كمخاطر إضافية بسبب احتمالات فشلها تسديد ما عليها من قروض مما قد يؤدي إلى إفلاسها، وطالما أن الملاك لا يستطيعون التخلص من هذه الخاطر فإنهم يطالبون بمعدل

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 572.

عائد أعلى على استثمار راتبهم لتعويضهم عنها، وهذا بحد ذاته ارتفاع في كلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.

الشكل 6.1 : أثر كلفة الافلاس على القيمة السوقية.



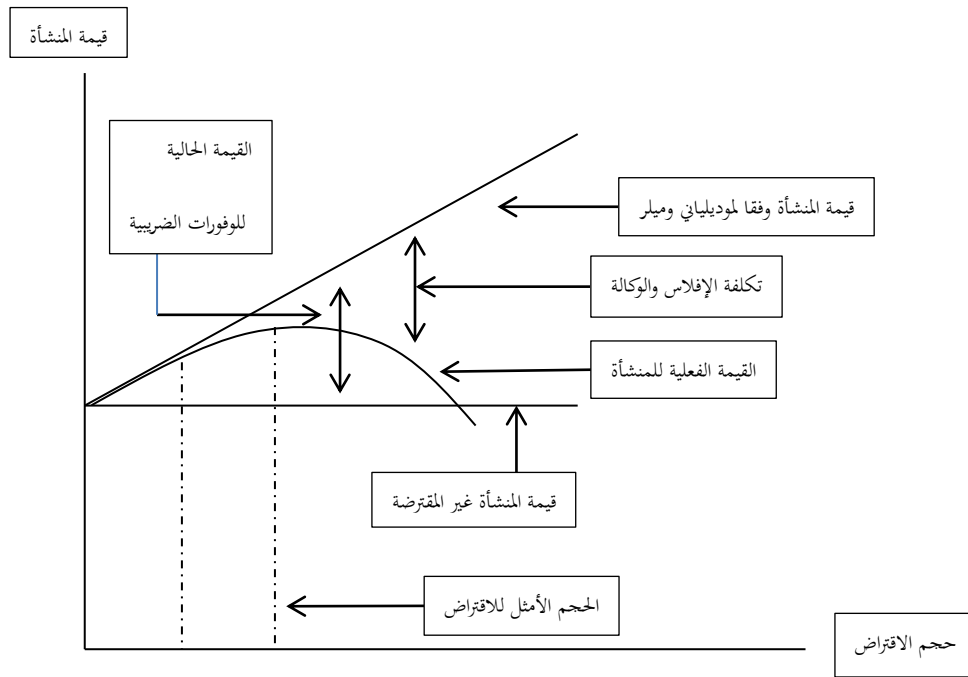
المصدر : حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008 : ص 573.

الفرع الثالث : نظرية التوازن

تقتضي نظرية التوازن هيكل التمويل التأكيد إلى أن القرار الأمثل للاقتراض يجعل المؤسسة تستمر بالاقتراض إلى النقطة التي تتساوي فيها التأثيرات الإيجابية للوفر الضريبي مع التأثير السلبي لكلفة الإفلاس والذي تنشأ عن زيادة الاقتراض.

فالقرار الأمثل للاقتراض الذي يحقق أعلى قيمة سوقية للمؤسسة هو محصلة للتوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفورات الضريبية والأثر السلبي لكلفة الإفلاس، فزيادة الأموال المقترضة في هيكل أموال المؤسسة يزيد من القيمة الحالية للوفر الضريبي مما يعني زيادة في القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة، غير أنه من جانب آخر فإن زيادة التمويل المقترض يترتب عليه زيادة في كلفة الإفلاس وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.¹

الشكل 7.1 : القيمة السوقية في ظل نظرية العلاقة التوازنية.



المصدر : منير ابراهيم هندی، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الجزء الثالث، 2015 :

ص 219.

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 573.

المطلب الثالث : النظريات التنظيمية الحديثةالفرع الأول : نظرية الوكالة

علاقة الوكالة هي عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل، من أجل القيام بمهمة نيابة عنه وباسمه، فيما يتعلق بالمؤسسة حيث ينص عقد الاقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ أي إجراءات، وحتى يتأكدوا من أن الإدارة لم تخل بشروط التعاقد، فإنه يصبح من الضروري عليه القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، ومن ثم يتحملون بعض التكاليف في سبيل ذلك تعرف بتكاليف الوكالة، أو أن يقوم المقرضون من البداية برفع معدل الفائدة على القروض، في عام 1976 أسقط كل من Jensen و Mechling افتراض تماثل دالة الهدف للملاك والدائنين وأثبتنا أن هناك تكلفة وكالة الديون تلعب دور هام في قرار التمويل، حيث أصبح الهيكل المالي الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معا، حيث ينقل المقرضين تكلفة الوكالة للملاك، وهذا يرفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها مما يؤدي بالملاك أيضا إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.¹

الفرع الثاني : نظرية الإشارة (الاستدلال)

تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، حيث قدم Ross 1977 نظرية الإشارة لتفسير سلوك الإدارة في تحديد هيكل رأسمال المؤسسة، وبالشكل الذي يعكس طبيعة المعلومات المتوفرة لديها من أداء وقيمة أصول المؤسسة ومستقبلها، ويعود أساس النظرية إلى التفاوت في حجم المعلومات وطبيعتها بين الإدارة والسوق، حيث توزع المعلومات بطريقة غير متماثلة، فالمديرون يمتلكون معلومات

¹ زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، دراسة نظرية تحليلية، مجلة العلوم الإنسانية والبحوث الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة-الجزائر، العدد 31 المجلد-ب- جوان 2009 : ص 168.

داخلية غير متوفرة للمستثمرين، مما يجعل من الصعب تمييز المؤسسات ذات العائد والأداء المرتفع عن المؤسسات ذات العائد والأداء المنخفض مما يؤدي إلى تسعير أسهم كلا النوعين في السوق بنفس القيمة.¹

تستند النظرية على فكرتين هما :²

- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين.
- إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

الفرع الثالث : نظرية ترتيب مصادر التمويل (الالتقاط)

ظهرت نظرية ترتيب مصادر التمويل مع عدم تماثل المعلومات أي أن المسيرين يملكون معلومات حول قيم مؤسساتهم والمخاطر أكثر من المستثمرين الخارجيين، وتبلورت هذه النظرية على يد Myers في الثمانينات، حيث يتلخص مضمونها حول ترتيب وتصنيف مصادر التمويل حسب أفضليتها، وتشكل هذه النظرية من النماذج التالية :³

1. نموذج Myers 1984 : يتضمن خيارات التمويل وتشكيل الهيكل المالي، حيث يستند النموذج إلى أن المؤسسة تفضل الاعتماد على التمويل الداخلي، وإذا كان لابد من اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجي فإنه يفضل البدء بالديون، ثم التمويل بالسندات القابلة للتحويل لأسهم ثم إصدار الأسهم كأخر بديل للتمويل.

2. نموذج Williamston 1988 : تضمن النموذج تكلفة المعاملات وتكلفة الوكالة، حيث تم اعتبار أنه يتم التعامل مع الديون والأموال الخاصة ليس كمجرد أدوات مالية للتمويل، فدرجة خصوصية الأصل المراد تمويله يلعب دورا هاما في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه، حيث أنه عندما يتعلق

¹ دعاء خلقي خنزف، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في البورصة، رسالة ماجستير، جامعة الخليل، فلسطين، 2017، ص17.

² دادان عبد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص111.

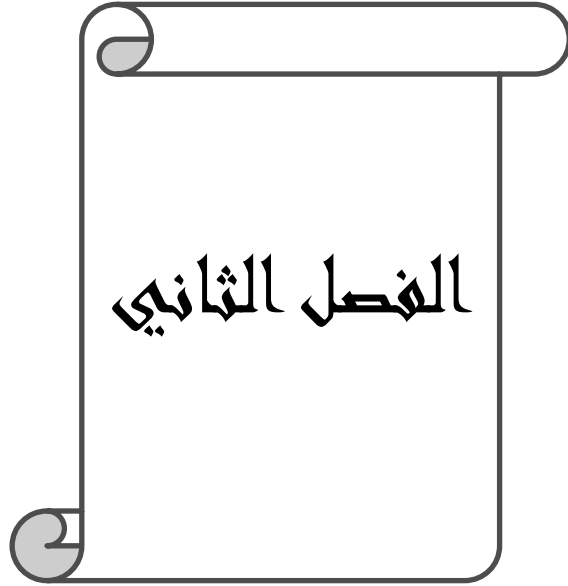
³ نبيلة سهيلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري، (1999-2014)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر، العدد الخاص جوان 2017، ص252/253.

الأمر بتمويل أصل خاص، فمن الأفضل الاعتماد على التمويل بالأسهم عن طريق إصدار حجم مقبول من الأسهم، فمثلاً إذا كان الاستثمار الخاص هو مشروع بحث وتطوير، يكون ذلك مقبولاً أكثر من قبل المساهمين أكثر منه من قبل المقرضين باعتبار أنه لا يولد العوائد المنتظرة في المواعيد المحددة، أما إذا تعلق الأمر بتمويل أصول غير خاصة، تكون الديون أكثر ملائمة من باقي مصادر التمويل، على اعتبار أن الاستثمار في هذه الأصول سيولد عوائد منتظمة تتماشى مع مواعيد سداد الفوائد والدين.

3. نموذج Myers 1990 : حسب هذا النموذج حاول Myers معالجة مختلف القرارات المالية التي تستخدمها المؤسسة على المدى البعيد وذلك تحت فرضية أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة، حيث من أجل تمويل الاستثمارات تفضل المؤسسة الاحتفاظ بالأرباح بدلا من اللجوء إلى سياسة زيادة رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس مال إضافية.

خلاصة الفصل :

تطرقنا من خلال هذا الفصل إلى مفهوم الهيكل المالي على أنه تشكيلة مصادر التمويل المختلفة للمؤسسة، حيث يتضمن مختلف مصادر التمويل المقترضة الطويلة والقصيرة الأجل ومصادر التمويل المملوكة، بحيث أنه لكل مصدر من هذه المصادر تكلفة تمويل خاصة به، وهيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي والمتمثل في الأموال الدائمة داخل المؤسسة والذي يتم اختياره تبعاً لمحددات تخص المؤسسة في حد ذاتها أو تخص البيئة التي تنشط فيها، إذ تناولت عدة نظريات هيكل رأس المال ومن أوجه نظر مختلفة وذلك في اختيار الهيكل الأمثل، إذ أكد مؤيدو النظرية التقليدية على وجود هيكل رأس مال مثالي يتحقق بتشكيلة مميزة من الأموال المقترضة والمملوكة، إلا أن طرح كل من موديليان وميلر في ظل افتراضهما للسوق الكامل توصلوا إلى خلاف ذلك حيث أكدوا على أن قيمة المؤسسة مستقلة عن صياغة هيكل التمويل وبالتالي لا يوجد هيكل رأس مال أمثل، إلا أنهما أكدوا لاحقاً أنهما تجاهلاً متغيرين هامين (الوفر الضريبي، تكلفة الإفلاس) وخلصوا إلى أن قرار الاقتراض الأمثل هو الذي يتساوى فيه الأثر الإيجابي للعناصر المسببة في اختلالات السوق مع التأثير السلبي لها والذي يحقق أعلى قيمة سوقية للمؤسسة، إلا أنه بظهور النظريات التنظيمية الحديثة لم تعد المؤسسة كعلبة سوداء حيث أصبحت تجمعا لمجموعة من الأطراف المتعاقدة والتي ليست لها بالضرورة نفس الأهداف مما يؤثر على قراراتها في تحديد هيكل رأس مالها، وكل هذه النظريات كانت تصب في مجملها حول أثر تشكيلة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة، وهنا تبرز أهمية التحليل المالي في الوصول إلى تشخيص دقيق لتحديد أثر هيكل رأس المال الأمثل على المؤشرات المالية للمؤسسة الذي يمكن أن تعتمد المؤسسة وذلك بما يتناسب مع إمكانياتها.



تمهيد :

يعد التحليل المالي أحد الموضوعات البالغة الأهمية في حقل الإدارة المالية والمحاسبية والاقتصادية ومن خلاله يمكن لإدارة المؤسسة الاقتصادية أن تقيّم عموم قراراتها المالية سواءً تلك القرارات المتعلقة بالاستثمار أي المرتبطة بصياغة حجم الموجودات (الأصول) التي تعمل بها المؤسسة وكذلك مكوناتها وقيمتها، أو القرارات المتعلقة بالتمويل، أي تلك القرارات التي تتناول صياغة مكونات المطلوبات (الخصوم) وأنواعها، أضف إلى ذلك إلى أن التحليل المالي هو وسيلة في غاية الأهمية في تقييم موقف المؤسسة، ويساعد في تشخيص نقاط القوة والضعف في بيئة المؤسسة الداخلية وتحديد الفرص والتهديدات في بيئة المؤسسة الخارجية، فالتحليل المالي يعتبر من أنسب الوسائل أو الأدوات لتحقيق هذه الغايات، وعليه سنتطرق من خلال هذا الفصل إلى المباحث التالية :

المبحث الأول : مدخل إلى التحليل المالي وآليات معالجة رأس المال في المؤسسة.

المبحث الثاني : عناصر التحليل المالي الساكن لهيكل رأس المال.

المبحث الثالث : عناصر التحليل المالي الديناميكي لهيكل رأس المال.

المبحث الأول : مدخل إلى التحليل المالي وآليات معالجة رأس المال في المؤسسة

يعتبر التحليل المالي وسيلة تساعد في تقييم الأداء للمؤسسات، كما يساعد في التخطيط المستقبلي لكافة النشاطات، حتى أنه يعمل على إخضاع ظروف عدم التأكد للرقابة والسيطرة.

المطلب الأول : مفهوم التحليل المالي وأهميتهالفرع الأول : مفهوم التحليل المالي

" التحليل المالي هو تشغيل البيانات التاريخية بالقوائم المالية للتعرف على المركز المالي للمؤسسة بما يساعد على وضع أنسب الخطط المالية التي تحقق مصالح الملاك والادارة والعاملين والمجتمع. " ¹

" هو عملية التحكيم التي تهدف إلى تقييم الوضع المالي ونتائج الأعمال المشتركة لمؤسسة ما عن الفترة الحالية والماضية، بهدف أولي تحديد أفضل التقديرات والتنبؤات الممكنة عن الظروف الإدارية المستقبلية. " ²

" يعرف جميل توفيق 1983 التحليل المالي بأنه عملية بحث واستسقاء وتفسير واستنتاج تبني على تجميع وتصنيف البيانات والأرقام التي تعكسها الحسابات والقوائم المالية في الوحدة الاقتصادية ثم مقارنتها وقياسها بقصد اكتشاف العلاقة التي تربط فيما بينها، بحيث يمكننا دراسة الاوضاع المالية للوحدة الاقتصادية. " ³

¹ خبراء الشركة العربية المتحدة للتدريب والاستشارات الادارية، الأساليب الحديثة للتحليل المالي وإعداد الموازنات لأغراض التخطيط والرقابة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2013 : ص11.

² بلعيد يمينة، فودي الخالدية، دور التحليل المالي في تقييم الأداء في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، المركز الجامعي الونشريسي، تيسمسيلت، 2017/2016 : ص5.

³ محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر، الرياض، 2009 : ص20.

مما سبق يتضح أن التحليل المالي هو عملية حصر وتبويب ودراسة للبيانات المتاحة في الحسابات والقوائم المالية للوحدة الاقتصادية، قصد استخلاص المعطيات التي تعكس الوضعية المالية لها، بما يساعد على رسم الخطط والتنبؤات المستقبلية وتحقيق مصالح كافة الأطراف ذات المصلحة.

الفرع الثاني : أهمية التحليل المالي

يساعد التحليل المالي في الوصول إلى تشخيص دقيق لنقاط القوة والإحاطة بجوانب الضعف كما تفرضه بيئة المؤسسة الداخلية، وأيضاً تحديد الفرص وبيان التهديدات والتي تجسد بيئة المؤسسة الخارجية، كما تظهر أهمية التحليل المالي كأداة لاستكشاف واستخلاص مجموعة من المؤشرات الكمية والنوعية حول نشاط المشروع، تساهم في تحديد أهمية وخواص الأنشطة التشغيلية والمالية للمشروع، ذلك من خلال معلومات تستخرج من القوائم المالية ومصادر أخرى.¹

إضافة إلى ذلك تكمن أهمية التحليل المالي فيما يلي :²

- تحديد مدى كفاءة الإدارة في جمع الأموال من ناحية، وتشغيلها من ناحية أخرى.
- الحصول على مؤشرات تبين فعالية سياسات المؤسسة وقدرتها على النمو.
- التحقق من مدى كفاءة النشاط الذي تقوم به المؤسسة.
- المساعدة في عملية التخطيط المالي للمؤسسة.
- مؤشر على مدى نجاح أو فشل إدارة المؤسسة في تحقيق الأهداف المرجوة.
- مؤشر للمركز المالي الحقيقي للمؤسسة.
- إعداد أراضية مناسبة لاتخاذ القرارات الملائمة.

¹ بوطغان حنان، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2007 : ص9.

² فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، رام الله، فلسطين، 2008 : ص3.

المطلب الثاني : مصادر وخطوات التحليل المالي

الفرع الأول : مصادر البيانات اللازمة للتحليل المالي

لا يكفي المحلل المالي بدراسة قائمة المركز المالي والحسابات الختامية بل لابد من بيانات إضافية تساعده في إجراء عمليات التحليل وبشكل عام نستطيع القول أن المحلل المالي يحصل على البيانات من مصدرين هما :¹

أولاً : المصادر الداخلية للبيانات

وتشمل البيانات التالية :

1. قائمة المركز المالي.
2. قائمة الدخل.
3. قائمة التدفقات النقدية.

وتعتبر كل هذه القوائم المالية بيانات محاسبية ختامية، إضافة إلى هذه القوائم يمكن إضافة البيانات التالية :

- تقرير مدقق الحسابات.
- التقرير الختامي لأعضاء مجلس الإدارة.
- التقارير المالية الداخلية التي تعد لأغراض إدارية.
- بيانات تفصيلية عن عناصر القوائم المالية.

ثانياً : المصادر الخارجية للبيانات

وتعتبر البيانات الخارجية بيانات إضافية تساعد المحلل المالي، ليس في التحليل مباشرة بل في عملية التقييم والتفسير لنتائج التحليل، ومن بين البيانات الخارجية التي تساعد المحلل المالي هي :

- بيانات عن حالة المؤسسة وسمعتها في الأوساط التجارية.

¹ منير شاكر، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2005 : ص20.

- البيانات الصادرة عن أسواق المال ومكاتب السمسرة.
- الصحف والمجلات والنشرات الاقتصادية التي تصدر عن الهيئات والمؤسسات الحكومية ومراكز البحث العلمي.
- المكاتب الاستشارية.

الفرع الثاني : خطوات التحليل المالي

يعتمد التحليل المالي على مجموعة من الخطوات، وفيما يلي الخطوات اللازمة لعملية التحليل :¹

1. تحديد الهدف الذي يسعى إليه المحلل : وهو ضرورة هامة لبدء عملية التحليل بالشكل الصحيح، حيث يتم تحديد المشكلة المراد معرفتها من قبل المحلل لتركيز جهده على العمل الذي يخدم هذا الهدف مباشرة.
2. تحديد الفترة التي سيشملها تحليل القوائم المالية : إن القوائم المالية لسنة واحدة قد لا تعبر عن الاتجاه العام لأداء المؤسسة، لذا من المناسب استعمال قوائم مالية لفترات عديدة لتحقيق المزيد من الدقة في عملية التحليل ومعرفة الاتجاه الفعلي الذي يتخذه أداء المؤسسة محل التحليل.
3. تحديد المعلومات التي يحتاجها المحلل للوصول إلى غايته : فرغبة العميل بالوفاء تعتمد على أديباته، والمعلومات عن هذا العنصر خارج حدود الميزانيات، أما المعلومات المتعلقة بقدرته على الوفاء فيمكن الحصول عليها من خلال احتساب سيولته.
4. اختيار أسلوب وأداة التحليل الأنسب قدرة للتعامل مع المشكلة موضوع البحث : وذلك عن طريق استعمال الأدوات التحليلية والنسب المالية المعبرة عن المشكلة موضوع البحث.
5. استعمال المعلومات والمقاييس التي تجمعت لدى المحلل لاتخاذ القرار أو الإجراء المطلوب : تعتبر خطوة صعبة وبالغة الأهمية وتحتاج إلى قدر كبير من العمل والمهارة والجهد لتقييم ما تم التوصل إليه ومعرفة الحقائق، وذلك عن طريق التعريف الصحيح للمشكلة وتحديد التساؤلات الواجب الإجابة عنها والمهارة في اختيار الأدوات التحليلية المناسبة بما يحقق تفسير معقول لنتيجة التحليل.
6. اختيار المعيار المناسب لقياس النتائج عليه، ولا مانع من استعمال أكثر من معيار إذا استدعى الأمر ذلك.

¹ مفلح محمد عقل، الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009 : ص 240-241.

7. تحديد الانحراف عن المعيار المقاس عليه للوقوف على أهمية الانحراف بالأرقام المطلقة والنسبية.
8. تحليل أسباب الانحراف وتحديدتها.
9. وضع التوصية المناسبة بشأن نتائج التحليل.

المطلب الثالث : معالجة مكونات رأس المال في التحليل المالي

الفرع الأول : معالجة حقوق الملكية

من أهم العناصر المعالجة لحقوق الملكية نذكر :¹

1. إن اعتماد المؤسسة على أموالها الذاتية يعطيها حرية الحركة وشبه استقلالية كلية، مما قد يؤثر على الربحية وذلك عن طريق تخفيض الفوائد الواجب دفعها على الديون الخارجية.
2. تدعم الأرباح المحتجزة المقدرة الافتراضية للوحدة عن طريق زيادة حقوق الملكية.
3. قد يؤدي الاعتماد على الأموال الذاتية فقط إلى إبطاء التوسع مما يؤدي إلى عدم الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة.
4. قد لا تهتم الإدارة بدراسة مجالات استخدام الأموال الذاتية في نشاط المؤسسة كاهتمامها لمصادر التمويل الخارجية مما يؤدي إلى إضعاف العائد المتحصل.

الفرع الثاني : معالجة الديون

من بين العناصر المعالجة للديون نجد :²

1. تعتبر الفوائد المدفوعة على القروض غير خاضعة للضريبة مما يخفض المبلغ الخاضع للضريبة وبالنتيجة يخفض مبلغ الضريبة.
2. يترتب على المديونية فوائد وأعباء مالية حيث يسدد أصل القرض من الأموال بعد الضرائب أما الفوائد فهي تخصم من الوعاء الضريبي.

¹ منير شاكر محمد، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، مرجع سبق ذكره، ص 290-291.

² عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009 : ص 60-80.

3. تعتبر حقوق الملكية بمثابة ضمان وحماية للدائنين، فكلما تناقصت حقوق الملكية بالمقارنة مع المديونية تزيد المخاطر التي يتعرض لها الدائنون.
4. لا بد أن تؤدي الأعباء المالية في آجال استحقاقها فعدم القدرة على السداد يؤدي إلى مخاطر عدم الدفع للفوائد وأصل الدين مما قد ينتج عنه إفلاس المؤسسة وتصفيتها.

المبحث الثاني : عناصر التحليل المالي الساكن لهيكل رأس المال

يعتمد التحليل التقليدي على مبدئي السيولة والاستحقاق ويرتكز على المفهوم الذمي للمؤسسة، حيث يعتبر المؤسسة كائن قانوني له حقوق وعليه التزامات لذلك سمي بالتحليل المالي الذمي، حيث يساهم هذا المنظور في التعرف على امكانيات المؤسسة، حيث يستخدم هذا التحليل مجموعة من المؤشرات لقياس قدرة المؤسسة على تمويل الاحتياجات المالية بموارد من نفس الفئة تبعا لمبدأ السيولة والاستحقاق.

المطلب الأول : الميزانية المالية ومؤشرات التوازن المالي

يدعى كذلك بالتحليل سيولة - استحقاق، وهو طريقة تحليل تقليدية تركز على مخطر العسر المالي ومخطر الإفلاس، حيث يعتمد هذا التحليل على مفهوم الذمة المالية للمؤسسة، حيث تعتبر حسب هذا المنظور وحدة قانونية اقتصادية ذات ذمة مالية، ويتم تحديد هذه الذمة من خلال جرد عناصر الأصول والخصوم.

1. مفهوم الميزانية المالية :¹

تعرف الميزانية المالية كوثيقة تصور الذمة المالية للمؤسسة بعد إجراء التعديلات اللازمة على مختلف العناصر المشكلة للميزانية المحاسبية، وذلك حسب مبدأ السيولة والاستحقاق، ويتم الترتيب بناءً على المبادئ التالية :

- إعادة ترتيب الأصول والخصوم حسب السيولة والاستحقاق المتزايدة من الأعلى إلى الأسفل.
- إعادة التقييم حسب حقيقة الموجودات.
- الاعتماد على مبدأ السنوية لتسهيل عملية الترتيب (أعلى الميزانية - أسفل الميزانية).

¹ خميسي شيخة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومو للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2010 : ص56.

2. شكل الميزانية المالية :

الشكل 2-1 : الميزانية المالية المختصرة

الأصول المالية	الخصوم المالية
الأصول الثابتة	الأموال الدائمة
-الاستثمارات (المعنوية، المادية، المالية)	-الأموال الخاصة
-عناصر الأصول الثابتة لأكثر من سنة	-ديون طويلة ومتوسطة الأجل
الأصول المتداولة	-استحقاقات مؤجلة لأكثر من سنة
-قيم الاستغلال (المخزونات)	الديون قصيرة الأجل
-القيم المحققة (حقوق المؤسسة لدى الغير)	-المورد وملحقاته
-القيم الجاهزة (صندوق، بنك، حساب بريدي)	-الاعتمادات البنكية الجارية

المصدر : خميسي شيخة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر،

2010 : ص 62.

3. المؤشرات المالية الأساسية :¹

أولاً : رأس المال العامل سيولة : تقتضي هذه القاعدة ضرورة تمويل الاستخدامات الأكثر من سنة بموارد مستقرة لأكثر من سنة وتمويل الاستخدامات الأقل من سنة بموارد مدتها تقل عن السنة، وتبعاً لقاعدة التوازن المالي من الضروري توفير هامش إضافي لمواجهة المخاطر الطارئة والذي يتم تقديره حسب قدرات المؤسسة وطبيعتها وتطورها، إذ يتمثل هذا الهامش في رأس المال العامل سيولة FR.

ثانياً : قاعدة التوازن المالي : حسب هذه القاعدة فإنه يتوجب إبقاء الموارد المستخدمة في تمويل الأصول لمدة لا تقل عن مدة بقاء الاستثمارات، وذلك لتفادي الاضطرابات التي قد تحدث في عناصر الميزانية لأقل من سنة، ولتحقيق هذا الهدف يجب أن يكون رأس المال العامل موجب $FR > 0$ ، وذلك وفق منظورين هما :

1. منظور أعلى الميزانية : يعبر رأس المال العامل عن علاقة الفرق بين الأموال الدائمة والأصول

الثابتة، حيث نميز بين ثلاث حالات :

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الإدارة المالية، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2011 : ص 88-90.

- رأس المال العامل موجب : أي وجود فائض في الأموال الدائمة بعد تمويل كل الأصول الثابتة، والمتمثل في رأس المال العامل.
 - رأس المال العامل معدوم : هي حالة نادرة الحدوث حيث تمثل حالة التوافق التام في هيكل الموارد والاستخدامات، وتمثل الوضع الأمثل لتسيير عملية تمويل الاحتياجات المالية في المؤسسة.
 - رأس المال العامل سالب : أي أن الأموال الدائمة مولت جزء فقط من الاحتياجات المالية الثابتة، مما يستدعي البحث عن موارد مالية أخرى لتغطية العجز في التمويل.
2. منظور أسفل الميزانية : يعبر رأس المال العامل عن علاقة الفرق بين الأصول المتداولة والقروض قصيرة الأجل حيث نميز بين ثلاث حالات :
- رأس المال العامل موجب : يمكن مواجهة القروض قصيرة الأجل باستخدام الأصول المتداولة ويبقى فائض مالي يمثل هامش أمان، وهو رأس المال العامل.
 - رأس المال العامل معدوم : يمكن تغطية القروض قصيرة الأجل باستخدام الأصول المتداولة دون تحقيق فائض ولا عجز، وهي حالة مثلى نادرة.
 - رأس المال العامل سالب : لا يمكن تغطية الاستخدامات قصيرة الأجل باستخدام الأصول المتداولة أي تحقيق عجز.

المطلب الثاني : الميزانية الوظيفية ومؤشرات التوازن المالي

1- مفهوم الميزانية الوظيفية :

يطلق عليها التحليل المالي الوظيفي وهي الميزانية التي يتم من خلالها تجزئة النشاط الأساسي للمؤسسة إلى وظائف أساسية (الاستغلال، الاستثمار، التمويل)، حيث تجزأ الميزانية الوظيفية إلى أربع مستويات والمتمثلة في الموارد الدائمة والاستخدامات المستقرة، الاستخدامات والموارد للاستغلال، الاستخدامات والموارد خارج الاستغلال، إضافة إلى الخزينة.

يتم الانتقال من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية الوظيفية من خلال الخطوات التالية :

- ترتيب الحسابات على الأساس الوظيفي.
- التفريق بين دورة الاستغلال ودورة خارج الاستغلال.
- ترحيل الاهتلاكات إلى جانب الخصوم (دورة التمويل).
- أخذ الأصول بالقيم الاجمالية.

2- شكل الميزانية الوظيفية :

الشكل 2-2 : الميزانية الوظيفية المختصرة

الموارد	الاستخدامات
Rd الموارد الدائمة -الأموال الجماعية -الديون طويلة ومتوسطة الأجل -مجموع الاهتلاكات والمؤونات	Es الاستخدامات المستقرة (بقيم اجمالية) -الاستثمارات (المادية، المعنوية، المالية) -الأصول ذات الطبيعة المستقرة
Rex موارد الاستغلال -مستحقات المورد وملحقاته	Eex استخدامات الاستغلال (بقيم اجمالية) -المخزونات الاجمالية -حقوق العملاء وملحقاتها
Rhex موارد خارج الاستغلال -موارد أخرى	Ehex استخدامات خارج الاستغلال (بقيم اجمالية) -حقوق أخرى
Rt موارد الخزينة -الاعتمادات البنكية الجارية	Et استخدامات الخزينة -المتاحات
R مجموع الموارد (بقيمة اجمالية)	E مجموع الاستخدامات (بقيمة اجمالية)

المصدر : إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الادارة المالية، الجزء الأول، الطبعة

الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2011 : ص101.

3- المؤشرات المالية الوظيفية :

تتمثل المؤشرات المالية الوظيفية فيما يلي :¹

• رأس المال العامل الصافي الاجمالي FRNG :

يعرف على أنه ذلك الجزء من الموارد المالية الدائمة المخصص لتمويل الأصول المتداولة (استخدامات الاستغلال)، ويعرف كذلك على أنه ذلك الفائض المالي الناتج عن تمويل الاحتياجات المالية الدائمة (الاستخدامات المستقرة) باستخدام الموارد المالية الدائمة (الموارد الدائمة)، حيث يعتبر رأس المال العامل الوظيفي مؤشرا هاما للتوازن المالي طويل المدى وذلك حسب الحالات الآتية :

1. $FRNG > 0$: أي أن المؤسسة متوازنة ماليا على المدى الطويل ومولت كل استخداماتها

المستقرة بالموارد الدائمة وحقت فائضا ماليا.

2. $FRNG = 0$: أي أن المؤسسة في حالة التوازن الأمثل على المدى الطويل أي مولت كل

استخداماتها المستقرة بالموارد الدائمة فقط دون تحقيق فائض.

3. $FRNG < 0$: أي أن المؤسسة عجزت عن تمويل استخداماتها المستقرة بالموارد الدائمة فقط

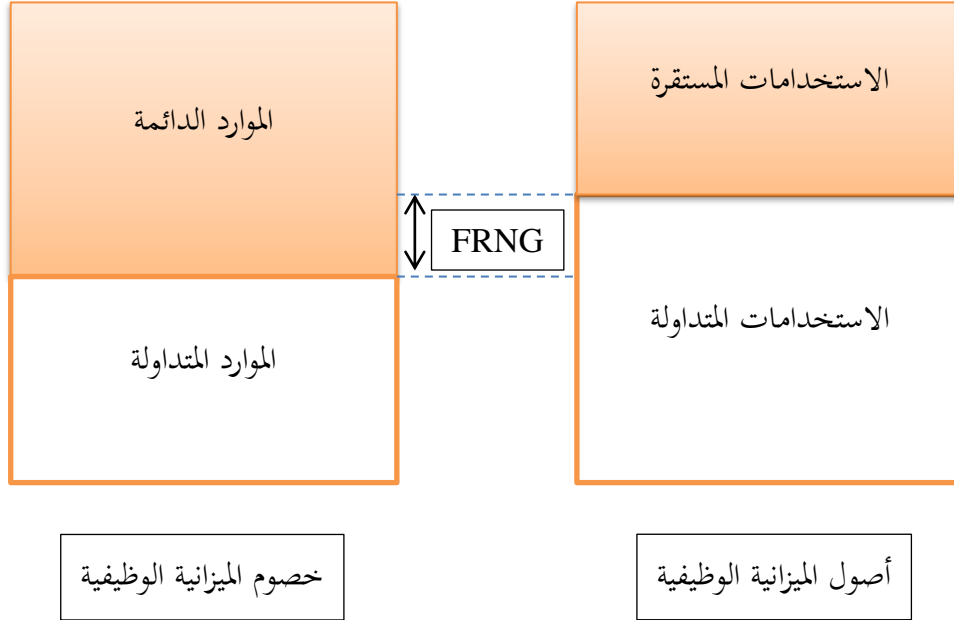
وحقت بذلك عجزا في التمويل.

رأس المال العامل الصافي الاجمالي = الموارد الدائمة - الاستخدامات المستقرة

$$FRNG = Rd - Es$$

¹ Chental Buissart, Mohamed Benkaci, **Analyse financière**, Berti editions, Delly Ibrahim, 2011 : page 84-86.

الشكل 2-3 : رأس المال العامل الصافي الاجمالي



المصدر : Chental Buissart, Mohamed Benkaci, Analyse financière, Berti :
 editions, Delly Ibrahim, 2011 : page 84.

● الاحتياج في رأس المال العامل BFR :

يتولد الاحتياج المالي للاستغلال عندما لا تستطيع المؤسسة مواجهة ديونها المترتبة عن النشاط بواسطة حقوقها لدى المتعاملين ومخزوناتهما، بالتالي يتوجب البحث عن مصادر أخرى لتمويل هذا العجز وهذا ما يصطلح عليه بالاحتياج في رأس المال العامل، ويمكن تقسيمه تبعا لعلاقة عناصره المباشرة بالنشاط أو عدمها إلى :

1. الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFRex :

ينطبق عليه التعريف السابق ويتم حسابه انطلاقا من الميزانية الوظيفية بإجراء الفرق بين استخدامات وموارد الاستغلال.

$$\text{BFRex} = \text{Eex} - \text{Rex}$$

2. الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال BFRhex :

يعبر عن الاحتياجات المالية الناتجة عن الأنشطة غير الرئيسية وذات الطابع الاستثنائي ويحسب عن طريق الفرق بين الاستخدامات خارج الاستغلال والموارد خارج الاستغلال.

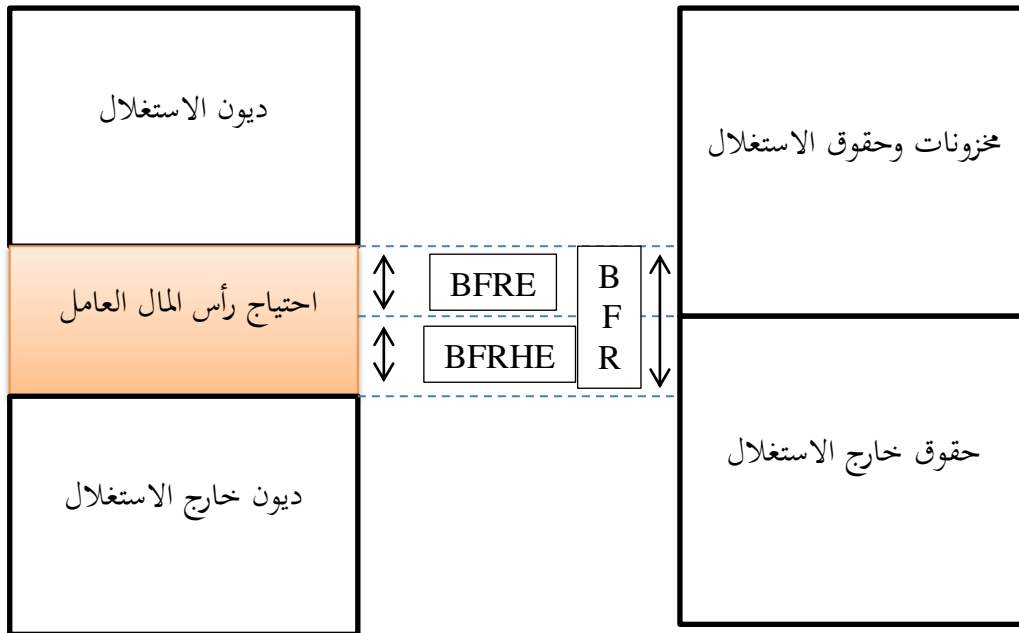
$$BFRhex = Ehex - Rhex$$

3. الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي BFRg :

وهو عبارة عن مجموع الرصيدين السابقين ويعبر عن إجمالي الاحتياجات المالية من الأنشطة الرئيسية وغيرها، ويحسب بالعلاقة التالية :

$$BFRg = BFRex + BFRhex$$

الشكل 2-4 : مكونات احتياج رأس المال العامل الإجمالي



المصدر : Chental Buissart, Mohamed Benkaci, Analyse financière, Berti editions,

Delly Ibrahim, 2011 : page 86.

• الخزينة الصافية الاجمالية TNg :

تُحسب الخزينة الصافية الاجمالية انطلاقاً من الميزانية الوظيفية بإجراء الفرق بين استخدامات الخزينة ومواردها، وانطلاقاً من المعادلة الأساسية للخزينة عن طريق الفرق بين رأس المال العامل الصافي الاجمالي والاحتياج في رأس المال العامل الاجمالي.

$$TNg = Et - Rt$$

و

$$TNg = FRNG - BFRg$$

المطلب الثالث : التحليل باستخدام النسب المالية

1- مفهوم النسب المالية :

هي علاقة بين رقمين وناتج هذه المقارنة لا قيمة له إلا إذا قورن بنسبة أخرى متفق عليها حيث تسمى هذه النسب بالنسب المرجعية أو نسب الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة إذ أنها تقدم بيانات وعلاقات ذات مغزى أو ارتباط بأهدافها التي تسعى إدارتها لتحقيقه.¹ وتقسم النسب المالية إلى :

- نسبة السيولة والقدرة على مواجهة الالتزامات أو ما يسمى أحياناً بنسبة الملاءة.
- نسبة النشاط أو ما يسمى بنسبة التشغيل.
- نسب الربحية.
- نسب رأس المال أو نسب المديونية.
- نسبة السوق أو نسب الاستثمار.

¹ عبد الناصر إبراهيم نور، وليد زكريا صيام، حسام الدين مصطفى الخداهش، أصول المحاسبة المالية، الجزء الثاني، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2010 : ص338.

2- أنواع النسب المالية :

2-1- نسبة السيولة :

تهتم المؤسسة بالسيولة بهدف أداء التزاماتها قصيرة الأجل عند حلول مواعيد استحقاقها، لأن التوقف عن أداء هذه الالتزامات يعني عسر المؤسسة مالياً ويؤدي إلى الإضرار بمصلحة المساهمين وتستخدم نسب السيولة لقياس مقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في مواعيد استحقاقها، وأهم نسب السيولة ما يلي :¹

نسبة التداول (العامة) = الأموال المتداولة / الالتزامات قصيرة الأجل

نسبة السيولة السريعة (الخاصة) = الأصول المتداولة ما عدا المخزونات / الالتزامات قصيرة الأجل

نسبة السيولة الجاهزة (الخزينة) = القيم الجاهزة / ديون قصيرة الأجل

صافي رأس المال العامل = الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة

2-2- نسب النشاط :

تقيس نسب النشاط مدى قدرة المؤسسة على توليد مبيعات من خلال أصولها وتسمى كذلك بمعدلات الدوران وتقاس بعدد المرات، وتعتبر قياس سرعة تحرك الأصول وتحويلها إلى مبيعات ثم نقدية، كما تعتبر معياراً للحكم على كفاءة سياسة البيع في المؤسسة وإدارتها بشكل عام وأهم نسب النشاط :²

• المخزون السلعي :

معدل الدوران = تكاليف البضاعة المباعة / متوسط المخزون

مدة الدوران = (متوسط المخزون / تكلفة شراء المخزونات المباعة) * 360

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2008 : ص140-142.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي، الطبعة العربية، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008 : ص93-97.

حيث :

$$\frac{\text{مخ} 1 + \text{مخ} 2}{2} = \text{متوسط المخزون}$$

• الذمم المدينة :

معدل الدوران = صافي المبيعات / رصيد العملاء وأوراق القبض

مدة الدوران = (رصيد العملاء وأوراق القبض / صافي المبيعات) * 360

• الذمم الدائنة :

معدل الدوران = صافي المشتريات / رصيد الذمم الدائنة وأوراق الدفع

مدة الدوران = (رصيد الذمم الدائنة وأوراق الدفع / صافي المشتريات) * 360

• معدل دوران الأصول

معدل دوران الأصول = صافي المبيعات / إجمالي الأصول

2-3- نسب الربحية :

يهتم أصحاب المؤسسة بالتعرف على العائد المتوقع على أموالهم المستثمرة في المؤسسة لذلك يجب على المحلل قياس العائد ومقارنته بمعدل العائد الذي يتوقعه المستثمر والربحية هدف أساسي لغالبية المؤسسات، مما يستوجب على المدير المالي الاجتهاد في استثمار الأموال بما يحقق أكبر عائد وبأقل المخاطر ويمكن قياس الربحية من خلال مجموعة النسب التالية :¹

نسبة صافي الربح إلى مجموع الأصول = صافي الربح قبل الفوائد / حق الملكية

¹نضار محمود الرمحي، المحاسبة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2013 : ص 387-390.

نسبة صافي الربح إلى رأس المال المستثمر = صافي الربح قبل الفوائد / (حقوق الملكية + الخصوم طويلة الأجل)

نسبة صافي الربح إلى حق الملكية = صافي الربح / حق الملكية

2-4- نسبة رأس المال (نسب المديونية) :

تقيس هذه النسبة مدى مساهمة كل من أصحاب المؤسسة والدائنين في تمويل موجودات المؤسسة، حيث يفضل أصحاب المؤسسة اللجوء إلى الدائنين في تمويل الأصول إلا أن ذلك يترتب عليه أعباء مالية والتي لا بد من سدادها في مواعيد استحقاقها قبل دفع أي أرباح موزعة للملاك، والعجز عن دفع هذه الأعباء يلحق الضرر بالسمعة الائتمانية للمؤسسة، لدى تحرص إدارة هذه الأخيرة والملاك إلى معرفة درجة التمويل بالديون والمخاطر المترتبة على ذلك، وتشمل هذه المجموعة من النسب كل من :¹

نسبة الديون من هيكل رأس المال = الالتزامات طويلة الأجل / مجموع هيكل رأس المال

نسبة الأموال الخاصة إلى الديون = الأموال الخاصة / الأموال الدائمة

نسبة التمويل الدائم = الأموال الدائمة / الأصول الثابتة

نسبة التمويل الذاتي = الأموال الخاصة / الأصول الثابتة

نسبة الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الخصوم

نسبة المديونية = ديون طويلة الأجل / الأموال الخاصة

نسبة القدرة على السداد = ديون طويلة الأجل / قدرة التمويل الذاتي

¹عليان الشريف وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2006 : ص211-215.

2-5- نسبة الاستثمار والسوق المالي :

وهي النسب التي تقيس خصائص الأسهم العادية، ويهتم عادة بهذه النسب المدير المالي إذ أنه يبحث عن تنمية ثروة أصحاب المؤسسة لا سيما منهم حملة الأسهم العادية وذلك من خلال زيادة القيمة السوقية للأسهم قدر الإمكان، وتضم مجموعة من النسب أهمها :¹

القيمة الدفترية للسهم العادي = حقوق المساهمين العاديين / عدد الأسهم العادية المصدرة

نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة = (صافي الربح بعد الضريبة- توزيعات الأسهم الممتازة) / عدد الأسهم العادية المصدرة

نصيب السهم من الأرباح الموزعة = الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية / عدد الأسهم العادية في نهاية العام

ربيع السهم = (نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة / السعر السوقي للسهم)*100

نسبة سعر السهم السوقي إلى الربحية = السعر السوقي للسهم / الربح لكل سهم

العائد لفترة الاقتناء = [(سعر بيع السهم - سعر شراء السهم) + الربح المحصل خلال فترة الاقتناء / سعر شراء السهم]*100

¹عبد الناصر إبراهيم نور، وليد زكريا صيام، حسام الدين مصطفى الخداش، مرجع سبق ذكره، ص341-344.

المبحث الثالث : عناصر التحليل المالي الديناميكي لهيكل رأس المال

اعتمد التحليل التقليدي بشكل مطلق على الميزانية التي تصور الوضعية المالية للمؤسسة في لحظة معينة وهو ما يصطلح عليه بالتحليل الساكن، إلا أنه لم يعطي صورة واضحة عن مختلف الحركات المالية خلال دورة معينة، وهنا برزت ضرورة البحث عن تحليل يوفر رؤية متحركة عن الوضعية المالية للمؤسسة.

المطلب الأول : جدول التمويل

تعريف : يتم إعداد قائمة التغيير في المركز المالي من خلال الاعتماد على ميزانيتين متتاليتين وذلك بحصر عناصر مصادر الأموال واستخدامات الأموال استنادا إلى التغيير في الهيكل المالي بما فيه هيكل رأس المال والتغيير في هيكل الأموال.¹ حيث أن :

1. مصادر الأموال وتشمل :

- الزيادة في كل من الالتزامات وحقوق الملكية.
- النقص في قيمة الأصول.

2. استخدامات الأموال وتشمل :

- النقص في الالتزامات وحقوق الملكية.
- الزيادة في الأصول.

¹عليان الشريف وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 175-176.

الشكل 2-5 : جدول التمويل

الاستخدامات	الموارد
توزيعات الأرباح (ن-1) خلال السنة (ن)	طاقة التمويل الذاتي
زيادة الاستثمارات	التنازل عن الاستثمارات
تخفيض رأس المال	تحصيل القروض
تسديد الديون	الزيادة في الأموال الخاصة الأخرى (إعانات)
منح القروض	الزيادة في رأس المال
	ارتفاع الديون المالية الطويلة
التغير في رأس المال العامل (+)	التغير في رأس المال العامل (-)
المخزونات	التغير في المخزونات
القيم القابلة للتحقيق	التغير في القيم القابلة للتحقيق
نقص الديون القصيرة الأجل (عدا التسبيقات المصرفية)	زيادة الديون قصيرة الأجل (عدا التسبيقات المصرفية)
التغير في احتياج رأس المال العامل (-)	التغير في احتياج رأس المال العامل (+)
زيادة المتاحات	نقص المتاحات
نقص التسبيقات المصرفية	زيادة التسبيقات المصرفية
التغير في الخزينة الصافية	التغير في الخزينة الصافية

المصدر : إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الإدارة المالية، الجزء الأول، الطبعة الثانية،

دار وائل للنشر، عمان، 2011 : ص 128-129.

المطلب الثاني : جدول حسابات النتائج وقدرة التمويل الذاتي

الفرع الأول : جدول حسابات النتائج

يقدم حسابات النتائج تحليل الأعباء حسب طبيعتها، الذي يسمح بتحديد مجاميع التسيير الرئيسية والمتمثلة في الهامش الاجمالي، القيمة المضافة، الفائض الاجمالي للاستغلال، وغيرها من النتائج الوسيطة.¹

الشكل 2-6 : حسابات النتائج حسب الطبيعة

ملاحظات	أرصدة الدورة السابقة	المبلغ الدائن	المبلغ المدين	البيان
				+رقم الأعمال +الانتاج المخزن +الانتاج المثبت +إعانات الاستغلال
				1-انتاج السنة المالية
				-المشتريات المستهلكة -الخدمات الخارجية -الخدمات الخارجية الأخرى
				2-استهلاك السنة المالية
				3-القيمة المضافة للاستغلال (1-2)
				-أعباء المستخدمين -الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة
				4-الفائض الاجمالي للاستغلال
				+المنتجات العملية الأخرى -الأعباء العملية الأخرى -مخصصات الاهتلاكات والمؤونات وخسائر القيمة

¹ شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2012 : ص155-156.

				+ استرجاعات عن خسائر القيمة والمؤونات
				5- النتيجة العملياتية
				+ المنتوجات المالية - الأعباء المالية
				6- النتيجة المالية
				7- النتيجة العادية قبل الضرائب (5+6)
				- الضريبة الواجب دفعها عن النتائج العادية - الضرائب المؤجلة عن النتيجة العادية إجمالي إيرادات النشاطات العادية إجمالي أعباء النشاطات العادية
				8- النتيجة الصافية للأنشطة العادية
				+ العناصر الغير عادية (منتجات) - العناصر الغير عادية (أعباء)
				9- النتيجة الغير عادية
				10- النتيجة الصافية للسنة المالية (8+9)

المصدر : شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان،

2012 : ص 157.

الفرع الثاني : قدرة التمويل الذاتي

القدرة على التمويل الذاتي يعني جميع الموارد الخام المتبقية للمؤسسة في نهاية الدورة وهو يمكن المؤسسة من تطوير نفسها على افتراض أنها تستخدمه كله لتلبية احتياجاتها الاستثمارية ولكن يمكن أيضا أن يستخدم لتحقيق وفورات، وسداد القروض أو مكافئة المساهمين في شكل أرباح موزعة، حيث تستخدم القدرة على التمويل الذاتي في حساب نسب مالية معينة، وهو يساعد على معرفة قدرة المؤسسة على سداد ديونها أو نصيب المؤسسة من القيمة المضافة.¹

¹ الخميسي شيخة، مرجع سبق ذكره، ص 66.

يتم حساب القدرة على التمويل الذاتي انطلاقاً من جدول حسابات النتائج بطريقتين :

أولاً : الطريقة التنازلية

تحتسب انطلاقاً من العناصر المحصلة والمسددة وتسمى بطريقة الطرح أو الطريقة التنازلية، حيث يتم من خلالها حساب القدرة على التمويل الذاتي من خلال ما يلي :

CAF = الفائض أو العجز الاجمالي للاستغلال + إيرادات قابلة للتحويل - مصاريف قابلة للتحويل

الفائض أو العجز المالي للاستغلال
+ نواتج أخرى للاستغلال (a)
- مصاريف أخرى للاستغلال (b)
± قسط النتيجة عن العمليات التي تتم بصورة مشتركة (ح/655 و ح/755)
+ نواتج مالية (c)
- مصاريف مالية (d)
+ نواتج استثنائية
- مصاريف استثنائية
- الضريبة على الأرباح
= القدرة على التمويل الذاتي

a. = ماعدا ح/754 القسط المحول من إعانات الاستثمار إلى نتيجة الدورة و ح/752 فوائض القيمة الناتجة عن خروج التثبيتات الغير مالية.

b. = ماعدا ح/652 نواقص القيمة الناتجة عن خروج التثبيتات الغير مالية.

c. = ماعدا ح/786 الاسترجاعات المالية عن خسائر القيمة والمؤونات و ح/767 الأرباح الصافية عن التنازل عن التثبيتات المالية.

d. = ماعدا ح/686 مخصصات الاهتلاك وخسائر القيمة (العناصر المالية) و ح/667 نواقص القيمة الناتجة عن التنازل عن التثبيتات المالية.

ثانيا : الطريقة التصاعديّة

تُحسب انطلاقاً من نتيجة الدورة والعناصر المحسوبة وتسمى بطريقة الجمع أو الطريقة التصاعديّة حيث يتم من خلالها حساب القدرة على التمويل الذاتي كما يلي :

CAF = نتيجة الدورة الصافية قبل التوزيع + مصاريف محسوبة (غير قابلة للتسديد) - إيرادات محسوبة (غير قابلة للتحصيل)

نتيجة الدورة الصافية قبل التوزيع
+ مخصصات الاهتلاكات، خسائر القيمة والمؤونات ح/68
- استرجاعات الاهتلاكات، خسائر القيمة والمؤونات ح/78
+ نواقص القيمة الناتجة عن التنازل عن الثببتات ح/652 و ح/667
- فائض القيمة الناتج عن التنازل عن الثببتات ح/752 و ح/767
- القسط المحول من إعانات الاستثمار إلى نتيجة الدورة ح/754
= القدرة على التمويل الذاتي

المطلب الثالث : المردودية وأثر الرافعة المالية

الفرع الأول : المردودية الاقتصادية

تُهمّ المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي وتستبعد الأنشطة الثانوية وتلك ذات الطابع الاستثنائي، حيث تُحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية، وتقاس بمعدل المردودية الاقتصادية المحددة بالعلاقة التالية :¹

المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصول الاقتصادية

حيث تقيس العلاقة مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال.

¹ مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، الطبعة الثالثة، دار المسيرة للنشر والطباعة والتوزيع، عمان، 2011 : ص281.

الفرع الثاني : المردودية المالية

تهتم بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والتدفقات المالية، حيث تؤخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية ويمكن حسابها بالعلاقة التالية :¹

$$\text{المردودية المالية} = \text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}$$

حيث تحدد العلاقة مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع مستوى الأموال الخاصة، ويمكن تعريف المردودية المالية على أنها معدل المردودية الاقتصادية بعد الضريبة عند مستوى استنادة معدوم.

الفرع الثالث : أثر الرافعة المالية

هي نتاج المرونة المكافئة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة أي الديون، فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين، حيث نكون أمام حالة أثر رافعة مالية إيجابي، أما في الحالة العكسية أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تنخفض مردودية المساهمين ويصبح أثر الرافعة المالية سلبي، حيث يمكن تفسير أثر الرافعة المالية بمعدل المردودية المالية بدلالة معدل مردودية الأصول الاقتصادية وتكلفة الدين، ويمكن تحديد أثر الرافعة المالية انطلاقاً من المعطيات التالية :²

RE : نتيجة الاستغلال

Rnet : النتيجة الصافية

Re : المردودية الاقتصادية

Rcp : مردودية الأموال الخاصة

CP : الأموال الخاصة

D : الاستنادة الصافية

¹ مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، مرجع سبق ذكره، ص 285.

² نفس المرجع، ص 288.

i : تكلفة الاستدانة

IS : معدل الضريبة على أرباح الشركات

لدينا ما يلي : نحدد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الاستغلال

$$Rnet = (RE - i.D)(1 - IS)$$

وبقسمة طرفي المعادلة السابقة على الأموال الخاصة CP نجد :

$$\begin{aligned} R_{cp} &= \frac{Rnet}{CP} = \frac{(RE - i.D)(1 - IS)}{CP} \\ &= \frac{(RE - i.D)(1 - IS)}{CP + D} \cdot \frac{CP + D}{CP} \\ &= \left(Re \cdot \frac{CP}{CP} + Re \frac{D}{CP} - i \cdot \frac{D}{CP} \right) (1 - IS) \end{aligned}$$

وبالتالي يمكن صياغة أثر الرافعة المالية رياضيا كالتالي :

$$R_{cp} = \left(Re + (Re - i) \frac{D}{CP} \right) (1 - IS)$$

حيث :

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

• D/CP : الرافعة المالية وتقيس تركيبة الهيكل المالي.

• (Re-i).D/CP : أثر الرافعة المالية.

يمكن البرهنة على هذه العلاقة بسهولة باستخدام المعادلات المحاسبية التالية :

- الاستدانة الصافية + الأموال الخاصة = الأصول الاقتصادية
- نتيجة الاستغلال بعد الضريبة - التكاليف المالية بعد الضريبة = النتيجة الصافية
- النتيجة الصافية / الأموال الخاصة = مردودية الأموال الخاصة

• نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصول الاقتصادية = المردودية الاقتصادية

$$\text{مردودية الأموال الخاصة} = \text{المردودية الاقتصادية} + (\text{المردودية الاقتصادية} - \text{تكلفة الاستدانة})^*$$

$$\text{الاستدانة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}$$

تدعى العلاقة (الاستدانة الصافية / الأموال الخاصة) الرافعة المالية، والعلاقة :

[(المردودية الاقتصادية - تكلفة الاستدانة) * الاستدانة الصافية / الأموال الخاصة] تسمى بأثر الرافعة.

فيكون لدينا :

$$\text{مردودية الأموال الخاصة} = \text{المردودية الاقتصادية} + \text{أثر الرافعة المالية}$$

خلاصة الفصل :

تطرقنا من خلال هذا الفصل إلى مفهوم التحليل المالي على أنه عملية حصر ودراسة بيانات الحسابات والقوائم المالية للوحدة الاقتصادية المستخلصة من مختلف المصادر الداخلية والخارجية للبيانات، واستخلاص المعطيات عن وضعيتها المالية باتباع الخطوات اللازمة لعملية التحليل، حيث يشمل هذا التحليل مكونات رأس المال من حقوق الملكية والديون، ومن أشكال التحليل المالي هو كل من التحليل المالي التقليدي القائم على مبدئي السيولة والاستحقاق والمتضمن الميزانية المالية والوظيفية ومختلف مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية، إضافة إلى التحليل المالي الديناميكي والذي هو على غرار التحليل المالي التقليدي يوفر رؤية متحركة عن الوضعية المالية للمؤسسة من خلال مجموعة من الأدوات منها جدول التمويل، حسابات النتائج وقدرة المؤسسة على التمويل الذاتي علاوة على أهم عنصر والمتضمن كل من المردودية وأثر الرافعة المالية.

الفصل الثالث

تمهيد :

بعد الدراسة النظرية التي تعرفنا من خلالها على هيكل رأس المال وأثره على قيمة المؤسسة، ومختلف المفاهيم الأساسية المتعلقة بهذا الجانب، سنقوم بإسقاط تلك المفاهيم على مؤسسة التسيير الفندقى الأوراسى، حيث سنتطرق إلى :

المبحث الأول : تقديم مؤسسة التسيير الفندقى الأوراسى.

المبحث الثانى : دراسة هيكل رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقى الأوراسى.

المبحث الثالث : تحليل هيكل رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقى الأوراسى.

المبحث الأول : تقديم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

نستعرض من خلال هذا المبحث نظرة عامة حول مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي وذلك بالتطرق إلى التعريف بالمؤسسة ونشأتها وكذا هيكلها التنظيمي، مبرزين اللغة التي تتحدث بها من خلال القواعد المحاسبية ومبادئ التقييم المتبعة في إعداد وعرض بياناتها المالية.

المطلب الأول : نشأة وتطور مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

الفرع الأول : التعريف بمؤسسة التسيير الفندقي

تشرف مؤسسة التسيير الفندقي لسلسلة فنادق الأوراسي على أربع (4) وحدات فندقية تتواجد ثلاثة منها بالجنوب، انضمت هذه الأخيرة ابتداءً من 2010/01/01 إلى مؤسسة التسيير الفندقي لسلسلة الأوراسي بقرار من مجلس الدولة الذي اتخذ في اجتماعه في 2009/10/04، وقد أيد هذا القرار من قبل الجمعية العامة للمساهمين في الاجتماع غير العادي في 2009/12/14، للإشراف وإدارة الفنادق الثلاث : فندق البستان بالمنية، فندق الريم ببني عباس وفندق مهري بورقلة، بالإضافة إلى الوحدة الفندقية الأصلية فندق الأوراسي بالجزائر العاصمة.

عملا بقرارات الجمعية العامة غير العادية وقبل التوقيع على محضر المناقشة لمنح وانتقال عملية الاستغلال، اجريت الخبرة المحاسبية لأعمال نهاية سنة 2009 بناءً على طلبها من طرف مؤسسة التسيير الفندقي لسلسلة فنادق الأوراسي وموافقة مؤسسة التسيير السياحي، هذه الخبرة مست كل وحدات الجنوب بهدف ضمها، حيث استمرت عدة أشهر بسبب بعض الصعوبات المتعلقة بالحسابات وكذا تسوية بعض الحالات، لاسيما الجوانب المتعلقة بالديون والمستحقات الجبائية...، الوقت المخصص لإضفاء الطابع الرسمي على عملية مطابقة وحدات الجنوب لم يؤثر على سير الأعمال الأخرى للمؤسسة، مع العلم أن في نفس الفترة كانت هناك أعمال ذات أولوية

مثل إجراءات اعتماد النظام المحاسبي المالي الجديد في التسيير، وكذلك التحضير لعقد الجمعية العامة العادية للمؤسسة.¹

الفرع الثاني : نبذة تاريخية عن مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة خمسة (5) نجوم بتاريخ 02 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيرا من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983.

في ذلك العام وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وانشأت مؤسسة التسيير الفندقي (EGH) وفق للمرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 02 أبريل 1983، وعدل الفندق في 12 فبراير عام 1991 من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار، وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، وفي عام 1995 وضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه، لكن وتماشيا مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي للدولة من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية والجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فبراير 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20 بالمئة من رأس مالها للاكتتاب العام.

وفي يونيو 1999 فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع ومثل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري أو ما يعادل 20 بالمئة من رأس المال الاجتماعي، وفي 14 فبراير 2000 وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية في البورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية وقدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري.²

¹ Entreprise de gestion hôtelier chaine el aurassi, **Rapport du conseil d'administration portant sur l'exercice clos**, Alger, 31/12/2012, P : 07.

² بورصة الجزائر، تقديم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، في 2019/05/08، 22:13، https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26

المواصفات :

- الاسم : مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي.
- المنشئ : المؤسسة القابضة العامة للخدمات.
- رأس المال الاجتماعي : 1 500 000 000 دينار جزائري.
- عدد الأسهم : 6 000 000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري.
- الكمية المعروضة : 1 200 000 سهم تمثل 20 بالمائة من رأس المال.
- سعر العرض : 400 دينار جزائري.
- فترة العرض : من 15 يونيو 1999 إلى 15 يوليو 1999.

المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي والفنادق التابعة لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

كما سبق ذكره فقد تم ضم ثلاث فنادق إلى مؤسسة التسيير الفندقي لسلسلة فنادق الأوراسي، وهي كالتالي :

الفرع الأول : الفنادق التابعة لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

أولا : فندق الرين بيني عباس

يقع فندق الرين بيني عباس على بعد 240 كيلومتر من وسط مدينة بشار، الجزء الأول من هذه المؤسسة دشن سنة 1973، وتم الانتهاء من عملية إنجازها كليا مع بداية سنة 1986 بمساحة اجمالية تقدر ب 22.147 متر مربع، ويحتوي فندق الرين 120 غرفة ضمن سبعة أجنحة، مطعم بقدرة استيعاب تصل إلى 240 وقاعة متعددة الخدمات لتنظيم مختلف الأنشطة كالملتقيات والندوات والمحاضرات، كما يوجد به مسبح وملعب للتنس وحضيرة للسيارات بقدرة 120 موقف، وكذلك حمام، ويتكون من ثلاث مستويات : الطابق الأرضي وطابقين علويين يطلان على مناظر خلابة كواحة النخيل والكثبان الرملية.

كما تم إعادة تهيئته في إطار البرنامج المسطر من طرف الدولة لتحديث وعصرنة المنشآت الفندقية والسياحية ضمن اتفاقية بين الخزينة العمومية والقرض الشعبي الجزائري (CPA)، الغلاف المالي المخصص لهذه العملية ارتفع

إلى 630 مليون دينار جزائرى تسدد خلال 15 سنة وبنسبة فائدة تقدر ب 3.5 بالمئة سنويا، كما استفادت المؤسسة كذلك من امتياز التنازل بالدينار الرمزي على العقارات والمباني المنجزة.

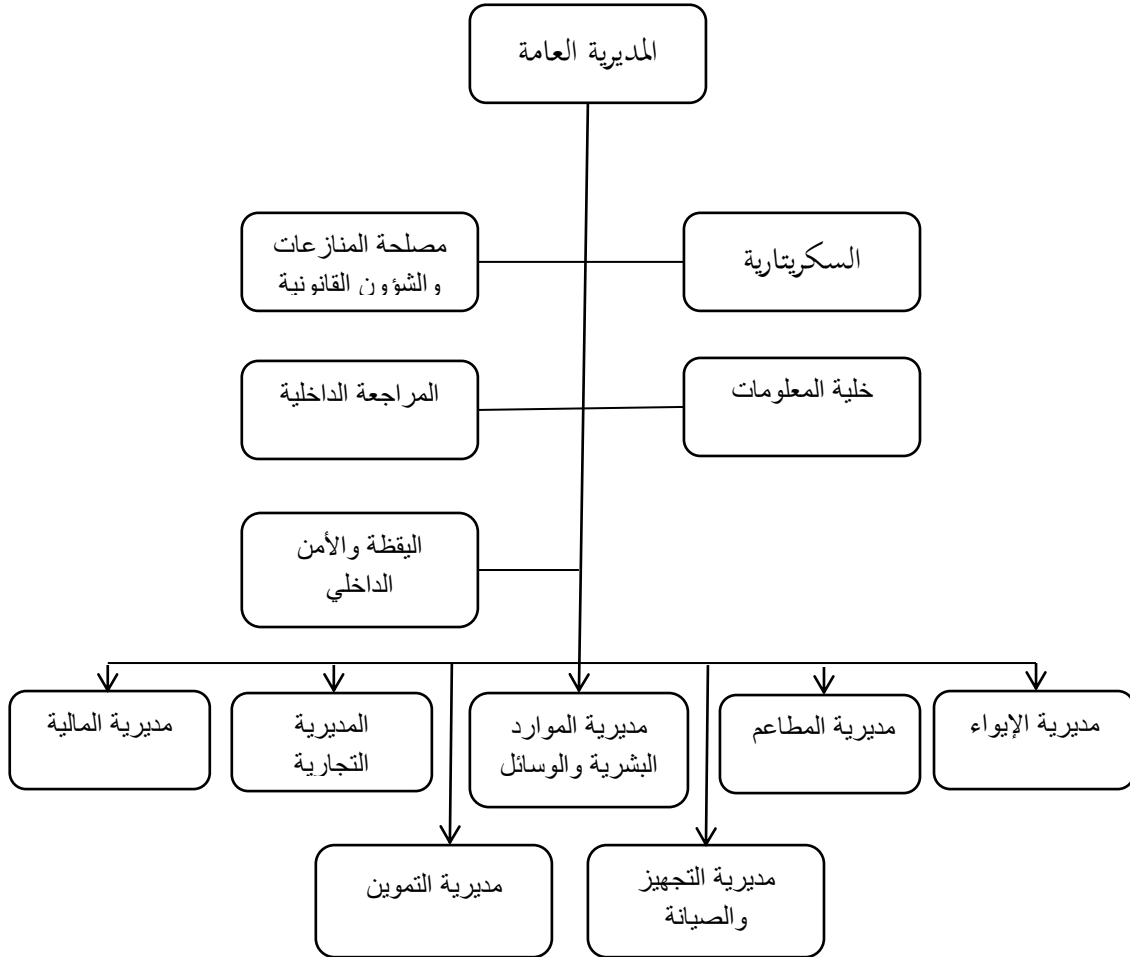
ثانيا : فندق البستان بالمنية

يقع هذا الفندق على بعد 270 كيلومتر من عاصمة ولاية غرداية على طريق الجنوب الكبير مصنف ضمن فئة ثلاث نجوم، يتربع على مساحة 16.402 متر مربع، في واحدة من أجمل واحات الجنوب ويتسع ل 240 سرير موزعة على 120 غرفة ومطعم يتسع ل 100 مقعد، مسبح، ملعب للتنس وحضيرة للسيارات، هذا الفندق أيضا سيعرف عملية تهيئة وتحديث لمرافقه وتجهيزاته حيث تتنافس مجموعة من مكاتب الدراسات بالمنطقة لإنجاز ذلك، وفي إطار انضمام هذه المؤسسة إلى سلسلة فنادق الأوراسى، ستتكفل المؤسسة المسيرة لسلسلة فندق الأوراسى بإدارة الاتفاقية المتعلقة بالمشروع، الغلاف المالى المخصص لذلك من طرف الخزينة العمومية بلغ 438 مليون دينار جزائرى، منها 38 مليون دينار جزائرى مخصصة للدراسات وقد تم تخصيص تمويل إضافى من طرف مجلس تسيير مساهمات الدولة يقدر ب 127 مليون دينار جزائرى.

ثالثا : فندق مهري بورقلة

يقع هذا الفندق في وسط مدينة ورقلة، مصنف ضمن فئة فنادق ثلاثة نجوم ويتربع على مساحة تقدر ب 25.091 متر مربع بقدرة 118 سرير ضمن 60 غرفة، مطعم يتسع ل 100 مقعد، مسبح، ملعب تنس وحضيرة للسيارات، استفادت هذه المؤسسة من أول برنامج التهيئة بمبادرة من ولاية ورقلة وممولة من الصناديق الخاصة بولايات الجنوب بسقف مالى قدر ب 261 مليون دينار جزائرى، وقد تم تخصيص تمويل إضافى من طرف الحكومة على غرار الفنادق الأخرى بمبلغ 744 مليون دينار جزائرى.

الشكل رقم 3-1 : الهيكل التنظيمي لإدارة فندق الأوراسي



المصدر : بن جدو بن عليّة، الاستراتيجية التنافسية وتحقيق الميزة التنافسية للمؤسسة، مذكرة ماجستير،

جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، 2015/2014 : ص 105.

المطلب الثالث : القواعد المستخدمة ومبادئ التقييم

الفرع الأول : القواعد والأساليب المحاسبية المستخدمة

تقوم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي خلال السنوات المالية بتسوية حساباتها وفقا لنظام المحاسبة المالي المنصوص في إطار القانون 07-11 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007 المتعلق بنظام المحاسبة المالية ومختلف النصوص الموالية حول هذا الأمر، وعليه تعتمد مختلف النقاط المنهجية الصادرة عن المجلس الوطني للمحاسبة المتعلق بأول تطبيق نظام للمحاسبة المالية.¹

الفرع الثاني : مبادئ التقييم

يمكن ذكر مبادئ التقييم في النقاط التالية :²

1. تم إعداد البيانات المالية وفقا لنفس قواعد المحاسبة والتقييم التي تتبعها أنظمة المحاسبة المالية، وتم تحديد الأرقام وفقا لنفس مبادئ المحاسبة خلال السنوات المالية.
2. يتم تسجيل الأصول الرأسمالية بالقيمة التاريخية ويتم تحديد الاهتلاك باستخدام طريقة القسط الثابت.
3. تقيم المخزونات التي تحتفظ بها المؤسسة باستخدام طريقة التكلفة الوسطية المرجحة للوحدة.
4. لم يكن هناك تغير كبير في مبادئ المحاسبة والتقييم التي يمكن أن تؤثر على حقوق المساهمين والمركز المالي ونتائج العمليات.

¹ Chaïne El Aurassi, **Etats financiers exercice**, Bourse d'Alger, 2017, p13.

² **Idem**

المبحث الثانى : دراسة هىكل رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقى الأوراسى

من خلال الاعتماد على المعلومات والبيانات المالية للمؤسسة يتم دراسة وتحليل هىكل رأسمالها، إذ لابد من دراسة تغييرات كل من الديون طويلة الأجل والأموال الخاصة ونسبة كل منها إلى إجمالى هىكل رأس المال، وانعكاس هذه التشكيلة على قيمة المؤسسة، وهو ما سنعالجه وفقاً لمختلف النظريات والمقاربات المحددة لهىكل رأس المال.

المطلب الأول : تغيير الديون والأموال الخاصة خلال الفترة (2013-2017) :

سيتم خلال هذا المطلب تحديد التغيير فى الديون طويلة الأجل والأموال الخاصة، كل منها على حدى خلال سنوات الدراسة كما هو مبين فى الجدول التالى :

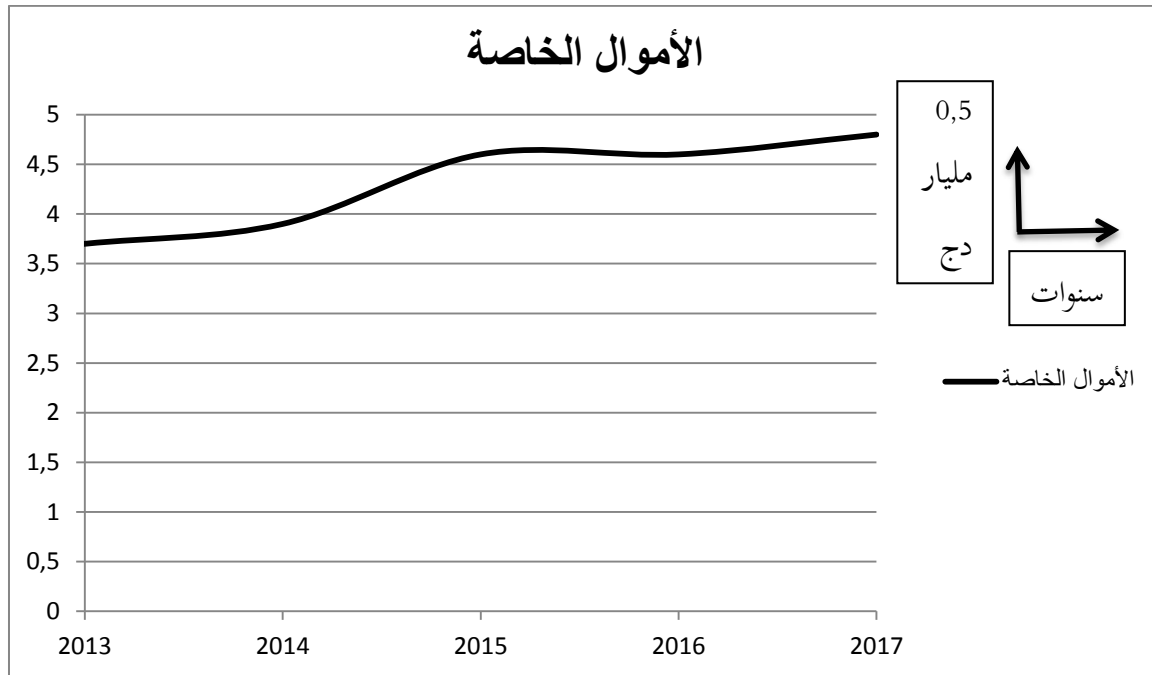
الجدول رقم 3-1 : تغيرات رأس المال بالدينار الجزائري

2017	2016	2015	2014	2013	2012	السنوات البيان
4 886 083 348	4 601 165 896.12	4 603 745 255.09	3 936 167 895.59	3 708 613 871.54	3 564 978 832.78	الأموال الخاصة
284 917 451.88	- 2 579 358.97	667 577 359.50	227 554 024.05	134 635 038.76		تغير الأموال الخاصة

المصدر : من اعداد الطلبة اعتمادا على وثائق المؤسسة

نلاحظ من خلال الجدول أن الأموال الخاصة لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي في تزايد خلال فترة الدراسة باستثناء الانخفاض المحقق في سنة 2016 والمقدر بـ (2 579 358.97 دج)، حيث كان أكبر ارتفاع للأموال الخاصة سنة 2015 والمقدر بـ 667 577 359.50 دج.

الشكل 3-2 : تغير الأموال الخاصة



المصدر : من اعداد الطلبة اعتمادا على الجدول 3-1

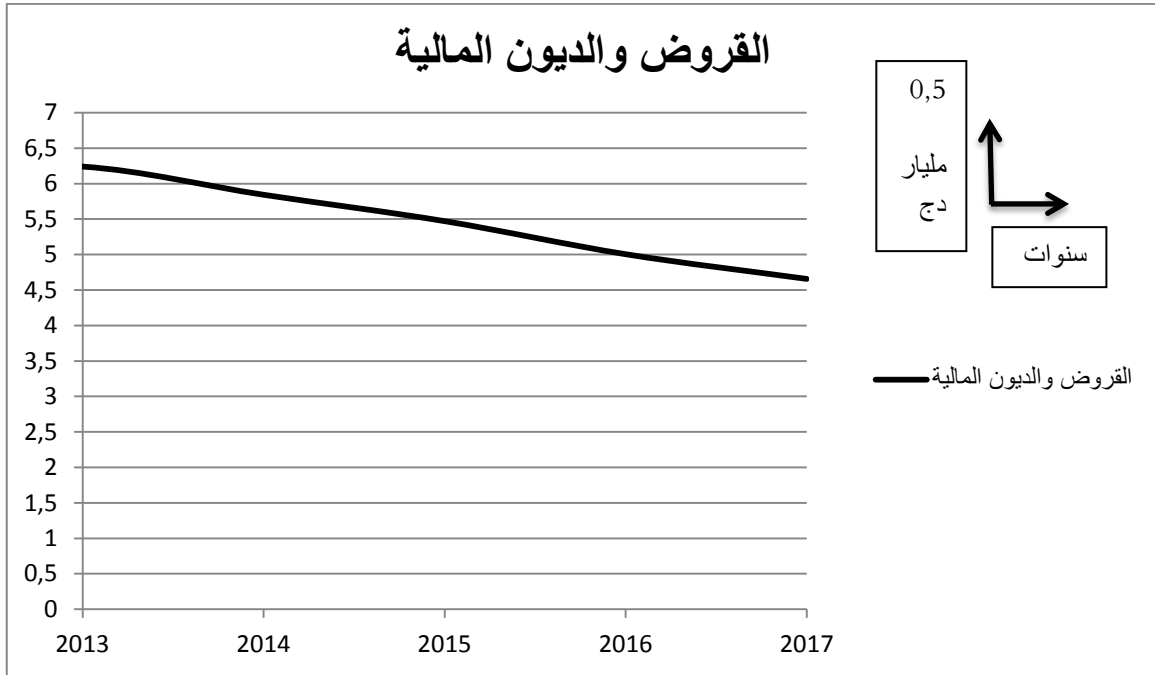
الجدول رقم 3-2 : تغيرات القروض والديون المالية بالدينار الجزائري

2017	2016	2015	2014	2013	2012	السنوات البيان
4 657 002 156.11	5 005 226 697.31	5 471 394 010.82	5 843 002 544.33	6 240 425 177.52	6 183 172 055.05	القروض والديون المالية
-348 224 541.2	-466 167 313.51	-371 608 533.51	-397 422 633.19	57 253 122.47		تغير الديون والقروض المالية

المصدر : من اعداد الطلبة اعتمادا على وثائق المؤسسة

نلاحظ من خلال الجدول أن حجم القروض والديون المالية مرتفع في المؤسسة مقارنة بحجم الأموال الخاصة، حيث شهدت ارتفاع خلال سنة 2013 والمقدر بـ 57 253 122.47 دج، أما خلال باقي السنوات فكانت القروض والديون المالي في تناقص تدريجي مستمر.

الشكل 3-3 : تغيرات القروض والديون المالية



المصدر : من اعداد الطلبة اعتمادا على الجدول 3-2.

المطلب الثاني : تطور تشكيلة هيكل رأس المال في الفترة (2013-2017)

الفرع الأول : تشكيلة هيكل رأس المال

سيتم في هذا الجزء عرض مكونات هيكل رأس المال (الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل) ونسبة كل مكون إلى مجموع هيكل رأس المال كما هو مبين في ما يلي :

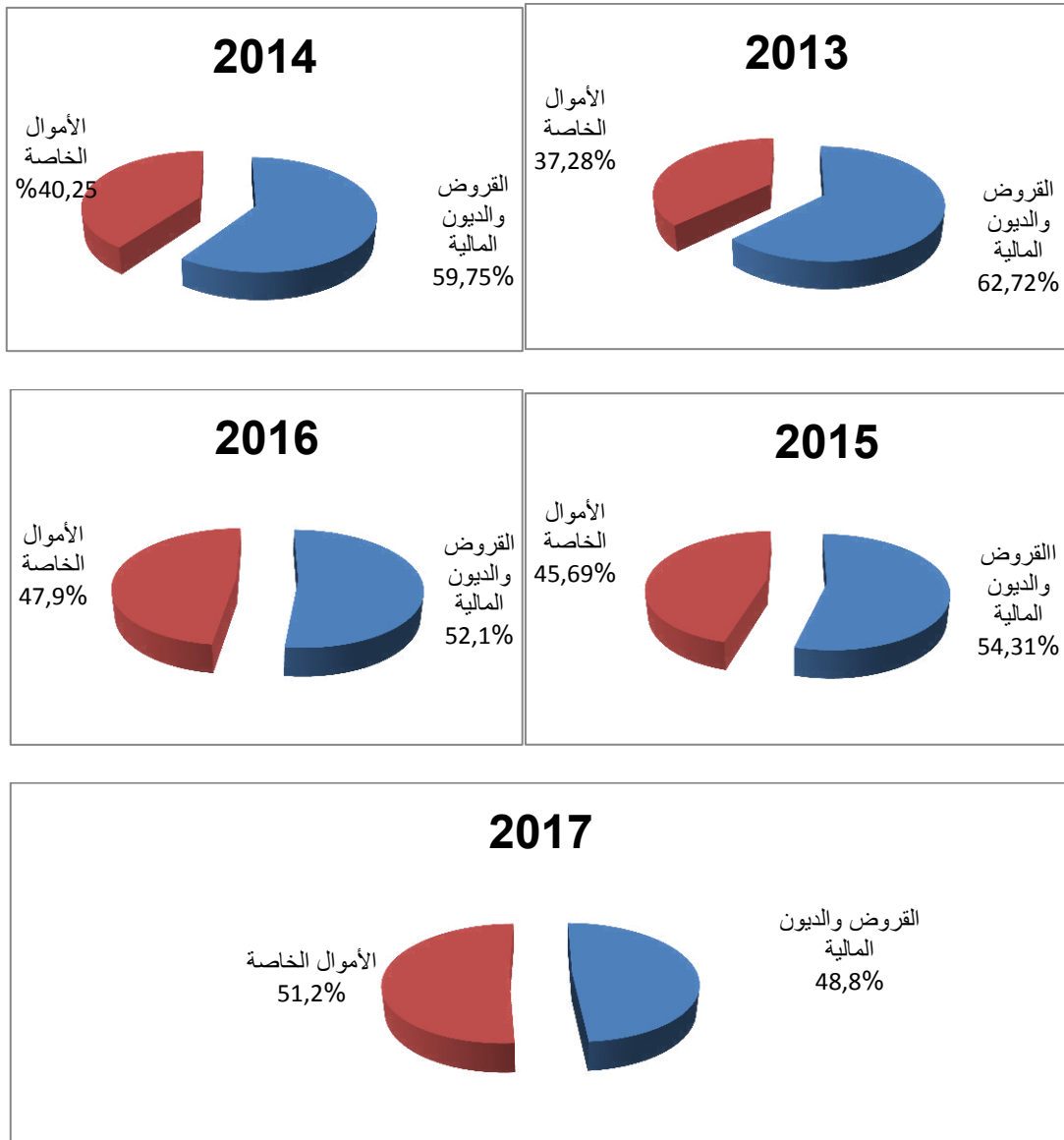
الجدول رقم 3-3 : تغيرات تشكيلة هيكل رأس المال للمؤسسة بالدينار الجزائري

البيان	السنوات	الأموال الخاصة	القروض والديون المالية ط م أ	مجموع تشكيلة هيكل رأس المال	نسبة الأموال الخاصة	نسبة الديون
	2013	3 708 613 871.54	6 240 425 177.52	9 949 039 049.06	37.28	62.72
	2014	3 936 167 895.59	5 843 002 544.33	9 779 170 439.92	40.25	59.75
	2015	4 603 745 255.09	5 471 394 010.82	10 075 139 265.91	45.69	54.31
	2016	4 601 165 896.12	5 005 226 697.31	9 606 392 593.43	47.90	52.10
	2017	4 886 083 348.00	4 657 002 156.11	9 543 085 504.11	51.20	48.80

المصدر : من إعداد الطلبة اعتمادا على وثائق المؤسسة

نلاحظ أن تشكيلة هيكل رأس المال كانت منتظمة خلال فترة الدراسة وهذا راجع إلى زيادة الأموال الخاصة إلى إجمالي تشكيلة هيكل رأس المال وصاحبه تناقص في حجم الديون، حيث أنه خلال السنوات الأربع الأولى كانت القروض والديون المالية تستحوذ على الجزء الأكبر من تشكيلة هيكل رأس المال، إلا أن تناقصها المستمر جعل نسبة الأموال الخاصة خلال سنة 2017 والمقدرة بـ 52,20 بالمائة تفوق نسبة الديون والمقدرة بـ 48.80 بالمائة، وهذا راجع لكون المؤسسة ترغب في الوصول إلى نسبة مستهدفة بحيث تكون الأموال الخاصة أكبر من الديون طويلة الأجل.

الشكل 3-4 : تشكيلة هيكل رأس المال لسنوات الدراسة



المصدر : من اعداد الطلبة اعتمادا على الجدول 3-3

من خلال الأشكال البيانية السابقة والتي تمثل تطور مكونات رأس المال (الأموال الخاصة + الديون طويلة الأجل) خلال السنوات (2013-2017)، نلاحظ أن المؤسسة خلال السنة الأولى كانت تعتمد على الديون طويلة الأجل بنسبة تفوق 60 بالمائة من مجموع هيكل رأس المال (الأموال الدائمة)، وهذا ما قد ينعكس إيجابيا من الاستفادة من أثر الرفع المالي، إلا أنه خلال السنوات الأربع اللاحقة خفضت المؤسسة تدريجيا من الديون طويلة

الفصل الثالث دراسة حالة مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

الأجل إلى أن أصبحت الأموال الخاصة تتجاوز 50 بالمئة من تشكيلة هيكل رأس المال سنة 2017، مما يقلل من مخاطر عدم القدرة على السداد وتقليل المخاطر المتعلقة بالاستقلالية المالية.

الفرع الثاني : تغيرات أسعار أسهم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

لمعرفة أثر تشكيلة هيكل رأسمال المؤسسة خلال سنوات الدراسة على قيمتها نقوم بتتبع أسعار الأسهم كما هو مبين فيما يلي :

الجدول رقم 3-4 : تغير سعر أسهم المؤسسة خلال سنوات الدراسة بالدينار الجزائري

تغير السهم خلال السنة						السنوات	
390			340			2013	
440		420		395		2014	
480			440			2015	
495	470	460	445	485	480	2016	
495		545		520		495	2017

المصدر : من إعداد الطلبة اعتمادا على معطيات بورصة الجزائر

نلاحظ خلال سنوات الدراسة أن سعر السهم للمؤسسة كان في ارتفاع مستمر أي زيادة في القيمة السوقية رغم التناقص في حجم الديون والزيادة في الأموال الخاصة، إلا أنه خلال السنوات الأربع الأولى كانت الديون تشكل النسبة الأكبر من هيكل رأس المال، أما خلال السنة الأخيرة انخفضت الديون إلى أقل من 50 بالمئة وأصبحت الأموال الخاصة تشكل النسبة الأكبر من هيكل رأس المال.

المطلب الثالث : دراسة هيكل رأسمال المؤسسة وفق المقاربات النظريةالفرع الأول : وفق النظرية التقليدية ومدخل موديليانى وميلر

1. وفق المقاربة التقليدية فإنه يوجد هيكل رأس مال أمثل عند مستوى مقبول من الاقتراض يجعل القيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأقصى ويخفض تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وبإسقاط هذه المقاربة على مؤسسة التسيير الفندقى الأوراسى نجد أن سعر الأسهم شهد أعلى قيمة له خلال سنة 2017 حيث قدر سعر السهم بـ 545 دج للسهم الواحد، والمقابل لتشكيلة هيكل رأس المال المتكونة من 4 886 083 348 دج أموال خاصة بنسبة 51.20 بالمئة و 4 657 002 156.11 دج قروض وديون مالية بنسبة 48.80 بالمئة، وبالتالي يمكن اعتبارها التشكيلة المثلى التى تعظم من قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى.

2. يفترض كل من موديليانى وميلر فى ظل وجود سوق كامل وخاصة غياب الضريبة أنه لا يوجد هيكل رأس مال أمثل وأن قيمة المؤسسة مستقلة تماما عن صياغة هيكل رأسمالها ولا تتأثر بالرفع المالى بل هي انعكاس لفعالية قرارات الاستثمار مع ثبات كلفة التمويل المرجحة، إلا أن مؤسسة التسيير الفندقى الأوراسى تنشط فى بيئة أعمال تتضمن نظام ضريبي أى وجود اختلالات السوق (سوق غير كامل).

3. أدرك موديليانى وميلر فى ظل وجود الاختلالات أن هنالك متغيرين هامين يحصلان عند إدخال الديون فى تشكيلة هيكل رأس المال من شأنهما التأثير على قيمة المؤسسة وكلفة الأموال، فلكون الديون مصدر منخفض الكلفة فإن الزيادة فيها تخفض من كلفة الأموال المرجحة بمقدار الوفرات الضريبية مما يرفع من القيمة السوقية للمؤسسة، إلا أن المغالاة فى الديون تزيد المخاطر المالية وترفع من كلفة الأموال المرجحة بمقدار كلفة الإفلاس، وعليه فإن نقطة الاقتراض المثلى التى تحقق أعلى قيمة للمؤسسة هي التى يتساوى فيها التأثير الإيجابى للوفرات الضريبية مع التأثير السلبى لكلفة الإفلاس، وبإسقاط هذه المقاربة على المؤسسة نلاحظ أن تخفيض الديون طويلة الأجل خلال سنوات الدراسة صاحبه انخفاض فى المصاريف المالية أى انخفاض الوفر الضريبي وبالتالي انخفاض كلفة الإفلاس، وبما أن المؤسسة حققت أعلى قيمة للسهم سنة 2017 والمقدرة بـ 545 دج فإن نقطة الاقتراض المثلى التى تساوى بين الوفرات الضريبية

وكلفة الإفلاس للمؤسسة وتعظم قيمتها هي الاعتماد على 48.80 بالمائة ديون طويلة الأجل في تشكيلة هيكل رأس مالها، والملاحظ هنا أنه رغم تخفيض المؤسسة للديون خلال هذه السنة إلا أن القيمة السوقية كانت مرتفعة، وذلك راجع لكون المؤسسة كان لها تشبع في الديون.

الفرع الثاني : وفق النظريات التنظيمية الحديثة

1. يقوم المقرضون بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة المقرضة ويتحملون لقاء ذلك تكاليف تعرف بتكاليف الوكالة، (تكلفة وكالة الدين)، أو يقومون برفع معدلات الفائدة من البداية، وبما أنهم ينقلون هذه التكلفة إلى الملاك فإن ذلك يؤثر على تكلفة الأموال وبالتالي انخفاض قيمة المؤسسة، ولتحقيق هيكل رأس المال الأمثل لابد أن تغطي الوفرة الضريبية كل من تكلفة الإفلاس والوكالة، والملاحظ أن المؤسسة خفضت من ديونها خلال سنوات الدراسة مما يخفض من كلفة الإفلاس والوفر الضريبي معا، وبما أنها حققت أعلى قيمة سوقية سنة 2017 والمقدرة بـ 545 دج للسهم الواحد، إذا يمكن اعتبار نقطة الاقتراض المثلى التي اقتربت من المساواة بين تكلفة الإفلاس والوكالة مع الوفر الضريبي هي الاعتماد على 48.80 بالمائة ديون طويلة الأجل من مجموع تشكيلة هيكل رأس المال مما رفع من قيمة المؤسسة إلى أعلى قيمة.

2. نتيجة لعدم التماثل المعرفي الذي تشهده الأسواق المالية فإن ذلك يؤثر على قرارات تشكيلة هيكل رأس المال، وبالتالي فإنه أصبح للمؤسسة أفضلية في ترتيب مصادر التمويل بما يتوافق مع احتياجاتها، ونظرا لكون المؤسسة محل الدراسة تنشط في بيئة شبه عديمة الإفصاح واللاشفافية ودليل ذلك أن بورصة الجزائر تضم عدد قليل من المؤسسات مقارنة بالعدد الاجمالي من مؤسسات الوطن وهي بورصة شبه راکدة التداول (غير نشطة)، علاوة على التبعية المستمرة للبنوك التجارية للبنك المركزي فهي تخضع باستمرار لتغيرات السياسة النقدية مما يؤثر على معدلات الفائدة على القروض، والملاحظ أن المؤسسة في السنوات الأربع الأولى كانت تعتمد على القروض طويلة الأجل كمصدر مفضل أول تليها الأموال الخاصة ثم إصدارها لـ 20 بالمائة من الأسهم ما يعادل 480 000 000 دج كآخر بديل للتمويل إلا أنه في السنة الأخيرة غيرت المؤسسة من ترتيب مصادر التمويل حيث اعتمدت على الأموال الخاصة بنسبة تفوق 50 بالمائة كمصدر أول ثم تليها الديون طويلة الأجل مع الإبقاء على نسبة 20 بالمائة من إصدارات الأسهم، وهو ما ينطبق على نموذج ماير 1984 في أفضلية ترتيب مصادر التمويل.

المبحث الثالث : تحليل هيكل رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقى الأوراسى

تقاس الوضعية المالية للمؤسسة اعتمادا على المعلومات المتحصل عليها عن نشاطها، حيث يعتمد المحلل المالى فى ذلك على مختلف أدوات التحليل المالى، وهذا ما سنقوم به تطبيقا على مؤسسة التسيير الفندقى الأوراسى، إذ سنقوم بتحليل توازنها المالى باستعمال المؤشرات المالية ونسب هيكل رأس المال، مبرزين أثر الرفع المالى فى المؤسسة لما له من علاقة مباشرة بحجم الديون.

المطلب الأول : تحليل مؤشرات التوازن المالى

لتحليل التوازن المالى للمؤسسة يعتمد المحلل المالى على ثلاث مؤشرات أساسية وهى رأس المال العامل، الاحتياج فى رأس المال العامل، الخزينة الصافية، وذلك اعتمادا على معطيات الميزانية المالية وهو ما سنتطرق إليه بالتفصيل من خلال هذا المطلب.

الفرع الأول : الميزانية المالية المختصرة للسنوات 2013-2017

كما سبق وتطرقنا إليه سابقا فإن اعداد الميزانية المالية يتطلب اجراء بعض التعديلات على عناصر الميزانية المحاسبية وفيما يلي نعرض الميزانية المختصرة للسنوات 2013-2017

الجدول رقم 3-5 : الميزانية المالية المختصرة بالدينار الجزائري

2017	2016	2015	2014	2013	الأصول المالية
8 215 484 510.56	8 355 541 523.63	8 354 052 646.97	8 493 711 166.71	9 570 418 899.06	الأصول الثابتة
3 366 106 058.68	3 374 829 546.61	3 668 712 225.25	3 534 316 213.56	2 358 322 235.70	الأصول المتداولة
855 804 667.85	861 091 332.71	825 424 456.29	664 344 673.16	462 999 235.12	-قيم الاستغلال
1 291 432 041.56	1 237 792 506.57	1 242 684 095.10	1 138 482 401.20	1 006 627 936.45	-القيم المحققة
1 218 869 349.27	1 275 945 707.33	1 600 603 673.86	1 731 489 139.20	888 695 064.13	-القيم الجاهزة
11 581 590 569.24	11 730 371 070.24	12 022 764 872.22	12 028 027 380.27	11 928 741 134.76	مجموع الأصول
2017	2016	2015	2014	2013	الخصوم المالية
10 191 615 573.44	10 247 532 648.93	10 717 867 101.46	10 386 412 331.52	10 486 504 725.09	الأموال الدائمة
1 389 637 142.12	1 482 334 557.51	1 288 196 543.77	1 625 384 084.27	1 426 005 890.17	ديون قصيرة الأجل
337 853.68	503 863.80	16 701 226.99	16 230 964.48	16 230 519.50	خزينة الخصوم
11 581 590 569.24	11 730 371 070.24	12 022 764 872.22	12 028 027 380.27	11 928 741 134.76	مجموع الخصوم

المصدر : من إعداد الطلبة اعتمادا على وثائق المؤسسة

الفصل الثالث دراسة حالة مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

الفرع الثاني : مؤشرات التوازن المالي

أولا : رأس المال العامل FR

يعتبر رأس المال العامل مؤشرا أساسيا لتحليل وتقييم التوازنات داخل المؤسسة، وهو يتمثل في مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة، فإذا زادت الأموال الدائمة عن الأصول الثابتة فذلك يعبر عن تحقيق المؤسسة لهامش أمان وهو ما يعرف برأس المال العامل.

الجدول رقم 3-6 : رأس المال العامل بالدينار الجزائري

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
البيان					
الأموال الدائمة	10 486 504 725.09	10 386 412 331.52	10 717 867 101.46	10 247 532 648.93	10 191 615 573.44
الأصول الثابتة	9 570 418 899.06	8 493 711 166.71	8 354 052 646.97	8 355 541 523.63	8 215 484 510.56
رأس المال العامل	916 085 826.03	1 892 701 164.81	2 363 814 454.49	1 891 991 125.30	1 976 131 062.88

المصدر : من إعداد الطلبة اعتمادا على الميزانية المالية

رأس المال العامل موجب خلال سنوات الدراسة بسبب زيادة الأموال الدائمة عن الأصول الثابتة مما يدل على توازن مالي مريح، معناه أن المؤسسة وفرت هامش أمان لتغطية احتياجات التمويل المحتمل أسفل الميزانية، لأن دورة الاستغلال غير أكيدة التحول إلى سيولة وهي مولة بديون قصيرة الأجل أكيدة الاستحقاق.

ثانيا : احتياج رأس المال العامل BFR

تسعى المؤسسة خلال دورة الاستغلال إلى تغطية احتياجات الدورة بالديون قصيرة الأجل، فإذا كان الفرق موجبا بين طرفين فذلك يعبر عن حاجة المؤسسة إلى موارد أخرى تزيد مدتها عن دورة واحدة، وهو ما يسمى باحتياج رأس المال العامل.

الجدول رقم 3-7 : احتياج رأس المال العامل بالدينار الجزائري

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
البيان					
-الأصول المتداولة (ماعدات الخزينة)	1 469 627 171.57	1 802 827 074.36	2 068 108 551.39	2 098 883 839.28	2 147 236 709.41
-ديون قصيرة الأجل (ماعدات الخزينة)	1 426 005 890.17	1 625 384 084.27	1 288 196 543.77	1 482 334 557.51	1 389 637 142.12
احتياج رأس المال العامل	43 621 281.40	177 442 990.09	779 912 007.62	616 549 281.77	757 599 567.29

المصدر : من اعداد الطلبة اعتمادا على الميزانية المالية

احتياج رأس المال العامل موجب خلال سنوات الدراسة دلالة على احتياج في التمويل أسفل الميزانية، لذلك يجب على المؤسسة توفير أموال دائمة تستخدمها لتغطية هذا الجزء من الموجودات المتداولة وهذا لضمان توازنها المالي قصير الأجل.

ثالثا : الخزينة الصافية TN

تعبر الخزينة عن مجموع القيم التي تستطيع المؤسسة التصرف فيها خلال دورة الاستغلال، ويمكن حساب خزينة المؤسسة انطلاقا من علاقة الفرق إما بين رأس المال العامل والاحتياج في رأس المال العامل أو بين خزينة الأصول وخزينة الخصوم.

الجدول رقم 3-8 : الخزينة الصافية بالطريقتين بالدينار الجزائري

2017	2016	2015	2014	2013	السنوات البيان
1 976 131 062.88	1 891 991 125.30	2 363 814 454.49	1 892 701 164.81	916 085 826.03	رأس المال العامل
757 599 567.29	616 549 281.77	779 912 007.62	177 442 990.09	43 621 281.40	احتياج رأس المال العامل
1 218 531 496.59	1 275 441 843.53	1 583 902 446.87	1 715 258 174.72	872 464 544.63	الخزينة الصافية

2017	2016	2015	2014	2013	السنوات البيان
1 218 869 349.27	1 275 945 707.33	1 600 603 673.86	1 731 489 139.20	888 695 064.13	خزينة الأصول
337 853.68	503 863.80	16 701 226.99	16 230 964.48	16 230 519.50	خزينة الخصوم
1 218 531 496.59	1 275 441 843.53	1 583 902 446.87	1 715 258 174.72	872 464 544.63	الخزينة الصافية

المصدر : من إعداد الطلبة اعتمادا على وثائق المؤسسة

بمقارنة رأس المال العامل مع الاحتياج في رأس المال العامل نجد أن المؤسسة استطاعت تغطية الاحتياج أسفل الميزانية وتحقيق خزينة صافية موجبة أي أنها تحقق مستوى عال من السيولة.

يمكن القول أن للمؤسسة وضعية مالية جيدة ذلك لكونها تحقق شروط التوازن المالي السليم حيث :

- رأس المال العامل موجب
- رأس المال العامل < احتياج رأس المال العامل
- الخزينة الصافية موجبة

المطلب الثاني : نسب هيكل رأس المال

تعطي مختلف نسب هيكل رأس المال صورة عن التوازن المالي وتحليل البنية التمويلية في الأجل الطويل، ومن خلال نتائج تلك النسب يمكن الحكم على الوضعية المالية للمؤسسة، وأهم تلك النسب نوجزها فيما يلي :

الجدول رقم 3-9 : نسب هيكل رأس المال لسنوات الدراسة

النسبة	البيان	2013	2014	2015	2016	2017
نسبة الديون من هيكل رأس المال	الالتزامات طويلة الأجل/مجموع هيكل رأس المال	0.6272	0.5975	0.5431	0.5210	0.4879
نسبة الأموال الخاصة إلى الديون	الأموال الخاصة/الأموال الدائمة	0.3728	0.4025	0.4569	0.4790	0.5120
نسبة التمويل الدائم	الأموال الدائمة/الأصول الثابتة	1.03	1.15	1.2	1.14	1.16
نسبة التمويل الذاتي	الأموال الخاصة/الأصول الثابتة	0.3875	0.4634	0.5510	0.5506	0.5947
نسبة الاستقلالية المالية	الأموال الخاصة/مجموع الخصوم	0.3108	0.3272	0.3829	0.3922	0.4218
نسبة المديونية الخاصة	ديون ط أ/ الأموال الخاصة	1.68	1.48	1.18	1.08	0.95
نسبة القدرة على السداد	ديون ط أ/قدرة التمويل الذاتي*	6.43	3.96	4.02	4.46	3.62

المصدر : من إعداد الطلبة اعتمادا على وثائق المؤسسة

*قدرة التمويل الذاتي = نتيجة الدورة + مخصصات الاهتلاك - استرجاعات الاهتلاكات وخسائر القيمة

يمكن تحليل نتائج الجدول كالتالي :

1. نسبة الديون من هيكل رأس المال : تشير هذه النسبة إلى الوزن النسبي للالتزامات طويلة الأجل من

هيكل رأس المال، ومن خلال الجدول نلاحظ أن المؤسسة اعتمدت في تركيبة هيكل رأسمالها على التمويل

- الخارجي بنسبة تفوق 50 بالمائة خلال السنوات الأربع الأولى، أما بالنسبة للسنة الأخيرة غيرت المؤسسة من تركيبة رأسمالها بتخفيض الديون طويلة الأجل إلى 48.80 بالمائة من مجموع الأموال الدائمة.
2. **نسبة الأموال الخاصة إلى الديون** : تشير هذه النسبة إلى الوزن النسبي للأموال الخاصة من هيكل رأس المال، حيث نلاحظ أن المؤسسة تعتمد على أموالها الخاصة بنسبة تقل عن 50 بالمائة خلال السنوات الأربع الأولى، إلا أنه جزاء تقليص حجم الديون طويلة الأجل في السنة الأخيرة أدى إلى ارتفاع نسبة الأموال الخاصة إلى 51.20 بالمائة حيث أصبحت تشكل الجزء الأكبر من مجموع الأموال الدائمة.
3. **نسبة التمويل الدائم** : تعبر هذه النسبة عن مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة للمؤسسة، ونلاحظ من الجدول أن النسبة أكبر من الواحد (1) خلال سنوات الدراسة وهذا مؤشر على أن المؤسسة تحقق توافق بين التمويل والاستثمار، أي تمويل الأصول الثابتة بالأموال الدائمة ذات الاستحقاق طويل الأجل ويشير هذا إلى وجود هامش أمان للمؤسسة.
4. **نسبة التمويل الخاص** : تقيس هذه النسبة امكانية تمويل المؤسسة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة، والملاحظ من خلال النتائج أنها أقل من الواحد (1) خلال سنوات الدراسة ما يعني أن الأموال الخاصة لا تغطي مجمل الأصول الثابتة، أي أن هناك عجز في التمويل الخاص للمؤسسة.
5. **نسبة الاستقلالية المالية** : توضح هذه النسبة درجة استقلالية المؤسسة عن دائيتها، نلاحظ من الجدول أن الأموال الخاصة تمثل نسبة أقل من 50 بالمائة الأمر الذي يعني أنها لا تملك استقلالية مالية، والجدير بالذكر هنا أنه خلال سنوات الدراسة ذكرنا سابقا أن المؤسسة قلصت من الديون طويلة الأجل لكن نسبة الاستقلالية المالية لم ترتفع ويرجع هذا الأمر إلى أن المؤسسة عمدت إلى زيادة الديون قصيرة الأجل الأمر الذي حال دون استقلاليتها المالية.
6. **نسبة المديونية** : تمثل هذه النسبة حجم الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة، حيث نلاحظ من خلال الجدول أنه في السنوات الأربع الأولى كانت الديون طويلة الأجل تفوق الأموال الخاصة، أي أن المؤسسة تعتمد على الديون طويلة الأجل (مصادر خارجية) بنسبة أكبر من أموالها الخاصة، إلا أن التناقص في حجم الديون خلال سنوات الدراسة خفض من نسبة المديونية إلى أن وصلت في السنة الأخيرة 0.95 حيث غيرت المؤسسة من ترتيبها لمصادر التمويل إذ أصبحت تعتمد على أموالها الخاصة بالدرجة الأولى ثم تليها الديون طويلة الأجل.

7. نسبة القدرة على السداد : تدل هذه النسبة على عدد السنوات اللازمة لتسديد المؤسسة ما عليها من ديون طويلة الأجل، إذ أن معدل القدرة على السداد طول فترة الدراسة كان أكبر من النسبة المرجعية والتي تقدر بـ 2.5 حيث بلغت هذه النسبة 3.62 / 4.46 / 4.02 / 3.96 / 6.43 على التوالي أي أن المؤسسة لها نسبة قدرة على السداد تتطور مع الزمن وذلك راجع إلى أن الديون طويلة الأجل أكبر بكثير من القدرة على التمويل الذاتي، حيث نلاحظ في السنة الأولى أنه كان يتطلب للمؤسسة ما يقارب سبع (7) سنوات لتسديد ديونها طويلة الأجل، وهي نسبة مقبولة كون الديون طويلة الأجل تتراوح فترة استحقاقها ما بين 5 إلى 10 سنوات، إلا أنه خلال السنة الأخيرة نلاحظ أن نسبة القدرة على السداد انخفضت مقارنة بالسنوات السابقة وذلك راجع إلى تقليص حجم الديون طويلة الأجل.

المطلب الثالث : مردودية المؤسسة وأثر الرفع المالي

يعتبر مؤشر المردودية من أبرز وأهم المؤشرات المساعدة في اتخاذ قرار التمويل، كما تعكس قدرة وكفاءة المؤسسة في تحقيق الإيرادات والتحكم في التكاليف وخاصة تكلفة الاستدانة عند الاستخدام المتزايد للديون، وكذا تحقيق الاستقلالية المالية من جهة أخرى وذلك باستخدام آلية أثر الرفع المالي.

1. نسبة المردودية الاقتصادية : وتقاس بعلاقة نتيجة الاستغلال بالنسبة للأصول الاقتصادية كما هو مبين

في الجدول التالي :

الجدول رقم 3-10 : تطور المردودية الاقتصادية

2017	2016	2015	2014	2013	السنوات البيان
744 356 147.97	512 417 030.26	792 902 510.88	960 942 073.94	452 581 518.75	نتيجة الاستغلال (دج)
8 973 084 077.85	8 978 090 805.40	9 133 964 654.59	10 296 538 241.07	9 614 040 180.46	الأصول الاقتصادية* (دج)
0.0829	0.0571	0.0868	0.0933	0.0470	المردودية الاقتصادية

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

*الأصول الاقتصادية = الأصول الثابتة + الاحتياج في رأس المال العام

2. نسبة المردودية المالية : تعبر عن مدى مردودية الأموال الخاصة أو مدى مساهمتها في تحقيق النتيجة، وتقاس بقسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة، والنتائج مبينة في الجدول التالي.

الجدول رقم 3-11 : تطور المردودية المالية

2017	2016	2015	2014	2013	السنوات البيان
549 187 994.87	331 873 991.79	609 333 773.22	738 097 348.86	356 855 178.32	النتيجة الصافية (دج)
4 336 895 353. 13	4 269 291 904. 33	3 994 411 481.87	3 198 070 546.73	3 351 758 693. 22	الأموال الخاصة* (دج)
0.1266	0.0777	0.1525	0.2307	0.1064	المردودية المالية

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

*الأموال الخاصة تستثنى منها النتيجة الصافية

3. الرافعة المالية : هي النسبة التي تقيس تركيبة الهيكل المالي وتحسب عن طريق الفرق بين المردوديتين، وفيما يلي نسبة الرافعة المالية خلال فترة الدراسة.

الجدول رقم 3-12 : تغيرات الرافعة المالية

2017	2016	2015	2014	2013	السنوات البيان
0.1266	0.0777	0.1525	0.2307	0.1064	المردودية المالية
0.0829	0.0571	0.0868	0.0933	0.0470	المردودية الاقتصادية
0.0437	0.0206	0.0657	0.1374	0.0594	الرافعة المالية

المصدر : من إعداد الطلبة اعتمادا على الجداول السابقة

4. تكلفة الاستدانة خلال الفترة (2013-2017) :

يتم قياس تكلفة الاستدانة بقسمة المصاريف المالية إلى إجمالي الديون المالية، والنتائج موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم 3-13 : القيم المسجلة لتكلفة الاستدانة

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
صافي المصاريف المالية (دج)	215 515 822.02	28 880 611.59	84 705 259.71	115 720 668.40	88 448 046.22
الديون المالية (دج)	6 240 425 177.52	5 843 002 544.33	5 471 394 010.82	5 005 226 697.31	4 657 002 156.11
تكلفة الاستدانة	0.0345	0.0049	0.0154	0.0231	0.0189

المصدر : من إعداد الطلبة اعتمادا على وثائق المؤسسة

5. تغيرات أثر الرافعة المالية : وتحسب بالعلاقة التالية

(المردودية الاقتصادية - تكلفة الاستدانة)*الرافعة المالية

الجدول رقم 3-14 : تغير أثر الرافعة المالية

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
المردودية الاقتصادية	0.0470	0.0933	0.0868	0.0571	0.0829
تكلفة الاستدانة	0.0345	0.0049	0.0154	0.0231	0.0189
الرافعة المالية	0.0594	0.1374	0.0657	0.0206	0.0437
أثر الرافعة	0.0007	0.0121	0.0046	0.0007	0.0027

المصدر : من إعداد الطلبة اعتمادا على وثائق المؤسسة

نلاحظ من خلال الجدول أن أثر الرفع المالي للسنوات الخمس موجب وبالتالي فهو ذو تأثير إيجابي على مردودية المؤسسة، يعني أنه كلما زادت الديون طويلة الأجل في هيكل رأس المال انعكس ذلك على مردودية المؤسسة، كما يمكن تفسير تراجع المعدل الإيجابي لأثر الرافعة المالية في السنوات الثلاث الأخيرة بأن المؤسسة قامت بتقليص حجم الديون طويلة الأجل خلال تلك الفترة مما أدى إلى انخفاض المردودية المالية مقارنة بسنة 2014.

خلاصة الفصل :

بعد إجراء الدراسة التطبيقية لمؤسسة التسيير الفندقي خلال الفترة (2013-2017) بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة من قبل المؤسسة في موقع بورصة الجزائر والمتمثلة في الميزانيات وجدول حسابات النتائج لخمس سنوات متتالية، قمنا بتشخيص هيكل رأس المال ومن خلال ما توصلنا إليه من نتائج نقول أن المؤسسة لها أفضلية في ترتيب مصادر التمويل، حيث أنها تعتمد على أموالها الذاتية كمصدر أول يليه التمويل بالدين وأخيرا التمويل عن طريق فتح رأس المال، إذ أن تخفيض حجم الديون طويلة الأجل كان بغرض الوصول إلى نسبة مستهدفة بحيث تكون الأموال الخاصة أكبر من الديون طويلة الأجل، ومن خلال ما جاء به كل من موديلاني وميلر في ظل غياب شروط السوق الكامل، فإنه يوجد هيكل رأس مال أمثل للمؤسسة تحقق سنة 2017 والمقابل لتشكيلة هيكل رأس المال بنسبة 51.20 بالمائة أموال خاصة و48.80 بالمائة ديون طويلة الأجل، وأعلى قيمة سوقية للسهم والمقدرة بـ545 دج، أي أن المؤسسة حددت حجم الديون انطلاقا من الموازنة بين كل من الوفر الضريبي وكلفة الإفلاس، ومع ظهور النظريات التنظيمية الحديثة أضيفت تكاليف الوكالة إلى نظرية التوازن وأصبحت ما يعرف بنظرية الوكالة.

خاتمة عامة

من خلال ما جاء في هذه الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي يمكن القول أن عملية التمويل تعتبر من القرارات الهامة ضمن مجموعة القرارات المالية في المؤسسة من أجل تحقيق أهدافها، أهمها الاستثمارية وتعظيم العائد، وتتجلى أهمية قرار التمويل في الاختيار الأمثل لهيكل رأس مال المؤسسة والذي يتماشى مع ظروفها وأهدافها ويكون هذا الاختيار نتيجة المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة.

إن بلوغ درجة معينة من الاستدانة طويلة الأجل في هيكل رأس المال قد يظهر أثره في التخفيض من الكلفة الوسيطة المرجحة للأموال، وبالتالي الرفع من القيمة السوقية للمؤسسة، لكن في مقابل ذلك ترتفع المخاطر المالية والمتمثلة أساسا في عدم القدرة على السداد وضعف الاستقلالية المالية.

وعليه فإن عملية اختيار نسبة الاستدانة طويلة الأجل تتطلب دراسة مسبقة لهيكل رأس المال من طرف المؤسسة، في معنى آخر ترشيد استخدام تلك الموارد دون مبالغة وذلك لتقليل تكاليفها والأخطار التي تنجم عنها، واستخدام الموارد بعقلانية أي اختيار المورد المالي ذو التكلفة الأقل والعائد الأعلى مما يعظم قيمة المؤسسة إلى أعلى مستوى لها، ومن خلال ذلك يتم اختيار التشكيلة المناسبة لهيكل رأس المال، تأسيسا على هذه الاستنتاجات نقول ان قيمة المؤسسة تتحدد انطلاقا من اختيار تشكيلة هيكل رأس مال مناسب من مصادر الملكية ومصادر الاستدانة طويلة الأجل بما يخدم احتياجات وأهداف المؤسسة، من خلال ما تقدم يمكن الحكم على صحة فرضيات البحث أو عدم صحتها كما يلي :

الفرضية الأولى : والمتمثلة في وجود هيكل رأس مال أمثل، هذه الفرضية صحيحة وهذا ما أكده الجانب التطبيقي حيث أنه من خلال إسقاط النظريات المفسرة لهيكل رأس المال على المؤسسة محل الدراسة تبين أنه يمكن للمؤسسة من خلال توليفة مميزة من الأموال المملوكة والديون طويلة الأجل أن تحقق أعلى قيمة سوقية لها.

الفرضية الثانية : والمتمثلة في امكانية تحديد أثر هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة عن طريق آليات التحليل المالي، هذه الفرضية صحيحة إذ أنه تم في الجانب التطبيقي استعمال مجموعة من أدوات التحليل المالي (مؤشرات التوازن المالي، أثر الرفع المالي، نسب هيكل رأس المال...) في دراسة وتحليل أثر هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة.

الفرضية الثالثة : مناخ الأعمال في الجزائر يساعد على وجود هيكل رأس مال أمثل للمؤسسة، وهذا ما أكدته الدراسة التطبيقية إذ أن مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي تنشط في بيئة أعمال تتضمن جملة من الاختلالات والمساعدة على وجود هيكل رأس مال أمثل.

النتائج :

يمكن عرض أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة فيما يلي :

- تزايد مستمر في الأموال الخاصة للمؤسسة خلال سنوات الدراسة وتناقص حجم الديون طويلة الأجل مما يدل على أن المؤسسة لها نسبة مستهدفة لتشكيلة هيكل رأس المال ترغب في الوصول إليها.
- للمؤسسة أفضلية في ترتيب مصادر التمويل حيث أنها تعتمد على أموالها الخاصة بالدرجة الأولى تليها الديون وأخيرا فتح رأس المال.
- تحقق المؤسسة توازن مالي ووضعية مالية جيدة خلال سنوات الدراسة.
- نظرا لحجم الديون فإن المؤسسة لم تحقق استقلالية مالية حيث لم تتجاوز نسبتها 50 بالمئة.
- للمؤسسة أثر رافعة مالية موجبة أي أن زيادة نسبة الاستدانة في هيكل رأس المال ينعكس بالإيجاب في تعظيم المردودية المالية وبالتالي الرفع من قيمة المؤسسة.

التوصيات :

من خلال ما تقدم من نتائج يمكن الخروج بالتوصيات التالية :

- يمكن للمؤسسة الرفع من نسبة الديون طويلة الأجل في هيكل رأس مالها للاستفادة من الأثر الإيجابي من الرفع المالي.
- على المؤسسة الرفع من أموالها الخاصة مقارنة بالديون طويلة الأجل وذلك لتحقيق استقلالية مالية.
- بعد دراسة التوازن المالي تبين وجود مبالغ فائضة وبالتالي لابد من العمل على استثمارها لأنها أموال معطلة داخل المؤسسة.
- يجب القيام بدراسة مسبقة قبل اتخاذ قرار التمويل من أجل تحقيق كفاءة هيكل رأس المال وتعظيم قيمة المؤسسة.

آفاق الدراسة :

من خلال هذه الدراسة وبعد معالجة تأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة اتضح لنا في الأخير مجموعة من المواضيع المرتبطة بهذا الجانب يمكن أن تكون مشاريع لبحوث مستقبلية منها :

- مناخ الأعمال ودوره في تحديد هيكل رأسمال المؤسسة.
- أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة.
- محددات هيكل رأس المال للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.
- هيكل رأس المال وعلاقته بربحية المؤسسة.

المراجع

المراجع :

أولا : المراجع باللغة العربية

I. الكتب :

1. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الادارة المالية)، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2011.
2. حسن منير الصادي، التمويل والإدارة المالية، النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، كلية التجارة، جامعة القاهرة، دون سنة نشر.
3. حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
4. خبراء الشركة العربية المتحدة للتدريب والاستشارات الادارية، الأساليب الحديثة للتحليل المالي وإعداد الموازنات لأغراض التخطيط والرقابة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2013.
5. خميسي شيخة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2010.
6. دادان عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول امثلية الهيكل لمالي (الإسهامات النظرية الأساسية)، جامعة ورقلة، 2004.
7. شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
8. عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية الإسكندرية.
9. عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
10. عبد الله عبد الله السنفي، الادارة المالية، الطبعة الثانية، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، 2013.

11. عبد الناصر إبراهيم نور، وليد زكريا صيام، حسام الدين مصطفى الخداش، أصول المحاسبة المالية، الجزء الثاني، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2010.
12. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
13. عليان الشريف وآخرون، الادارة والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
14. فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، رام الله، فلسطين، 2008.
15. محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2008.
16. محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر، الرياض، 2009.
17. محمد صلاح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، نihal فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، المكتب الجامعي الحديث، الأزاريطة، الإسكندرية، 2009.
18. محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لغرض التعامل في البورصة، منهج التحليل الأساسي، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1998.
19. مفلح محمد عقل، الادارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
20. منير شاكر، إسماعيل اسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
21. مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، الطبعة الثالثة، دار المسيرة للنشر والطباعة والتوزيع، عمان، 2011.
22. نزار محمود الرححي، المحاسبة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2013.

II. الأطروحات والمذكرات :

23. أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، غزة، 2016.
24. أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012/2011.
25. بلخير بكاري، أثر التقييم على مسار الشراكة بالنسبة لقطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة ورقلة، 2010/2009.
26. بلعيد يمينة، فودي الخالدية، دور التحليل المالي في تقييم الأداء في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، المركز الجامعي الونشريسي، تيسمسيلت، 2017/2016.
27. بن جدو بن علي، الاستراتيجية التنافسية وتحقيق الميزة التنافسية للمؤسسة، مذكرة ماجستير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2015/2014.
28. بوطغان حنان، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2007.
29. بوطويل عبد الرؤوف، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2013.
30. حراش معاذ، نصر أحمد، أثر هيكل المالي على القرارات المالية للمؤسسة، مذكرة ماستر، جامعة أكلي محند أو الحاج، البويرة، 2015/2014.
31. حميدة رمضاني، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011.
32. دادن عبد الغني، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، حالة بورصتي الجزائر وباريس، أطروحة دكتوراه غير منشورة، العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007/2006.
33. دعاء خلقي خنفض، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في البورصة، رسالة ماجستير 2017، جامعة الخليل، فلسطين.

34. سمية باديس، شافية بن عبد الله، دور التقييم المالي للمؤسسة في اتخاذ القرارات الاستثمارية، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، جامعة البويرة، 2015/2014.
35. عقيلة زهري، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015/2014.

.III التظاهرات العلمية

36. جبار محفوظ، تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني بعنوان التكامل الاقتصادي العربي الواقع والآفاق، جامعة الأغواط، الجزائر، أبريل، 2007.

.IV الجرائد والدوريات :

37. دادان عبد الوهاب، تحليل المقاربات حول أمثلية هيكل راس المال، مجلة الباحث، العدد 04-2006، جامعة ورقلة.
38. زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، مجلة العلوم الإنسانية والبحوث الاقتصادية، العدد 31 المجلد-ب- جوان 2009، دراسة نظرية تحليلية، جامعة منتوري، قسنطينة-الجزائر، 2009.
39. عادل حاتم ناصح، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 37، المجلد 10، العراق، 2014.
40. نبيلة سهيلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري ، (1999-2014)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخاص جوان 2017، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر.

.V مواقع الأنترنت المحكمة :

41. بورصة الجزائر، تقديم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، في 2019/05/08،
https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_socie&id_soc=26
42. 22/04/2019 article 164774.html www.alriyadh.com

43. Chaine El Aurassi, **Etats financiers exercice**, Bourse d'Alger 2017.
44. Chental Buissart, Mohamed Benkaci, **Analyse financière**, Berti éditions, Delly Ibrahim, 2011.
45. Entreprise de gestion hôtelier chaine el aurassi, **Rapport du conseil d'administration portant sur l'exercice clos**, Alger, 31/12/2012.
46. Fabrice Herve, **L'état des thèses en finance 2000-2004** : 17èmes journées national d'IAE, IAE de Lyon, 13/09/2004.
47. Pierre Vernimen, **Finance d'entreprise**, Dalloz, Paris, 6ème édition, 2005.
48. Rachard Brealey et Stewart Myers, **Principe de gestion financière**, 7ème édition, paris : Pearson Education, 2003.
49. Salma Mefteh, **La sensibilité des entreprises exportatrices aux variations du taux de change et les déterminants de la couverture** : le cas français. In cahiers de recherche n°04,2004, Université Paris IX Dauphine.
50. Yoser Gardhoum, Jean-Pierre Gueyie et Mariam Chahloul, **Le conseil d'administration dans la gouvernance des entreprises nord-américaines**, Cahier de recherche N° 06-2005, école des sciences de la gestion, Montréal, Québec, CANADA.

الملاحق

الملحق رقم 1 : الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2013 (جانبا الأصول)

ACTIF	NOTE	Montants Bruts	N Amort-Prov	Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	1	54 878 045,42	51 170 825,30	3 707 220,12	4 883 484,31
Immobilisations corporelles	2	12 187 786 645,54	3 690 578 261,43	8 497 208 384,11	2 342 015 817,78
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 897,50
Bâtiments		7 003 927 597,19	2 048 553 977,37	4 955 373 619,82	1 143 809 639,36
Autres immobilisations corporelles		4 640 005 450,85	1 642 024 284,06	2 997 981 166,79	654 352 580,92
Immobilisation en concession		0,00		0,00	0,00
Immobilisations en cours	4	930 800 427,24		930 800 427,24	7 430 598 039,98
Equipements neufs en stocks		61 873 537,88		61 873 537,88	21 536 427,13
Immobilisations financières		187 483 072,34	165 994 600,00	21 488 472,34	20 524 158,42
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations & créances rattachées	3	22 625 000,00	4 494 600,00	18 130 400,00	17 264 400,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	3 254 763,42
Prêts et autres actifs financiers non courants	3	164 858 072,34	161 500 000,00	3 358 072,34	4 995,00
Impôts différés actif		55 340 857,37		55 340 857,37	71 992 702,41
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		13 478 162 585,79	3 907 743 686,73	9 570 418 899,06	9 891 550 630,03
ACTIFS COURANTS					
Stocks & encours	5	509 105 622,65	46 106 387,53	462 999 235,12	417 410 657,39
Créances & emplois assimilés	6	1 084 792 719,72	78 164 783,27	1 006 627 936,45	609 671 253,14
Clients	6	452 021 446,14	77 878 283,27	374 143 162,87	425 359 799,06
Autres débiteurs	6	447 647 091,95	286 500,00	447 360 591,95	46 359 799,06
Impôts et assimilés		185 124 181,63		185 124 181,63	136 739 773,83
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	707 500,00
Disponibilités & assimilés	7	895 299 873,70	6 604 809,57	888 695 064,13	199 301 881,86
Placements & autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		895 299 873,70	6 604 809,57	888 695 064,13	199 301 881,86
TOTAL ACTIFS COURANTS		2 489 498 216,07	130 875 980,37	2 358 322 235,70	1 226 383 792,39
TOTAL GENERAL ACTIF		15 967 360 801,86	4 038 619 667,10	11 928 741 134,76	11 117 934 422,42

الملحق رقم 2 : الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2013 (جانب الخصوم)

PASSIF	NOTE	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes & réserves (Réserves consolidées (1))		2 354 979 857,46	2 354 979 857,46
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		356 855 178,32	313 083 850,45
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-503 221 164,24	-687 250 820,00
PART DE LA SOCIÉTÉ CONSOLIDANTE (1)	8	3 708 613 871,54	3 564 978 832,78
PARTS DE MINORITAIRES (1)			
TOTAL I		3 708 613 871,54	3 564 978 832,78
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	9	6 240 425 177,52	6 183 172 055,05
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	37 054 972,66
Autres dettes non courantes			15 547 829,10
Provisions et produits constatés d'avance		515 560 149,48	237 273 159,07
Compte de liaison			
TOTAL II		6 777 890 853,55	6 473 048 015,88
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs & comptes rattachés		102 076 113,35	154 673 738,65
Impôts		48 438 268,71	44 693 508,65
Autres dettes	10	1 275 491 508,11	854 513 963,81
Trésorerie passif	11	16 230 519,50	26 026 362,65
TOTAL III		1 442 236 409,67	1 079 907 573,76
TOTAL PASSIF (I + II + III)		11 928 741 134,76	11 117 934 422,42

الملحق رقم 3 : الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2014 (جانب الأصول)

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles		50 962 816,31	46 733 111,92	4 229 704,39	3 707 220,12
Immobilisations corporelles		11 100 093 080,76	3 845 709 341,97	7 254 383 738,79	8 497 208 384,11
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiments		5 823 590 325,38	1 897 356 284,60	3 926 234 040,78	4 955 373 619,82
Autres immobilisations corporelles		4 732 649 157,88	1 948 353 057,37	2 784 296 100,51	2 997 981 166,79
Immobilisations en concession		964 069,95		964 069,95	0,00
Immobilisations en cours		1 079 922 687,79		1 079 922 687,79	930 800 427,24
Equipements neufs en stocks		50 796 480,89		50 796 480,89	61 873 537,88
Immobilisations financières		188 942 737,12	163 302 200,00	25 640 537,12	21 488 472,34
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations & créances rattachées		22 625 000,00	1 802 200,00	20 822 800,00	18 130 400,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts & autres actifs non courant		166 317 737,12	161 500 000,00	4 817 737,12	3 358 072,34
Impôts différés actif		77 764 957,78		77 764 957,78	86 340 857,37
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		12 549 455 820,60	4 065 744 663,99	8 483 711 156,71	9 570 418 899,06
ACTIFS COURANTS					
Stocks & encours		698 700 179,08	34 355 505,92	664 344 673,16	462 999 235,12
Créances & emplois assimilés		1 243 605 539,62	106 123 138,42	1 138 482 401,20	1 006 627 936,45
Clients		589 117 680,45	104 836 638,42	484 281 042,03	374 143 162,87
Autres débiteurs		507 857 550,03	286 500,00	507 571 050,03	447 380 591,95
Impôts et assimilés		146 630 309,14		146 630 309,14	185 124 181,63
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités & assimilés		1 738 093 948,77	6 604 809,57	1 731 489 139,20	888 695 064,13
Placements & autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		1 738 093 948,77	6 604 809,57	1 731 489 139,20	888 695 064,13
TOTAL ACTIFS COURANTS		3 690 399 667,47	146 063 453,91	3 534 316 213,56	2 366 322 236,70
TOTAL GENERAL ACTIF		16 229 855 488,07	4 201 828 107,90	12 028 027 380,27	11 928 741 134,76

الملحق رقم 4 : الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2014 (جانب الخصوم)

PASSIF	NOTE	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes & réserves (Réserves consolidées (1))		2 229 414 857,46	2 354 979 857,46
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		738 097 348,86	356 855 178,32
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-531 344 310,73	-503 221 164,24
Part de la société consolidante (1)		3 936 167 895,59	3 708 613 871,54
Parts de minoritaires (1)			
TOTAL I		3 936 167 895,59	3 708 613 871,54
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		5 843 002 544,33	6 240 425 177,52
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		984 059,95	
Provisions et produits constatés d'avance		584 352 305,10	515 560 149,48
Compte de liaison		-0,00	0,00
TOTAL II		6 450 244 435,93	6 777 890 853,55
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs & comptes rattachés		142 269 745,27	102 076 113,35
Impôts		145 087 274,33	48 438 268,71
Autres dettes		1 338 007 064,67	1 275 491 508,11
Trésorerie passif		16 230 964,48	16 230 519,50
TOTAL III		1 641 615 048,75	1 442 236 409,67
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		12 028 027 380,27	11 928 741 134,76

الملحق رقم 5 : الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2015 (جانب الأصول)

ACTIF	Note	Montants Bruts	N		N-1
			Amortissements, provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition – goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	1	50 746 816,31	47 740 002,54	3 006 813,77	4 229 704,39
Immobilisations corporelles	2	11 743 522 415,83	4 635 690 173,60	7 107 832 242,23	7 254 383 738,79
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiments		6 264 236 596,90	2 184 411 524,40	4 079 825 072,50	3 926 234 040,78
Autres immobilisations corporelles		4 935 432 221,43	2 451 278 649,20	2 484 153 572,23	2 784 296 100,51
Immobilisations en concession		984 059,95		984 059,95	0,00
Immobilisations encours	4	1 078 621 047,36		1 078 621 047,36	1 079 922 687,79
Equipements neufs en stocks		62 036 536,23		62 036 536,23	50 795 480,89
Immobilisations financières	3	179 364 890,13	167 303 000,00	12 061 890,13	25 640 537,12
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées		22 625 000,00	14 303 000,00	8 322 000,00	20 822 800,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		156 739 890,13	153 000 000,00	3 739 890,13	4 817 737,12
Impôts différés actif		89 510 057,30		89 510 057,30	77 754 957,78
TOTAL ACTIF NON COURANT		13 204 785 823,11	4 850 733 176,14	8 354 052 646,97	8 493 711 166,71
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	5	859 628 228,94	34 203 772,65	825 424 456,29	664 344 673,16
Créances et emplois assimilés	6	1 351 388 306,18	108 704 211,08	1 242 684 095,10	1 138 482 401,20
Clients		591 964 561,98	108 417 711,08	483 546 850,90	484 281 042,03
Autres débiteurs		539 185 522,65	286 500,00	538 899 022,65	507 571 050,03
Impôts et assimilés		220 238 221,55		220 238 221,55	146 630 309,14
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	7	1 606 860 869,57	6 257 195,71	1 600 603 673,86	1 731 489 139,20
Placements et autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		1 606 860 869,57	6 257 195,71	1 600 603 673,86	1 731 489 139,20
TOTAL ACTIF COURANT		3 817 877 404,69	149 165 179,44	3 668 712 225,25	3 534 316 213,56
TOTAL GENERAL ACTIF		17 022 663 227,80	4 999 898 355,58	12 022 764 872,22	12 028 027 380,27

الملحق رقم 6 : الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي لسنة 2015 (جانب الخصوم)

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 163 602 621,01	2 229 414 857,46
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net -Résultat net part du groupe (1)		609 333 773,22	738 097 348,86
Autres capitaux propres - Report à nouveau		330 808 860,86	-531 344 310,73
Part de la société consolidante (1)		4 603 745 255,09	3 936 167 895,59
Parts de minoritaires (1)			
TOTAL I	8	4 603 745 255,09	3 936 167 895,59
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		5 471 394 010,82	5 843 002 544,33
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		984 059,95	984 059,95
Provisions et produits constatés d'avance		619 838 249,05	584 352 305,10
Compte de liaison		-0,00	-0,00
TOTAL II	9	6 114 121 846,37	6 450 244 435,93
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		158 648 325,04	142 289 745,27
Impôts		166 450 101,50	145 087 274,33
Autres dettes		963 098 117,23	1 338 007 064,67
Trésorerie passif	11	16 701 226,99	16 230 964,48
TOTAL III	10	1 304 897 770,76	1 641 615 048,75
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		12 022 764 872,22	12 028 027 380,27

الملحق رقم 7 : الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2016 (جانب الأصول)

Actif	Note	Montants Bruts	Amortissem ents provisions et pertes de valeurs	N	N-1
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition – goodwill positif ou négatif		-		-	-
Immobilisations incorporelles	1	64 231 330.81	49 751 784.23	14 479 546.58	3 006 813.77
Immobilisations corporelles	2	13 011 514 952.70	5 357 896 240.63	7 653 618 712.07	7 107 832 242.23
Terrains		543 853 597.50	-	543 853 597.50	543 853 597.50
Bâtiments		6 912 355 212.19	2 425 216 206.60	4 487 139 005.59	4 079 825 072.50
Autres immobilisations corporelles		5 555 306 143.01	2 932 680 034.03	2 622 626 108.98	2 484 153 572.23
Immobilisations en concession		984 059.95	-	984 059.95	984 059.95
Immobilisations en cours	4	518 517 862.19	5 649 790.08	512 868 072.11	1 078 621 047.36
Equipements neufs en stocks		63 812 013.61	-	63 812 013.61	62 036 536.23
Immobilisations financières	3	180 471 695.54	167 055 200.00	13 416 495.54	12 061 890.13
Titres mis en équivalence		-	-	-	-
Autres participations et créances rattachées		22 625 000.00	14 055 200.00	8 569 800.00	8 322 000.00
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		157 846 695.54	153 000 000.00	4 846 695.54	3 739 890.13
Impôts différés actif		96 362 623.77	-	96 362 623.77	89 510 057.30
TOTAL ACTIF NON COURANT		13 935 894 538.57	5 580 353 014.94	8 355 541 523.63	8 354 052 646.97
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	5	888 565 129.51	27 472 509.20	861 092 620.31	825 424 456.29
Créances et emplois assimilés	6	1 363 163 697.87	125 155 028.59	1 238 008 669.28	1 242 684 095.10
Clients		556 198 862.01	124 870 028.59	431 328 833.42	483 546 850.90
Autres débiteurs		562 953 150.86	285 000.00	562 668 150.86	538 899 022.65
Impôts et assimilés		244 011 685.00	-	244 011 685.00	220 238 221.55
Autres créances et emplois assimilés		-	-	-	-
Disponibilités et assimilés	7	1 282 202 920.04	6 257 195.71	1 275 945 724.33	1 600 603 673.86
Placements et autres actifs financiers courants		-	-	-	-
Trésorerie		1 282 202 920.04	6 257 195.71	1 275 945 724.33	1 600 603 673.86
TOTAL ACTIF COURANT		3 533 931 747.42	158 884 733.50	3 375 047 013.92	3 668 712 225.25
TOTAL GENERAL ACTIF		17 469 826 285.99	5 739 237 748.44	11 730 588 537.55	12 022 764 872.22

الملحق رقم 8 : الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2016 (جانب الخصوم)

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000.00	1 500 000 000.00
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 413 602 621.01	2 163 602 621.01
Ecart de réévaluation		-	-
Ecart d'équivalence (1)		-	-
Résultat net -Résultat net part du groupe (1)		331 873 991.79	609 333 773.22
Autres capitaux propres - Report à nouveau		355 689 283.32	330 808 860.86
Part de la société consolidant (1)		4 601 165 896 .12	4 603 745 255.09
Parts de minoritaires (1)		-	-
TOTAL I	8	4 601 165 896 .12	4 603 745 255.09
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		5 005 226 697.31	5 471 394 010.82
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526.55	21 905 526.55
Autres dettes non courantes		984 059.95	984 059.95
Provisions et produits constatés d'avance		618 250 469.00	619 838 249.05
Compte de liaison		-	-
TOTAL II	9	5 646 366 752.81	6 114 121 846.37
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		342 727 506.49	158 648 325.04
Impôts		107 683 078.16	166 450 101.50
Autres dettes		1 032 141 440.16	963 098 117.23
Trésorerie passif		503 863.81	16 701 226.99
TOTAL III	11	1 483 055 888.62	1 304 897 770.76
TOTAL PASSIF (I+ II + III)	10	11 730 588 537.55	12 022 764 872.22

الملحق رقم 9 : الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي لسنة 2017 (جانب الأصول)

ACTIF	Note	Montants Bruts	N	Net	N-1
			Amortissement, provisions et pertes de valeurs		Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition – goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles	1	67 744 654,47	53 456 353,74	14 288 300,73	14 479 546,58
Immobilisations corporelles	2	13 311 729 009,08	6 028 843 356,05	7 282 885 653,03	7 653 618 712,07
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiments		7 004 258 392,78	2 650 529 268,46	4 353 729 124,32	4 487 139 005,59
Autres immobilisations corporelles		5 763 617 018,80	3 378 314 087,59	2 385 302 931,21	2 622 626 108,98
Immobilisations en concession		984 059,95		984 059,95	984 059,95
Immobilisations encours	4	798 937 225,10		798 937 225,10	512 868 072,11
Equipements neufs en stocks					63 812 013,61
Immobilisations financières		181 541 290,97	167 519 200,00	14 022 090,97	13 416 495,54
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées	3	22 625 000,00	14 519 200,00	8 105 800,00	8 569 800,00
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		158 916 290,97	153 000 000,00	5 916 290,97	4 846 695,54
Impôts différés actif		104 367 180,78		104 367 180,78	96 362 623,77
		14 465 303 420,35	6 249 818 909,79	8 215 484 510,56	8 355 541 523,63
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	5	874 598 488,75	18 793 820,90	855 804 667,85	861 091 332,71
Créances et emplois assimilés	6	1 422 571 326,93	131 139 285,37	1 291 432 041,56	1 237 792 506,57
Clients		623 581 123,45	130 854 285,37	492 726 838,08	431 373 522,30
Autres débiteurs		603 604 193,89	285 000,00	603 319 193,89	562 514 669,59
Impôts et assimilés		195 386 009,59		195 386 009,59	243 904 314,68
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés	7	1 225 126 544,98	6 257 195,71	1 218 869 349,27	1 275 945 707,33
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		1 225 126 544,98	6 257 195,71	1 218 869 349,27	1 275 945 707,33
		3 522 296 360,66	156 190 301,98	3 366 106 058,68	3 374 829 546,61
		17 987 599 781,01	6 406 009 211,77	11 581 590 569,24	11 730 371 070,24

الملحق رقم 10 : الميزانية المحاسبية لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي لسنة 2017 (جانب الخصوم)

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 488 602 621,01	2 413 602 621,01
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		549 187 994,87	331 873 991,79
Autres capitaux propres - Report à nouveau		348 292 732,12	355 689 283,32
Part de la société consolidante (1)	8	4 886 083 348,00	4 601 165 896,12
Parts de minoritaires (1)			
TOTAL I		4 886 083 348,00	4 601 165 896,12
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		4 657 002 156,11	5 005 226 697,31
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		984 059,95	984 059,95
Provisions et produits constatés d'avance		625 640 482,83	618 250 469,00
Compte de liaison			
TOTAL II	9	5 305 532 225,44	5 646 366 752,81
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		338 675 106,43	342 769 707,77
Impôts		169 656 956,50	107 576 890,84
Autres dettes		881 305 079,19	1 031 987 958,90
Trésorerie passif	11	337 853,68	503 863,80
TOTAL III		1 389 974 995,80	1 482 838 421,31
TOTAL PASSIF (I+ II + III)	10	11 581 590 569,24	11 730 371 070,24

الملحق رقم 11 : حسابات النتائج لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2013

INTITULÉ	N	N-1
Ventes et produits annexes	2 168 744 768,49	1 482 303 083,47
Variation stocks produits finis et en cours		
Production immobilisée		
Subventions d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	2 168 744 768,49	1 482 303 083,47
Achats consommés	-383 826 234,36	-291 868 472,68
Services extérieurs et autres consommations	-141 037 613,65	-79 863 049,35
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE	-524 863 848,01	-371 731 522,03
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	1 643 880 920,48	1 110 571 561,44
Charges de personnel	-460 717 136,41	-387 688 099,50
Impôts et taxes et versements assimilés	-57 091 450,50	-33 452 530,06
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 126 072 333,57	-689 430 931,88
Autres produits opérationnels	47 448 578,70	21 665 183,53
Autres charges opérationnelles	-108 562 211,41	-59 195 749,71
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur	-678 204 838,77	-288 246 774,95
Reprise sur pertes de valeur & provisions	65 827 656,66	50 765 758,06
V - RÉSULTAT OPERATIONNEL	452 581 518,75	414 419 348,81
Produits financiers	160 409 823,37	25 420 722,10
Charges financières	-215 515 822,02	-23 121 200,67
VI - RÉSULTAT FINANCIER	-55 105 998,65	2 299 521,43
VII - RÉSULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)	397 475 520,10	416 718 870,24
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	-40 620 341,78	-103 635 019,79
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITÉS ORDINAIRES	2 442 430 827,22	1 580 154 747,16
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITÉS ORDINAIRES	-2 085 575 848,90	-1 267 070 896,71
VIII - RÉSULTAT NET DES ACTIVITÉS ORDINAIRES	356 855 178,32	313 083 850,45
Eléments extraordinaires (produits) (*)		
Eléments extraordinaires (charges) (*)		
IX - RÉSULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE	356 855 178,32	313 083 850,45

الملحق رقم 12 : حسابات النتائج لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2014

INTITULE	NOTE	N	N-1
Ventes et produits annexes		3 073 721 262,69	2 168 744 768,49
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		3 073 721 262,69	2 168 744 768,49
Achats consommés		-485 200 719,34	-383 826 234,36
Services extérieurs et autres consommations		-124 415 354,28	-141 037 613,65
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-609 616 073,62	-524 863 848,01
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)		2 464 105 189,07	1 643 880 920,48
Charges de personnel		-644 203 111,89	-460 717 136,41
Impôts et taxes et versements assimilés		-78 184 823,09	-57 091 450,50
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 741 717 254,09	1 126 072 333,57
Autres produits opérationnels		38 196 529,91	47 448 578,70
Autres charges opérationnelles		-82 612 358,75	-108 562 211,41
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur		-779 743 092,26	-678 204 838,77
Reprise sur pertes de valeur et provisions		43 383 740,95	65 827 656,66
V - RESULTAT OPERATIONNEL		960 942 073,94	452 581 518,75
Produits financiers		12 342 156,84	160 409 823,37
Charges financières		-28 880 611,59	-215 515 822,02
VI - RESULTAT FINANCIER		-16 538 454,75	-55 105 998,65
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)		944 403 619,19	397 475 520,10
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-86 694 818,89	-
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-119 611 451,44	-40 620 341,78
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		3 167 643 690,39	2 442 430 827,22
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-2 429 546 341,53	-2 085 575 648,90
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		738 097 348,86	356 855 178,32
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		738 097 348,86	356 855 178,32

الملحق رقم 13 : حسابات النتائج لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2015

	Note	N	N-1
Ventes et produits annexes		2 870 799 525,31	3 073 721 262,69
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	13	2 870 799 525,31	3 073 721 262,69
Achats consommés		-472 678 461,02	-485 200 719,34
Services extérieurs et autres consommations		-119 306 804,64	-124 415 354,28
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-591 985 265,66	-609 616 073,62
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		2 278 814 259,65	2 464 105 189,07
Charges de personnel	14	-613 720 629,34	-644 203 111,89
Impôts et taxes et versements assimilés	15	-80 521 069,74	-78 184 823,09
IV-Excédent brut d'exploitation		1 584 572 560,57	1 741 717 254,09
Autres produits opérationnels		32 573 968,80	38 196 529,91
Autres charges opérationnelles	16	-74 784 119,76	-82 612 358,75
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur	17	-804 054 463,42	-779 743 092,26
Reprise sur pertes de valeur et provisions		54 594 564,69	43 383 740,95
V-Résultat opérationnel	12	792 902 510,88	960 942 073,94
Produits financiers		34 050 886,80	12 342 156,84
Charges financières		-84 705 259,71	-28 880 611,59
VI-Résultat financier	18	-50 654 372,91	-16 538 454,75
VII-Résultat ordinaire avant impots (V+VI)		742 248 137,97	944 403 619,19
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-116 388 272,05	-86 694 818,89
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-16 526 092,70	-119 611 451,44
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		2 992 018 945,60	3 167 643 690,39
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-2 382 685 172,38	-2 429 546 341,53
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		609 333 773,22	738 097 348,86
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX-Résultat extraordinaire			
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	19	609 333 773,22	738 097 348,86

الملحق رقم 14 : حسابات النتائج لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي لسنة 2016

Rubric	Note	N	N-1
Ventes et produits annexes		2 661 576 668.54	2 870 799 525.31
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	13	2 661 576 668.54	2 870 799 525.31
Achats consommés		-462 926 940.50	-472 678 461.02
Services extérieurs et autres consommations		-131 679 904.44	-119 306 804.64
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-594 606 844.94	-591 985 265.66
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		2 066 969 823.60	2 278 814 259.65
Charges de personnel	14	-621 345 503.42	-613 720 629.34
Impôts et taxes et versements assimilés	15	-75 546 773.86	-80 521 069.74
IV-Excédent brut d'exploitation		1 370 077 546.32	1 584 572 560.57
Autres produits opérationnels		33 915 312.85	32 573 968.80
Autres charges opérationnelles	16	-102 773 326.97	-74 784 119.76
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur	17	-827 841 723.60	-804 054 463.42
Reprise sur pertes de valeur et provisions		39 039 221.66	54 594 564.69
V-Résultat opérationnel	12	512 417 030.26	792 902 510.88
Produits financiers		7 488 720.46	34 050 886.80
Charges financières		-115 720 668.40	-84 705 259.71
VI-Résultat financier	18	-108 231 947.94	-50 654 372.91
VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)		404 185 082.32	742 248 137.97
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-76 912 046.16	-116 388 272.05
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		4 600 955.63	-16 526 092.70
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		2 742 019 923.51	2 992 018 945.60
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-2 410 145 931.72	-2 382 685 172.38
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	19	331 873 991.79	609 333 773.22
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX-Résultat extraordinaire			
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		331 873 991.79	609 333 773.22

الملحق رقم 15 : حسابات النتائج لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي لسنة 2017

Rubriques	Note	N	N-1
Ventes et produits annexes	13	2 828 910 650,57	2 661 576 668,54
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		2 828 910 650,57	2 661 576 668,54
Achats consommés		-483 867 675,25	-462 926 940,50
Services extérieurs et autres consommations		-132 279 797,59	-131 679 904,44
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-616 147 472,84	-594 606 844,94
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		2 212 763 177,73	2 066 969 823,60
Charges de personnel	14	-643 042 803,13	-621 345 503,42
Impôts et taxes et versements assimilés	15	-75 478 892,64	-75 546 773,86
IV-Excédent brut d'exploitation		1 494 241 481,96	1 370 077 546,32
Autres produits opérationnels		63 473 323,43	33 915 312,85
Autres charges opérationnelles	16	-78 986 357,89	-102 773 326,97
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur	17	-785 685 915,77	-827 841 723,60
Reprise sur pertes de valeur et provisions		51 313 616,24	39 039 221,86
V-Résultat opérationnel	12	744 356 147,97	512 417 030,26
Produits financiers		10 723 210,66	7 488 720,46
Charges financières		-88 448 046,22	-115 720 668,40
VI-Résultat financier	18	-77 724 835,56	-108 231 947,94
VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)		666 631 312,41	404 185 082,32
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-122 556 283,76	-76 912 046,16
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		5 112 966,22	4 600 955,63
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		2 954 420 800,90	2 742 019 923,51
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-2 405 232 806,03	-2 410 145 931,72
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	19	549 187 994,87	331 873 991,79
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX-Résultat extraordinaire			
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		549 187 994,87	331 873 991,79