



وزارة التعليم العالي و البحث العلمي



جامعة الجزائر - 3 -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه ل م د

تخصص: إدارة مالية ومحاسبية

بعنوان:

فعالية فتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية ودوره في تحسين الأداء المالي

تحت إشراف : الأستاذ الدكتور

من إعداد الطالبة :

رفاع توفيق

مولة نسيم

أعضاء لجنة المناقشة

الصفة	مؤسسة الانتماء	أعضاء اللجنة المناقشة
رئيسا	جامعة الجزائر 3	أ. د بوغزالة نجلاء
مشرفا و مقرا	جامعة الجزائر 3	أ.د رفاق توفيق
عضوا	جامعة الجزائر 3	أ. ألمانسيح رابح أمين
عضوا	جامعة خمس مليانة	أ . زحوفي نور الدين
عضوا	جامعة الجزائر 3	أ . بوطبة صبرينة
عضوا	جامعة بومرداس	أ بلقاضي طاهر لمين

السنة الجامعية: 2025-2026

شكر وتقدير

الحمد و الشكر للمولى تعالى الذي وفقني لانجاز هذا العمل
كما أتوجه بأسمى عبارات التقدير و الاحترام إلى مشرفي الأستاذ
الدكتور رفاه توفيق على ما قدمه من توجيه و إرشاد متمنية من
الله عز وجل أن يبارك له و يوفقه في عمله الشكر الخاص للأستاذ
الدكتور بشير كشود .

كما أتقدم بجزيل الشكر لكل أساتذة لجنة المناقشة الكرام على
الجهود المبذولة في تقييم و تصويب هذا البحث

أدامكم الله في خدمة العلم

إهداء

إلى والدي الكريمين أطال الله عمرهما في طاعته عرفانا و تقديرا

إلى إخوتي الأعزاء و إلى عائلتي الصغيرة

إلى الأصدقاء و الأحباب

مودة نسيمه

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
شكر و تقدير	/
إهداء	/
فهرس المحتويات	I
قائمة الجداول	VIII
قائمة الأشكال	XII
قائمة الملاحق	XIII
الملخص	XIV
مقدمة عامة	(أ-ي)
الفصل الأول: الأسس النظرية لفتح رأسمال المؤسسات الاقتصادية	(1-50)
تمهيد	2
المبحث الأول: هيكل رأس المال والمقاربات النظرية لدراسة مزايا وعيوب فتح رأس المال	3
المطلب الأول: قرار فتح رأس المال في ظل نظرية الوكالة	3
الفرع الأول: عرض نظرية الوكالة	3
الفرع الثاني: علاقة تكاليف الوكالة بقرار فتح رأس المال	4
الفرع الثالث: هيكل رأس المال (المناسب) الأمثل في ظل تكاليف الوكالة.	6
المطلب الثاني: نظرية التمويل الهرمي وعلاقتها بقرار فتح رأس المال	7
الفرع الأول: تقديم النظرية	7
الفرع الثاني: قرار فتح رأس مال المؤسسة في ظل اعتماد نظرية التمويل الهرمي	8
الفرع الثالث: خصوصية التمويل الهرمي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة	9
المطلب الثالث: اتخاذ قرار فتح رأس المال في ظل تأثير نظرية الإشارة	11
الفرع الأول: عرض النظرية	11
الفرع الثاني: دور نظرية الإشارة في تفسير قرار فتح رأس المال	13
الفرع الثالث: دور نظرية الإشارة في ترجمة الهيكل التمويلي للمؤسسة الصغيرة و المتوسطة	13
المبحث الثاني: آليات فتح رأس مال المؤسسة	17
المطلب الأول: استراتيجية فتح رأس مال المؤسسة عن طريق الاكتتاب العام	17
الفرع الأول: ماهية الاكتتاب العام والخاص	17

19	الفرع الثاني: التمويل بفتح رأس المال عن طريق السوق المالي
22	الفرع الثالث: مزايا و عيوب فتح رأس المال
25	الفرع الرابع: دوافع فتح رأس مال المؤسسة
26	المطلب الثاني: الشراكة كأسلوب من أساليب فتح رأس المال
26	الفرع الأول: مفهوم الشراكة و دوافعها
29	الفرع الثاني: أهداف الشراكة و النظريات المفسرة لها
32	الفرع الثالث: مراحل و إجراءات قيام الشراكة
35	المبحث الثالث: تكلفة التمويل عن طريق فتح رأس المال
35	المطلب الأول: تكلفة الأموال الخاصة
35	الفرع الأول: تكلفة الأسهم العادية
37	الفرع الثاني: تكلفة الأسهم الممتازة
38	الفرع الثالث: تكلفة الأرباح المحتجزة
40	المطلب الثاني: تكلفة الاقتراض (الاستدانة)
40	الفرع الأول: تكلفة القرض السندي
41	الفرع الثاني: تكلفة الاقتراض طويل و متوسط الأجل
42	الفرع الثالث: تكلفة الاقتراض قصير الأجل
43	المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة للأموال
43	الفرع الأول: مفهوم تكلفة رأس المال
43	الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال
46	الفرع الثالث: مداخل حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
49	خلاصة الفصل الأول
(51-116)	الفصل الثاني: القرارات المالية و محددات فتح رأسمال المؤسسة الإقتصادية
51	تمهيد
52	المبحث الأول: القرارات المالية في المؤسسة و دورها في فتح رأس مالها
52	المطلب الأول: مفهوم القرارات المالية
52	الفرع الأول: مفهوم قرار التمويل
55	الفرع الثاني: مفهوم قرار الاستثمار
48	الفرع الثالث: قرار توزيع الأرباح و دوره في سياسة تمويل المؤسسة
62	المطلب الثاني: الهيكل المالي أو هيكل التمويل

62	الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي Structure Financière
63	الفرع الثاني: مفهوم هيكل رأس المال Structure du Capital
64	الفرع الثالث: مكونات الهيكل المالي
64	الفرع الرابع: العوامل المؤثرة في هيكل التمويل
68	المطلب الثالث: قرار التمويل في ظل اختيار الهيكل الأمثل (المناسب)
68	الفرع الأول: تعريف هيكل التمويل الأمثل و مميزاته
69	الفرع الثاني: اختيار التركيبة المثلى لهيكل التمويل
70	الفرع الثالث: قرار فتح رأس المال كقرار تمويلي
72	المطلب الرابع: محددات قرار فتح رأس المال في ظل المفاضلة بين طرق التمويل
72	الفرع الأول: المردودية
75	الفرع الثاني: الخطر و العائد
77	الفرع الثالث: الاستثمارات
78	الفرع الرابع: خلق القيمة كمدخل لاختيار نمط التمويل
79	المبحث الثاني: تشخيص الأداء المالي و دوره في تفعيل قرار فتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية
79	المطلب الأول: مفهوم التشخيص الاستراتيجي
79	الفرع الأول: تعريف التشخيص الاستراتيجي
80	الفرع الثاني: أهمية التشخيص الاستراتيجي
80	الفرع الثالث: دور التشخيص الاستراتيجي في تفعيل قرار فتح رأس المال
81	المطلب الثاني: تشخيص الأداء المالي في المؤسسة
81	الفرع الأول: تعريف التشخيص المالي
83	الفرع الثاني: طرق التشخيص المالي
84	الفرع الثالث: أدوات التشخيص المالي
86	الفرع الرابع: دور التشخيص المالي في اتخاذ القرارات المالية
87	المطلب الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية
87	الفرع الأول: ماهية الأداء المالي
90	الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في الأداء المالي
91	الفرع الثالث: أسباب تباين مفاهيم الأداء المالي
93	الفرع الرابع: توجهات تقييم الأداء المالي

103	المبحث الثالث: دور تقييم المؤسسات لفتح رأس مال المؤسسة في إطار تبني مقومات حوكمة الأداء
103	المطلب الأول: مساهمة الحوكمة في تحسين الأداء المالي
103	الفرع الأول: الأسس النظرية لحوكمة الشركات
104	الفرع الثاني: مبادئ حوكمة الشركات
104	الفرع الثالث : مساهمة مبادئ حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي
107	المطلب الثاني : انعكاسات تبني حوكمة الشركات على عملية فتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية
107	المطلب الثالث : مقومات تقييم المؤسسة في إطار فتح رأسمالها
107	الفرع الأول: مفهوم تقييم المؤسسات
111	الفرع الثاني: مقاربات و طرق تقييم المؤسسات
114	الفرع الثالث: تأثير عملية فتح رأس مال المؤسسة على منهجية تقييم المؤسسة
116	خلاصة الفصل الثاني
(119-172)	الفصل الثالث: دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)
119	تمهيد
120	المبحث الأول: تقديم عام للمؤسسة مجال الدراسة
120	المطلب الأول: نظرة عامة عن مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)
120	الفرع الأول: تقديم مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) CATEL SPA
121	الفرع الثاني :النشأة التاريخية و تطور المؤسسة
123	الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي للمؤسسة
124	الفرع الرابع: مؤشرات مالية حول وضعية المؤسسة في إطار عملية فتح رأس المال
126	الفرع الخامس :مقومات فتح رأس مال المؤسسة في إطار الشراكة
129	المطلب الثاني:فتح رأس مال مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) عن طريق الشراكة مع مؤسسة ماتيليك
129	الفرع الأول: التعريف بالمؤسسة الشريكة MATELAC SAL
131	الفرع الثاني :تنظيم و إجراءات فتح رأس مال مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) في إطار عملية الشراكة
134	الفرع الثالث: تشخيص و تحليل وضعية المؤسسة بعد عملية فتح رأس المال في إطار الشراكة

136	المبحث الثاني: تحليل واقع الأداء المالي للمؤسسة مجال الدراسة قبل عملية الشراكة
136	المطلب الأول: تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة قبل الشراكة
136	الفرع الأول :تحليل الميزانية من منظور وظيفي
138	الفرع الثاني :تحليل الميزانية من منظور مالي
142	المطلب الثاني:تقييم النشاط و النتائج
142	الفرع الأول: تحليل مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات التسيير
145	الفرع الثاني:تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات الأداء الربحي
146	الفرع الثالث: تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات أداء عناصر الاستغلال
148	المطلب الثالث:تحليل المردودية بمؤشراتها النسبية
148	الفرع الأول :تحليل المردودية المالية
149	الفرع الثاني:تحليل المردودية الاقتصادية
150	المبحث الثالث: : تحليل الأداء المالي للمؤسسة مجال الدراسة بعد عملية الشراكة
150	المطلب الأول: تحليل الهيكل المالي على أساس الميزانية
150	الفرع الأول :تحليل الميزانية من منظور وظيفي
153	الفرع الثاني :تحليل الميزانية من منظور مالي
158	المطلب الثاني:تقييم النشاط و النتائج
158	الفرع الأول : تحليل مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات (بحسابات) التسيير
161	الفرع الثاني:تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات الأداء الربحي
163	الفرع الثالث:تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات عناصر الاستغلال
165	المطلب الثالث:تحليل المردودية بمؤشراتها النسبية
165	الفرع الأول:تحليل المردودية المالية
166	الفرع الثاني:تحليل المردودية الاقتصادية
167	المطلب الرابع:التحليل المقارن لأثر فتح رأس مال المؤسسة على أدائها المالي
167	الفرع الأول :المقارنة انطلاقا من مؤشرات السيولة
168	الفرع الثاني:المقارنة انطلاقا من مؤشرات هيكل رأس المال
169	الفرع الثالث:المقارنة انطلاقا من مؤشرات عملية التسيير
170	الفرع الرابع:المقارنة انطلاقا من مؤشرات الأداء الربحي (المردودية)
171	الفرع الخامس:المقارنة انطلاقا من مؤشرات أداء عناصر الاستغلال
172	خلاصة الفصل الثالث

213-174)	الفصل الرابع: دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الاكتتاب العام على الأداء المالي لشركة ذات أسهم أوم أنفست
174	تمهيد
175	المبحث الأول: تقديم عام للمؤسسة مجال الدراسة
175	المطلب الأول: نظرة عامة عن مؤسسة أوم أنفست
175	الفرع الأول: نشأة المؤسسة و تطور نشاطها
177	الفرع الثاني: نشاط الشركة AOM Invest
179	الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي لشركة أوم أنفست
181	الفرع الرابع: مؤشرات مالية حول وضعية المؤسسة قبل عملية الاكتتاب العام
182	المطلب الثاني: فتح رأس مال مؤسسة أوم أنفست عن طريق الاكتتاب العام في البورصة
182	الفرع الأول: شروط دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة سوق البورصة
184	الفرع الثاني: خصوصية عملية دخول الشركة سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر
187	الفرع الثالث: أهداف دخول البورصة وأعباء عملية الإصدار
189	الفرع الرابع: مؤشرات مالية حول وضعية المؤسسة بعد عملية الاكتتاب العام
190	المبحث الثاني: تحليل واقع الأداء المالي للمؤسسة مجال الدراسة قبل الاكتتاب العام
190	المطلب الأول: تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة قبل الاكتتاب العام
190	الفرع الأول: تحليل الميزانية من منظور وظيفي
192	الفرع الثاني: تحليل الميزانية من منظور مالي
194	المطلب الثاني: تقييم النشاط و النتائج
195	الفرع الأول: تحليل مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات التسيير
196	الفرع الثاني: تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات الأداء الربحي
197	الفرع الثالث: تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات عناصر الاستغلال
198	المطلب الثالث: تحليل المردودية بمؤشراتها النسبية
198	الفرع الأول: تحليل المردودية المالية
199	الفرع الثاني: تحليل المردودية الاقتصادية
200	المبحث الثالث: تحليل واقع الأداء المالي للمؤسسة مجال الدراسة بعد الاكتتاب العام
200	المطلب الأول: تحليل الهيكل المالي على أساس الميزانية
200	الفرع الأول: تحليل الميزانية من منظور وظيفي
201	الفرع الثاني: تحليل الميزانية من منظور مالي

204	المطلب الثاني: تقييم النشاط و النتائج
204	الفرع الأول : تحليل مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات التسيير
206	الفرع الثاني: تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات الأداء الربحي
207	الفرع الثالث: تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات عناصر الاستغلال
208	المطلب الثالث :تحليل المردودية بمؤشراتها النسبية
208	الفرع الأول: تحليل المردودية المالية
208	الفرع الثاني: تحليل المردودية الاقتصادية
209	المطلب الرابع :التحليل المقارن لأثر فتح رأس مال المؤسسة على أدائها المالي
209	الفرع الأول: المقارنة انطلاقا من مؤشرات السيولة
210	الفرع الثاني:المقارنة انطلاقا من مؤشرات هيكل رأس المال
211	الفرع الثالث:المقارنة انطلاقا من مؤشرات عملية التسيير
212	الفرع الرابع:المقارنة انطلاقا من مؤشرات الأداء الربحي (المردودية)
212	الفرع الخامس:المقارنة انطلاقا من مؤشرات أداء عناصر الاستغلال
213	خلاصة الفصل الرابع
215	خاتمة عامة
222	قائمة المراجع
I	الملاحق

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-1)	آليات تنسيق الأنشطة الاقتصادية حسب ريتشاردسون 1972	31
(2-1)	تأثير مصادر التمويل على تكلفة رأس المال	55
(1-2)	المعلومات المتعلقة بقرار التمويل	64
(2-2)	نسب المردودية	94
(3-2)	نسب متعلقة بحسابات التسيير	94
(4-2)	نسب السيولة	95
(5-2)	نسب المديونية (أداء هيكل رأس المال)	96
(6-2)	مؤشرات أداء عناصر الاستغلال	97
(1-3)	تطور رقم أعمال مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2004-2007)	124
(2-3)	تطور عدد العمال في مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2004-2007)	125
(3-3)	تطور حجم الاستثمارات لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات للفترة (2004-2007)	125
(4-3)	تطور رقم أعمال مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2008-2020)	134
(5-3)	تطور حجم الاستثمارات لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2008-2020)	135
(6-3)	رأس المال العامل الصافي الإجمالي لمؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات للفترة (2004-2007)	136
(7-3)	احتياجات رأس المال العامل الصافي الإجمالي لمؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات للفترة (2004-2007)	137
(8-3)	تطور خزانة مؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات للفترة (2004-2007)	138
(9-3)	مؤشرات الأداء المتعلقة بالسيولة لمؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات خلال الفترة (2004-2007)	138
(10-3)	مؤشرات الأداء المتعلقة بتمويل مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) خلال الفترة (2004-2007)	140
(11-3)	مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات التسيير لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) خلال الفترة (2004-2007) 58	143
(12-3)	مؤشرات الأداء المتعلقة بالأداء الربحي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) خلال الفترة (2004-2007)	145
(13-3)	مؤشرات الأداء المتعلقة بأداء عناصر الاستغلال لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) خلال الفترة (2004-2007)	146
(14-3)	تطور المردودية المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2004-2007)	148
(15-3)	تطور المردودية الاقتصادية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2004-2007)	149

150	رأس المال العامل الصافي الإجمالي لمؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات للفترة (2008-2020)	(3-16)
151	احتياجات رأس المال العامل الصافي الإجمالي لمؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات للفترة (2008-2020)	(3-17)
152	تطور خزانة مؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات للفترة (2008-2020)	(3-18)
153	مؤشرات الأداء المتعلقة بالسيولة لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) خلال الفترة (2008-2020)	(3-19)
155	مؤشرات الأداء المتعلقة بتمويل مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) خلال الفترة (2008-2020)	(3-20)
156	مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات تسيير مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) خلال الفترة (2008-2020)	(3-21)
158	مؤشرات الأداء المتعلقة بالأداء الربحي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) خلال الفترة (2008-2020)	(3-22)
159	مؤشرات الأداء المتعلقة بأداء عناصر الاستغلال لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) خلال الفترة (2008-2020)	(3-23)
161	تطور المردودية المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2008-2020)	(3-24)
163	تطور المردودية الاقتصادية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2008-2020)	(3-25)
165	مؤشرات الأداء المتعلقة بالسيولة لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) قبل و بعد الشراكة	(3-26)
166	مؤشرات الأداء المتعلقة بأداء هيكل رأس المال لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) قبل و بعد الشراكة	(3-27)
167	مؤشرات الأداء المتعلقة بعملية التسيير لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) قبل و بعد الشراكة	(3-28)
168	مؤشرات الأداء المتعلقة بالمردودية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) قبل و بعد الشراكة	(3-29)
169	مؤشرات الأداء المتعلقة بأداء عناصر الاستغلال لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) قبل و بعد الشراكة	(3-30)
175	تصنيف شركة AOM NVEST وفق القانون 17-02 كمؤسسة صغيرة و متوسطة	(4-1)
179	تجزئة أسهم الشركة (ش ذ أ أوم أنفست) على المساهمين قبل الاكتتاب العام	(4-2)
181	تطور رقم أعمال ل (أوم أنفست) للفترة (2015-2018)	(4-3)
182	تطور عدد العمال ل (ش ذ أ أوم أنفست) للفترة (2017-2019)	(4-4)
182	تطور حجم الاستثمارات ل (ش ذ أ أوم أنفست) للفترة (2015-2018)	(4-5)
189	تطور رقم أعمال ل (ش ذ أ أوم أنفست) للفترة (2019-2022)	(4-6)
189	تطور حجم الاستثمارات لمؤسسة (أوم أنفست) للفترة (2019-2022)	(4-7)

190	رأس المال العامل الصافي الإجمالي لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2018-2015)	(8-4)
191	احتياجات رأس المال العامل الصافي الإجمالي لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2018-2015)	(9-4)
191	تطور خزانة مؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2018-2015)	(10-4)
192	مؤشرات الأداء المتعلقة بالسيولة ل (أوم أنفست) خلال الفترة (2018-2015)	(11-4)
193	مؤشرات الأداء المتعلقة بتمويل مؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2018-2015)	(12-4)
195	مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات التسيير ل (أوم أنفست) خلال الفترة (2018-2015)	(13-4)
196	مؤشرات الأداء المتعلقة بالأداء الربحي لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2018-2015)	(14-4)
197	مؤشرات الأداء المتعلقة بأداء عناصر الاستغلال لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2018-2015)	(15-4)
198	تطور المردودية المالية لمؤسسة (أوم أنفست) للفترة (2018-2015)	(16-4)
199	تطور المردودية الاقتصادية لمؤسسة (أوم أنفست) للفترة (2018-2015)	(17-4)
200	رأس المال العامل الصافي الإجمالي لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2022-2019)	(18-4)
200	احتياجات رأس المال العامل الصافي لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2022-2019)	(19-4)
201	تطور الخزانة لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2022-2019)	(20-4)
202	مؤشرات الأداء المتعلقة بالسيولة لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2022-2019)	(21-4)
203	مؤشرات الأداء المتعلقة بتمويل مؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2022-2019)	(22-4)
204	مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات التسيير لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2022-2019)	(23-4)
206	مؤشرات الأداء المتعلقة بالأداء الربحي لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2022-2019)	(24-4)
207	مؤشرات الأداء المتعلقة بالأداء الربحي لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2022-2019)	(25-4)
208	تطور المردودية المالية لمؤسسة (أوم أنفست) للفترة (2022 - 2019)	(26-4)
209	تطور المردودية الاقتصادية لمؤسسة (أوم أنفست) للفترة (2022-2019)	(27-4)
209	مؤشرات الأداء المتعلقة بالسيولة لمؤسسة (أوم أنفست) قبل و بعد الاكتتاب العام	(28-4)
210	مؤشرات الأداء المتعلقة بأداء هيكل رأس المال لمؤسسة (أوم أنفست) قبل وبعد الاكتتاب العام	(29-4)
211	مؤشرات الأداء المتعلقة بعملية التسيير لمؤسسة أوم أنفست قبل وبعد الاكتتاب العام	(30-4)
212	مؤشرات الأداء المتعلقة بالمردودية لمؤسسة أوم أنفست قبل وبعد الاكتتاب العام	(31-4)
212	مؤشرات الأداء المتعلقة بأداء عناصر الاستغلال لمؤسسة (أوم أنفست) قبل وبعد الاكتتاب العام	(32-4)

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-1)	العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	15
(2-1)	تمثيل بياني للعلاقة بين الأموال الإضافية والتكلفة الوسطية المرجحة	48
(1-2)	القرارات المالية في المؤسسة	53
(2-2)	مصادر تمويل المؤسسة	64
(3-2)	تمويل مراحل دورة حياة المؤسسة	65
(4-2)	تحليل الوضعية الحالية و الفعالية المالية للمؤسسة	82
(5-2)	أدوات التشخيص المالي	86
(1-3)	الهيكل التنظيمي لمؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات	123
(2-3)	الهيكل التنظيمي ل MATELEC GROUP	131
(1-4)	بطاقة معلومات تقنية عن عملية الإصدار لمؤسسة أوم أنفست	178
(2-4)	الهيكل التنظيمي ل (ش ذ أ أوم أنفست)	189

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
01	القوائم المالية للشركة ذات أسهم (كاتيل) من سنة 2016 حتى 2020	I
02	قرار مجلس مساهمات الدولة: اللائحة رقم 01 للدورة 64 بتاريخ 2006/04/04	XXI
03	القوائم المالية لمؤسسة AOM Invest SPA قبل للاكتتاب في البورصة	XXIII
04	AOM Invest SPA 2019-2018 القوائم المالية لمؤسسة	XXVI
05	القوائم المالية لمؤسسة AOM Invest SPA 2020	XXVIII
06	القوائم المالية لمؤسسة AOM Invest SPA 2021-2022	XXXII

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر أسلوب فتح رأس مال المؤسسة على أدائها المالي، و قد تم اعتماد أسلوبين من أساليب فتح رأس المال من خلال تحليل الأداء قبل و بعد العملية للخروج بأهم التغيرات، كما تناولت الدراسة في فصلين نظريين لمختلف الأدبيات المتعلقة بالموضوع أين تناولنا مختلف النظريات المتعلقة بهيكل رأس المال و آليات تمويل المؤسسة عن طريق فتح رأس المال و مختلف التكاليف المرتبطة بذلك و كذا مختلف القرارات المالية و تأثيرها على الأداء المالي في ظل عملية احترام مبادئ الحوكمة .

في حين خص الجانب التطبيقي لعرض في شكل فصلينخصص الأول للشراكة و الثاني لفتح رأس المال عن طريق الاكتتاب العام في بورصة الجزائر و أثرهما على أداء المؤسستين مجال الدراسة، بتحليل مختلف مؤشرات الأداء المالي قبل و بعد العملية .

توصي الدراسة بضرورة إعادة النظر في سياسة الخصوصية، عن طريق اتخاذ قرارات بعد دراسة جدوى مسبقة تنطوي على تحليل المحيط الاقتصادي للمؤسسة و انعكاسات خصوصتها على الأداء المالي، كما تقرر بأهمية تطوير سوق البورصة من خلال عدد المؤسسات و حجم التداول و تنوع القيم المنقولة باعتماد خطوات فعلية بنية إدراج عدد معتبر من المؤسسات في سوق البورصة، ما يسمح بتقييمها وفق المؤشرات الحديثة و التي تعكس القيمة السوقية للمؤسسة كما يوسع من حجم التداولات في السوق لامتنعاص الكتلة النقدية التي تدور في السوق الموازية، في ظل هيمنة البنوك و فرضها لمعدلات فائدة مرتفعة.

الكلمات المفتاحية: فتح رأس المال، أداء مالي، سوق البورصة، مؤسسات صغيرة و متوسطة، قرارات مالية، تقييم المؤسسات .

Résumé

Cette étude vise à analyser l'impact de l'ouverture de capital sur la performance financière d'une entreprise. Deux méthodes d'ouverture de capital ont été utilisées, et la performance a été analysée avant et après l'opération afin d'identifier les changements les plus significatifs. L'étude comprend deux chapitres théoriques qui passent en revue la littérature pertinente et examinent diverses théories relatives à la structure du capital, aux mécanismes de financement des entreprises par l'ouverture de capital, aux coûts associés et à l'impact des différentes décisions financières sur la performance, le tout dans le cadre des principes de bonne gouvernance.

La partie appliquée, également présentée en deux chapitres, porte sur les partenariats et l'ouverture de capital par le biais d'introductions en bourse (IPO) à la Bourse d'Alger, et analyse leur impact sur la performance des deux entreprises étudiées. Cette section inclut une analyse de divers indicateurs de performance financière avant et après l'opération

. L'étude recommande de reconsidérer la politique de privatisation en prenant des décisions après une étude de faisabilité préalable. Cette étude doit analyser l'environnement économique de l'institution et les conséquences de sa privatisation sur sa performance financière. Elle souligne également l'importance de développer le marché boursier en augmentant le nombre d'institutions, le volume des transactions et la diversité des titres transférés. Pour ce faire, il est nécessaire d'adopter des mesures concrètes visant à coter un nombre significatif d'institutions en bourse. Cela permettrait de les évaluer selon des indicateurs modernes reflétant leur valeur de marché et d'accroître le volume des transactions afin d'absorber la masse monétaire circulant sur le marché parallèle, compte tenu de la domination des banques et de leurs taux d'intérêt élevés.

Mots clés: Ouverture Du Capital, Performance Financière, Bourse, Petites Et Moyennes Entreprises, Décisions Financières, Evaluation Des Entreprises

مقدمة عامة

تفرض العولمة بمختلف أبعادها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية واقعاً دولياً جديداً يتطلب التكيف المستمر مع آليات اقتصاد السوق، وفي ظل بيئة تنافسية تتسم باحتكار الأسواق والتكنولوجيا الإستراتيجية، بات لزاماً على الدول النامية، ومن بينها الجزائر، تبني نموذج الاقتصاد الحر عبر عديد الإصلاحات النقدية والمالية الهيكلية، ويبرز في هذا الصدد تطوير السوق المالي (البورصة) كأداة محورية لتمويل التنمية، وتوجيه فوائض الادخار نحو القنوات الاستثمارية المنتجة، فضلاً عن كونها مرآة عاكسة للأداء الاقتصادي العام.

يتزامن هذا التحول الهيكلي مع مساعي الجزائر للانفتاح على السوق الدولي ، وهو ما يضع المؤسسات المحلية في مواجهة مباشرة مع الشركات الأجنبية التي تمتلك مزايا تنافسية واضحة تشمل ضخامة رأس المال، وتنوع مصادر التمويل، وارتفاع معدلات النمو، وجودة الخدمات.

ولمواجهة هذه التحديات، تبنت الدولة توجهاً يركز على تعزيز رأس مال المؤسسات الوطنية وتعديل الأطر التشريعية والقانونية بما يدعم تحرير الملكية، وتوسيع دور القطاع الخاص، وتعزيز التنافسية وتنوع الهيكل الاقتصادي.

تتحلى مسألة تعظيم دور القطاع الخاص باهتمام بالغ دولياً لدعم مسارات التنمية الشاملة والنمو .وفي هذا الإطار، اعتمدت الجزائر نموذج الشراكة كمحور استراتيجي لتطوير المؤسسات العمومية والخاصة على حد سواء، باعتباره مؤشراً على الكفاءة ومسهلاً لعمليات الحصول على التمويل، لا سيما في قطاعات خارج المحروقات لتعزيز الصادرات وتنويعها .ويُعد فتح رأس المال، سواء عبر الشراكات الإستراتيجية أو الإدراج في البورصة، أداة فاعلة لتنويع الهيكل التمويلي للمؤسسة وتخفيف النمو الاقتصادي من خلال توفير بدائل تمويلية مستدامة.

كما تجد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي تشكل الدعامة الأساسية للنسيج المؤسساتي في الجزائر، نفسها مدفوعة للاندماج في هذا الحراك التنموي ومواكبة هذه التحولات. وقد دفع هذا الواقع بهذه المؤسسات إلى التوجه نحو سوق البورصة كقناة تمويلية بديلة، مستفيدة من التسهيلات والتحفيزات الحكومية المتاحة. ونظراً لكون هذا التوجه قراراً استراتيجياً طويل المدى، فإن تقييم نتائجه يستلزم تحليلاً دقيقاً لأثره على تطور أداء المؤسسة على كافة الأصعدة، مع التركيز على الأبعاد المالية الحساسة.

إذ يمثل الأداء المالي المؤشر الجوهري الذي يعكس قدرة المؤسسة على الاستدامة والتطور التنافسي. وبناءً على ذلك، تتبلور إشكالية هذا البحث في استقصاء أثر تغير هيكل الملكية كقرار مالي واستراتيجي محوري على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر.

من خلال ما تقدم تتضح معالم الإشكالية لهذه الأطروحة على النحو التالي:

الإشكالية: ما مدى تأثير الأسلوب المستخدم لفتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية على فعالية و كفاءة أدائها المالي ؟

من خلال الإشكالية نطرح عدداً من التساؤلات على النحو التالي:

- ما هي أهم طرق و أساليب فتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية ؟
- ما هي أهم نظريات هيكل رأس المال و ما هو مضمونها ؟
- كيف يساهم قرار فتح رأس مال المؤسسة على أدائها المالي عن طريق كل من أسلوب الشراكة و الاكتتاب العام ؟
- ما هي أهم المراحل و الإجراءات المتبعة في عملية فتح رأس المال ؟

فرضيات الدراسة:

للإجابة على إشكالية الدراسة نقوم باختبار الفرضيات التالية:

- يسهم قرار فتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية باعتباره قرارا ماليا استراتيجيا في تنويع الهيكل التمويلي للمؤسسة و توسيع قاعدة ملكيتها؛
- تشكل الشراكة الإستراتيجية و الاكتتاب العام في البورصة جزء من التقنيات الأساسية و الأكثر كفاءة لتنفيذ قرار فتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية و تدعيم أصولها؛
- يؤثر قرار فتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية (عبر الشراكة أو البورصة) على أداها المالي على المدينين المتوسط والبعيد؛
- يتفاوت أثر قرار فتح رأس مال المؤسسة على الأداء المالي للمؤسسة بناء على طبيعة المؤسسة و قطاع نشاطها ؛

أهمية الموضوع:

جاءت هذه الدراسة للبحث في تأثير قرار فتح رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة، وما يبرز أهمية هذه الدراسة هو أهمية الموضوع الذي يعد من المواضيع المتعلقة باستمرارية المؤسسة ، نظرا لكون قرار التمويل من القرارات التي تتخذ لضمان نمو المؤسسة ، وقد حظي الموضوع بأهمية كبيرة لدى الباحثين خاصة في الدول المتقدمة وهو ما يترجم بأهم النظريات التي تم تطويرها بما يتواءم و تطور اهتمامات المؤسسة ، لكن في البلدان النامية يعتبر الموضوع حديث العهد بالإضافة أن الدراسة تقدم قراءة تحليلية و إحصائية مقارنة للأداء المالي بالمؤسسات محل الدراسة، و التي اعتمدت كل منها أسلوب معين من أساليب فتح رأس المال أمام مستثمرين آخرين و هو ما يجعل نتائج الدراسة إضافة علمية لسلسلة الدراسات المقدمة في هذا الإطار بالإضافة لتسليط الضوء على أداء المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من خلال اعتماد أسلوب الاكتتاب العام في البورصة ما يساعد على تعدد مصادر تمويلها المحدودة .

أهداف الموضوع:

تهدف الدراسة إلى تحقيق ما يلي:

- إبراز تأثير تقنيات فتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية على كفاءة وفعالية الأداء المالي لهذه المؤسسات، عن طريق تقييم الأداء في كل من فترة قبل و بعد فتح رأس المال و تحديد الفروق المعنوية بين الفترات
- حصر مختلف طرق تقييم الأداء المالي؛

- محاولة استخلاص نتائج اتخاذ قرار فتح رأس المال و الوقوف على معيقاته كونه قرار مهم لتحسين أداء كل من المؤسسات الصغيرة و الكبيرة على حد سواء؛
- توضيح الدور الذي تلعبه البورصة في تحقيق العملية ، و هو ما يدفع لتطور نشاطها خصوصا بعد اعتماد بورصة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة .

دوافع اختيار الموضوع:

تتمثل أهداف اختيار موضوع الدراسة في ارتباطه بتخصص الطلبة ،بالإضافة أنه يعتبر من المواضيع الأساسية في مجال مالية المؤسسة بشكل خاص مع توفر إمكانية معالجة الموضوع قياسيا ،من خلال دراسة أثر أسلوب فتح رأس المال على المؤسسات من ناحية الأداء المالي ،كل ذلك في ظل تنوع مسارات التمويل ،فبناء على حد علم الطلبة فإن الدراسات التي تناولت الموضوع تعد قليلة .

مما يوسع دائرة الدراسات باعتماد أسلوبين من أساليب فتح رأس مال المؤسسة في إطار المعلومات المتحصل عليها و انطلاقا من سياسة الدولة في اعتماد السوق الحرة .

المنهج المستخدم في الدراسة:

تم الاعتماد في الدراسة على المنهجين الوصفي و التحليلي عند التطرق للأدبيات المتعلقة بالموضوع في الفصلين الأول و الثاني، كما استخدم في الفصلين التطبيقيين المنهجين السابقين بالإضافة إلى التحليل الإحصائي ، لاختبار أثر فتح رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة عن طريق تحليل الأداء باستخدام المؤشرات المالية انطلاقا من القوائم المالية المعنية.

حدود الدراسة:

تم اختبار أثر أسلوب فتح رأس المال عن طريق كل من الشراكة و الاكتتاب العام و ذلك في حدود المعلومات المتمكن الحصول عليها و بناء على طبيعة الموضوع ،فقد تم اختيار مؤسسة عمومية قامت الدولة بخصصتها في إطار عملية الشراكة أما الصورة الثانية فهي لمؤسسة صغيرة و متوسطة ذات رأس مال مختلط قامت باعتماد البورصة كمصدر تمويلي عن طريق الاكتتاب العام .

فيما يتعلق بفترة الدراسة فقد كانت انطلاقا من فترة تغيير الملكية حيث تم اعتماد الثلاث سنوات الأخيرة قبل فتح رأس المال للقيام بتحليل الأثر على الأداء المالي ،ففي المؤسسة الأولى كانت عملية الشراكة سنة 2007 لذلك قد امتدت الدراسة من سنة 2004 حتى سنة 2020 بناء على المعلومات المتوفرة في حين أن المؤسسة الثانية و التي كانت كأول مؤسسة صغيرة و متوسطة تدخل سوق البورصة سنة 2018 فقد تمت دراسة الفترة من سنة 2015 حتى 2022 و ذلك بهدف توفير بيانات حديثة تعتمد كمرجع لمستخدميها.

هيكل الدراسة:

انطلاقا من إشكالية البحث و طبيعة الموضوع سوف تتناول الدراسة من خلال أربعة فصول يسبقهم مقدمة و تليهم خاتمة تتضمن ملخصا عاما عن البحث مع أهم النتائج بعدها توصيات و مقترحات و في الختام تحديد آفاق مستقبلية للبحث.

سوف يعرض الفصل الأول منها الإطار النظري لفتح رأس المال انطلاقا من أهم المقاربات النظرية بعدها الصور التي سوف تخصص لها دراسة ميدانية، تليها مختلف التكاليف المرتبطة بتكوين هيكل رأس المال في حين سيخصص آخر الفصل لتحديد الخصوصية التمويلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

أما الفصل الثاني سوف يخص للأداء المالي و ما يتعلق به من مفاهيم إذ تتناول النقطة الأولى قرار التمويل و دوره في فتح رأس المال و بعدها كل من قرار الاستثمار و توزيع الأرباح ليعزز بأهم المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي ليختتم الفصل بإبراز دور كل من التقييم و التشخيص كمسار مهم في عملية فتح رأس المال .

في حين أن الدراسة التطبيقية ستشكل موضوع الفصلين الثالث و الرابع إذ يتم من خلاله تقديم المؤسسة مجال الدراسة يليها تحليل للأداء المالي قبل و بعد عملية فتح رأس المال ليتم في الأخير القيام بعملية التحليل المقارن بين مستوى الأدائن من خلال تحليل المؤشرات المالية ، للخروج بأهم الآثار المترتبة عن فتح رأس المال .

الدراسات السابقة:

- دراسة مفيدة يحياوي تحت عنوان "تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسة العمومية الاقتصادية الجزائرية"وهي عبارة عن مقال علمي حاولت من خلاله توضيح مسار عملية التمويل و انعكاساتها ،مع إبراز الاختلالات في المؤسسات العمومية الجزائرية ،حيث توصلت إلى أن تحديد الهيكل

المالي وحده غير كاف فهو يتكامل مع التوظيف الأمثل للأموال كما خلصت أن المؤسسات العمومية الاقتصادية في الجزائر تعتمد في البداية على التمثيل الذاتي لتحقيق معدل مقبول من المردودية الاقتصادية، ما سمح لها بالتوجه إلى الديون لكن بحذر لارتفاع الأخطار.

- دراسة محمود جلال أحمد و طلال الكسار و عبارة عن مقال علمي بعنوان "استخدام مؤشرات النسب المالية في تقويم الأداء المالي و التنبؤ بالأزمات المالية للشركات (الفشل المالي)" عمدت الدراسة على استخدام النسب المالية في التحليل المالي و إبراز دورها و أهميتها في تقويم أداء المؤسسات و حساب الفشل المالي من خلال تطبيقها على عدد من الشركات لتجنب الفشل المالي و ما توصلت إليه أن النتائج بين الأداء المالي للمؤسسات و قيمة الفشل المالي هي متقاربة .

- دراسة يوسف قريشي 2005 و هي عبارة عن أطروحة دكتوراه تحت عنوان "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر" وقفت الدراسة على خصوصية السياسة التمويلية في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر و خلصت إلى أن المتغيرات المحددة للهيكلية المالية هي المردودية، حجم المؤسسة، معدل النمو و طبيعة القطاع و هو ما بينه الباحث من خلال تأكيد التطابق مع نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل فبعد لتمويل الذاتي تفضل هذه المؤسسات اللجوء للاقتراض البنكي و ذلك لعدم قدرتها اللجوء للسوق المالي و هو ما لا يسمح بإمكانية إصدار الأسهم و هو ما يؤكد ما تعانيه هذه المؤسسات لتوفير التمويل.

- دراسة بلعشي عبد المالك 2014 ؛ و هي عبارة عن مذكرة ماجستير تحت عنوان "أثر فتح رأس المال على سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة العمومية الاقتصادية المسعرة بالبورصة"، هدفت الدراسة إلى الوقوف على أهمية التمويل عن طريق فتح رأس المال للاكتتاب العام و تأثيره على قيمة الأسهم و حصة المساهمين و مدى تأثير الأرباح الموزعة و المحققة على الاكتتاب للسنوات المقبلة، وكذا تأثير هذه العملية على الأداء المالي للمؤسسة العمومية، خلصت الدراسة إلى نتيجتين أساسيتين أولهما أن العوائد التي تنتج من خلال طرح الأسهم للاكتتاب المبدئي تتحقق فقط في الأجل القصير بسبب تخفيض السعر الذي تقوم به الجهات التي تطرح الأسهم

أما النتيجة الثانية فتتمثل في إتجاه أداء الشركات التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام إلى انخفاض في الأجل الطويل، كما أثبتت بعض الدراسات التي أجريت على مجموعة من شركات الاكتتاب العام في الولايات

المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1971-1988 أنها حققت خسائر في الأجل القصير بعد طرح المبدئي لأسهمها للاكتتاب العام.

- دراسة معيزة مسعود أمير و هباش فارس "نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسة الصغيرة و المتوسطة في ظل اقتصاد الاستدانة و هي عبارة عن مقال علمي "هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل المفسرة لإشكالية محدودية لجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر للقروض البنكية لتمويل احتياجاتها الاستثمارية بارتكازها على نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل، خلصت الدراسة إلى تأكيد فرضية الدراسة و التي أقرت بأن المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر تفضل دوما الاعتماد على الموارد الداخلية في التمويل كأهم مصدر مالي قبل أن تلجأ إلى التمويل من المصادر الخارجية بالاعتماد على القروض و هو ما يتوافق و محتوى نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل.

- دراسة حفصي رشيد بعنوان وهي عبارة عن مذكرة ماجستير "تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر دراسة إحصائية" هدفت إلى تقسيم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر قبل و بعد دخولها البورصة و محاولة إبراز المؤشرات التي تتنبأ بالأداء المالي للمؤسسات باستعمال طريقة AFD و ACP و قد أشارت النتائج إلى نجاعة 3 مؤشرات في تفسير مستويات الأداء المالي للمؤسسات و اختلاف الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في البورصة على أدائها قبل و بعد دخولها لبورصة الجزائر.

- دراسة العايب ياسين بعنوان "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة " و هي عبارة عن أطروحة دكتوراه، هدفت الدراسة إلى بحث العوامل المحددة للتمويل عن طريق مختلف المصادر بتطبيقها على عينة تشمل (102) مؤسسة صغيرة و متوسطة للفترة الممتدة بين 2006-2009 باعتماد نموذج الانحدار الخطي المتعدد و الذي خلص إلى ثلاثة متغيرات مستقلة فقط كانت لها دلالة إحصائية في تفسير نسبة الاستدانة (كمتغير تابع) و هي متغير الحجم، المردودية و صافي الأموال الخاصة حيث بينت وجود علاقة موجبة بين متغير الاستدانة و كل من متغير صافي الأموال الخاصة و متغير المردودية بنسبتي كل من 99 % و 96 % على التوالي في حين أنه لم تكن أي دلالة إحصائية لمتغيري معدل النمو و مؤشر الضمانات.

- دراسة زرقون محمد 2010، بعنوان " انعكاسات أساليب الخوصصة على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في ظل الإصلاح الاقتصادي " وهي أطروحة دكتوراه ،هدفت الدراسة إلى إجراء تحليل مقارنة على بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من أجل معرفة أثر صور الخوصصة المختلفة على الأداء المالي لهذه المؤسسات ،وقد توصلت الدراسة إلى أنه توجد علاقة معنوية بين الأسلوب المستخدم لتغيير نمط ملكية المؤسسات العمومية و بين كفاءة و فعالية أدائها المالي إذ أن المؤسسة المخوصصة عن طريق الشراكة حققت المرتبة الأولى من مختلف جوانب الأداء بينما المؤسسة المخوصصة عن طريق الاكتتاب في البورصة حققت المرتبة الثانية في حين جاءت المؤسسة المخصصة عن طريق التنازل لصالح الأجراء في المرتبة الثالثة.

- دراسة ثليجي كريمة و هيفاء رشيدة نكاري، 2018 و هي مقال بعنوان "الاستثمار عن طريق إدراج المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في البورصة الجزائرية"، أين سلطت الضوء على دور و أهمية اللجوء للبورصة حيث توصلت إلى أن لهذه المؤسسات دور العملة بوجهين من خلال التحدث عن الأهداف المرجوة من دخول البورصة من الرفع في رأسمالها من جهة، و تحسين أدائها من جهة و تحريك الاقتصاد و توجيه و ترقية الاستثمار من جهة أخرى، كما أبرزت دور البورصة في تعبئة المدخرات المحلية و الأجنبية لتحقيق استدامة الشركات.

- دراسة بلعشي عبد المالك و برجم محمد خميسي، 2018، عبارة عن مقال علمي تحت عنوان "أثر فتح رأس المال على قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة من خلال دراسة تحليلية لمجمع صيدال ،هدفت إلى معرفة أثر فتح رأس المال على قيمها باعتباره اختيار لتمويل الأنشطة الاستثمارية للمؤسسة أين أبرز مؤشرات إنشاء القيمة السوقية للمؤسسة ،ومنه العلاقة بين فتح رأس المال و القيمة السوقية و كذا اتجاه تطور القيمة السوقية للقيم المنقولة بعد فترة الاكتتاب و قد توصلت الدراسة إلى تأثر قيمة المؤسسة بخيار التمويل عن طريق البورصة و كذا انعكاسها على سعر القيم المنقولة على الوضعية المالية للمؤسسة .

- دراسة كروش نور الدين ، 2016، بعنوان تكييف آليات سوق الأوراق المالية وفق المتطلبات المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة دراسة تحليلية لسلوك المؤسسات الجزائرية ،عبارة عن أطروحة دكتوراه عاجلت موضوع مشكلة تمويل هذه المؤسسات عن طريق سوق الأوراق المالية أين تطرق للسوق البديلة المخصصة لهذا النوع من المؤسسات من خلال قيامه بدراسة تحليلية لسلوك عينة من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر مكونة من 48 مؤسسة، من أهم النتائج المتوصل إليها أن قرار المؤسسة لدخول

السوق البديلة من عدمه يتأثر بعدة عوامل يتمثل أهمها في مدة ممارستها للنشاط ،الخبرة المهنية للمالكها،قبول دخول مساهمين جدد،امتلاك مالك المؤسسة معلومات كافية حول البورصة و سيرها و كذا الأوراق المالية المتداولة فيها،و تعتبر الشروط المفروضة للدخول سهلة التحقيق.

إضافة لهذه الدراسات فقد تم الاعتماد على مجموعة أخرى من الدراسات تمثلت في رسالات دكتوراه مذكرات ماجستير و مقالات علمية تم الاعتماد عليها كمراجع في الجانب النظري لهذه الدراسة.

تعتبر دراستنا هذه حلقة تكملة لسلسلة البحوث السابقة،و محطة جديدة تستند أليها البحوث اللاحقة،و ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة ،هو أنها سلطت الضوء على مؤسستين ،واحدة تم فتح راس مالها عن طريق الشراكة و الثانية هي مؤسسة ذات رأس مال مشترك عن طريق الاكتتاب العام ،كما أنها تعتبر أول مؤسسة صغيرة و متوسطة دخلت سوق بورصة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و دراسة الأثر على الأداء المالي.

الفصل الأول

الأسس النظرية لفتح رأس مال
المؤسسات الاقتصادية

تمهيد:

المؤسسة باعتبارها كيان اقتصادي يفرض عليها العمل على ضمان استمرارية نشاطها، من هنا كان لا بد لها من مواكبة كل التغيرات و المعطيات التي فرضها اقتصاد السوق للانفتاح على الاقتصاد العالمي، في ظل هذه الظروف تجد المؤسسة نفسها مجبرة على اتخاذ قرارات مهمة تنعكس عليها إيجاباً أو سلباً من بين هذه القرارات هو قرار التمويل عن طريق فتح رأس المال كمصدر خارجي لتلبية الحاجيات التمويلية، لكن رغم بساطة الفكرة إلا أنها تعتبر قرار مصيري يجب تنفيذه عن طريق الإلمام بجوانب عدة يضمن التحكم فيها نجاح العملية التي تنطوي على عدة صور و أساليب تعتمد عليها المؤسسة بناء على رغبتها لمواجهة الاحتياجات التمويلية؛ لذا سنحاول من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على مفهوم فتح رأس المال و مختلف صورته من خلال تحديد هيكل رأس المال و مختلف الدوافع وراء العمليات بسلبياتها و ايجابياتها مرتكزين على المفاهيم المتعلقة بطبيعة المؤسسة سواء كبيرة أو صغيرة ومتوسطة و التي ستكون موضوع الدراسة الميدانية، و لعل من أهم هذه الصور فتح رأس مال المؤسسة عن طريق البورصة و التي تعرف عدة أنماط بناء على إجراءات و تقنيات عديدة و مرنة تتناسب و طبيعة كل مؤسسة وتتجاوب مع ظروفها.

إلى ذلك تضاف تقنية أخرى لا تقل أهمية وهي الشراكة الأجنبية لتعويض الضعف في المجال التكنولوجي وتوفير الموارد المادية والمالية؛ لتجسيد مشاريع إنتاجية من خلال عدة أنماط بين مؤسسات متنافسة أو الناشطة في قطاعات مكملية وفق عقود قانونية، هذا فيما يتعلق بالمؤسسة التي لها مكانة في السوق تسعى لدعمها.

بناء على ما سبق و للتفصيل في هذه الصور المختلفة لتقنية التمويل عن طريق فتح رأس المال ارتأينا تقديم هذا الفصل من خلال تقسيمه إلى ثلاثة مباحث كالآتي:

المبحث الأول: هيكل رأس المال و المقاربات النظرية لدراسة مزايا و عيوب فتح رأس المال

المبحث الثاني: آليات فتح رأس مال المؤسسة و سوق رأس المال

المبحث الثالث: تكلفة رأس المال

المبحث الأول: هيكل رأس المال و المقاربات النظرية لدراسة مزايا و عيوب فتح رأس المال

يرتكز تحليل هذه النظريات في إقرار مبدأ عدم تماثل المعلومات المتحصل عليها من طرف مختلف الأطراف والذي أدى إلى بروز عدة نظريات رئيسية في اعتماد النمط التمويلي للمؤسسة بما يتوافق و مصلحة الأطراف المتدخلين في نشاط المؤسسة، و هو ما نبرزه من خلال تحليل تأثير كل نظرية على قرار فتح رأس المال كونه قرار تمويلي، تمثلت النظريات التي تناولتها الدراسة في نظرية الوكالة، نظرية الإشارة و نظرية التمويل الهرمي .

المطلب الأول: قرار فتح رأس المال في ظل نظرية الوكالة

تعتبر نظرية الوكالة ترجمة للعلاقة التي تربط بين الأطراف المشاركة في تمويل نشاط المؤسسة و التي تختلف من نمط تمويل لآخر، وانطلاقا من موضوع الدراسة و بناءا على أهمية نظرية الوكالة في تحديد الأدوار و العلاقات بين الأطراف؛ سنتناول من خلال هذا المطلب عرض للنظرية و تحديد علاقتها بقرار التمويل عن طريق فتح رأس المال و تحليل العلاقات المرتبطة بكل صورة في ظل بناء هيكل رأس المال المناسب.

الفرع الأول: عرض نظرية الوكالة

ترجع النظرية إلى كل من الباحثين جونس و ماكلين Jeusen et Meckly 1976، بتحديد العلاقة بين المساهمين و المديريين و الأطراف المساهمة في تمويل المؤسسة، على أنها عقد بين كل من المفوض* و المفوض أو العميل يعمل على توكيله للقيام بوظيفة معينة، إذ نشأ عنها تفويض للقرارات من طرف المفوض إلى الوكيل أو المفوض¹.

هذا العقد ولد تضارب في المصالح بين مختلف الأطراف (المساهمين، المديريين و المقرضين) مما يؤدي لتراجع الثقة بينهم و تدهور القدرة التمويلية لذلك و لكي يضمن كل طرف مصلحته، عمد كل منهم على دفع تكلفة حيث أن الوكيل (المدير) يدفع تكاليف التزام يعمل بموجبها على إقناع الموكل بأنه لن يتخذ

¹Michel Albouy et Pascal Dumontier, la politique de dividende des entreprises Presse Universitaire de France 1992 ,P154.

*يقصد بالمفوض أو الموكل المساهمين في المؤسسة أو (الملاك)، و المفوض (المدير) أو المدراء وكلو من طرف لمساهمين لتعظيم منفعتهم من نشاط المؤسسة و تحقيق عوائد معتبرة .

قرارات تضر بمصلحتهم كما أن الموكل (المساهم) يدفع تكاليف المراقبة لتحفيز الوكيل على عدم ممارسة سلوكيات غير محبذة، لكن طبيعة العقد بين الأطراف جعلت كل طرف يسعى إلى تحقيق مصلحته الخاصة قبل تعظيم قيمة المؤسسة، مما دفع بحدوث صراع بين كل من المسيرين و المساهمين من جهة، و المساهمين و المقرضين من جهة أخرى، كما يشجع ذلك عدم تماثل المعلومات المتاحة لكل طرف، و منه و للخروج من الصراع كان لابد من تحليل التكاليف الوكالة و بحسب التماثل في المعلومات داخل المؤسسة، و العمل على تعظيم قيمة المؤسسة .

و منه فإن علاقة الوكالة تؤكد تعقد عملية اختيار نمط التمويل المعتمد نظرا لتعدد العلاقات التعاقدية بين المساهمين في تمويل المؤسسة.

الفرع الثاني: علاقة تكاليف الوكالة بقرار فتح رأس المال

1- علاقة الوكالة بين المسيرين و المساهمين:

يحدث الصراع بين المساهمين و المسيرين نتيجة تعارض الأهداف خاصة إذا كان الفصل بين الإدارة و الملاك،

كما أن هدف المؤسسة هو تعظيم الحصة السوقية مع ضمان استمرار المؤسسة كما تعمل على منح مكافآت للإدارة لكن الهدف الأسمى هو تعظيم سعر السهم في السوق، حيث أن تحقيقه من طرف المسيرين قد يوقف الخلاف بينهما .

بالعودة إلى قرار فتح رأس المال الذي قد يكون عن طريق الشراكة أو عن طريق سوق رأس المال*: فهو يهدف إلى تعظيم قيمة المؤسسة من خلال رفع قيمة السهم في السوق و هو ما يعتبره الهدف الأول لكل من المسيرين و المساهمين و لكي يكتمل التوافق بين المصالح فإن الاستعانة بالشركاء الجدد و مجلس الإدارة للتواصل مع المدير و إعطاء بعض التوجيهات هو ما يعظم قيمة المؤسسة ¹.

كذلك يستمر تضارب المصالح في حالة كان المسير يملك أغلبية الأسهم بالشراكة، مما يجعل المساهمين يتخوفون من إنحيازه لتحقيق رغبات الأطراف الأخرى (الدائنين و العاملين)، خاصة في حالة كثرة حاملي

¹ عهود عبد الحفيظ علي الخصاولة، مبادئ الإدارة المالية الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن ، 2010 ص24، بتصرف .

أسهم المؤسسة، مما يصعب عملية المراقبة كما أن المساهمين الجدد يعتمدون تنوع الحفظة المالية لتقليل المخاطر و هو ما يدفعهم لعدم التشديد في عملية المراقبة .

2- علاقة الوكالة بين المساهمين و المقرضين:

كون المساهم هو المالك الحقيقي للمؤسسة فإنه يتحمل كافة الأرباح و الخسائر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة، في حين أن الدائنون هم من يزود المؤسسة بالأموال مقابل استرجاع أموالهم سواء نجحت أو فشلت المؤسسة إضافة للفوائد المتفق عليها سابقا.¹

منه يمكن القول أن مشكل الوكالة بين المساهمين و المقرضين نشأ من اختلاف مستوى المخاطر المقبولة عند الطرفين، فمن مصلحة الملاك التعرض لمخاطر أعلى بما يتوافق مع تحصيل عوائد معتبرة في حين أن المقرضين لا يفضلون المخاطر لضمان استرجاع أموالهم مع العوائد المتعلقة بها، و للوصول إلى توافق بين الطرفين يعمل المقرضون بفرض قيود على القرارات المالية التي يتخذها مسيري المؤسسة بالرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ قرارات التمويل التي من شأنها المساس بمصالحهم، يكون ذلك في شكل اتفاقية بين الطرفين يتم فيها ضمان عدم استغلال الدائنين لذلك قد تساعد في التقليل من تكاليف الوكالة.²

و بناء على ما تنص عليه نظرية الوكالة: فإنه كلما ارتفعت نسبة الأموال الخاصة في الهيكل المالي كلما أدى هذا إلى زيادة تكلفة الوكالة المرتبطة بالمساهمين و العكس صحيح.³

«و كلما ارتفعت نسبة الأموال المقرضة في الهيكل المالي للمؤسسة كلما أدى هذا للزيادة في تكلفة الوكالة المرتبطة بالمقرضين و العكس صحيح».

أي ينتج عن مشكلة الوكالة في الصراع بين المساهمين و المسيرين تكاليف وكالة للملكية، أما الصراع بين المساهمين و الدائنين تكاليف وكالة للدائنين قد بوجها Jensen et Meckling في ثلاثة أنواع رئيسية و هي:

- تكاليف المراقبة

- كلف الالتزام

- الخسارة المتبقية

¹ نفس المرجع السابق، ص 24 .

² Berk Jonathan, Peter Demarzo, corporate finance, 2 the edition, united states of America 2011 p 257

³ معيزة مسعود أمير، هباش فارس، نظرية ترتيب إختيار مصادر التمويل كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الإستثمارية للمؤسسة الصغيرة و المتوسطة في ظل إقتصاد الإستدانة دراسة حالة المؤسسة الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، مجلة الإدارة و التنمية للبحوث و الدراسات العدد 10، ص127.

الفرع الثالث: هيكل رأس المال (المناسب) الأمثل في ظل تكاليف الوكالة.

يتوقف تأثير نظرية الوكالة على هيكل رأس المال بناء على الطريقة المعتمدة في المؤسسة لتمويل استثماراتها، و منه فإن قرار فتح رأس مال المؤسسة عن طريق إصدار أسهم تحدث حالة صراع بين المساهمين و المسيرين و تزداد المشكلة في ظل عدم تماثل المعلومات، مما يرفع تكاليف الوكالة للملكية نتيجة تكاليف الرقابة التي يقوم بها المساهمين تجاه المسيرين لحماية مصالحهم، وترتفع التكاليف بارتفاع أموال الملكية أي كلما ارتفعت نسبة فتح رأس المال مما يرفع عدد المساهمين و يصعب عملية المراقبة

أما في حالة الشراكة فهي تعتبر تسوية لمشكل الصراع بين المساهمين و المدراء، حيث أنه يعزز الثقة بين الأطراف مع مرور الوقت و هو ما يجنبها تكاليف إضافية متعلقة بالوكالة.¹

و قد ذكر O. Williamson عدة مبررات لفهم الإخفاقات التي تحدث في السوق واعتبر أن تركيز المتعاملين على تعظيم الأرباح قد يؤدي إلى غياب الثقة بينهم، وتعتبر الشراكة في هذه الظروف تسوية لهذا المشكل، ولتطوير هذه العلاقة لا بد من الاهتمام بعامل الثقة الذي يتنامى بمرور الوقت بين الشركاء وهذا ما يجنب وقوع تكاليف خاصة بالوكالة.²

إن نظرية الوكالة تعتبر الشراكة أفضل خيار للمؤسسة، لأنها تسهل مراقبة التعاقدات المتبادلة وكونها أساسا للالتحام والترابط الذي يشكل آلية ناجعة لمنع وعرقلة التصرفات الانتهازية، وترتبط هذه المقاربة أساسا بدرجة غموض النتائج المنتظرة من النشاط، فكلما كانت درجة غموض هذه النتائج كبيرة كلما كان اللجوء لخيار الشراكة أفضل كبديل لعلاقات السوق أو دمج هذا النشاط في المؤسسة، وبالمقابل كلما قلت درجة غموض تلك النتائج كان احتمال خيار الشراكة أضعف مقارنة بعلاقات السوق والمؤسسة.³ من خلال النظرية نستنتج ما يلي:

¹ AliouatBoualem, les stratégies de coopération industrielle, Ed economica, paris, 1996, p 72.

² Azouaualamia, les jeux du partenariat économique algero-française ; pour l'obtention du diplôme de magister en sciences de gestion, école supérieure de commerce d'Alger 2006, p 20.

³ F-Blenchot , « Modélisation du choix d'un partenariat », Revue française de gestion Juin ,Juillet ,Aout 1997),P70.

- إذا كانت درجة غموض النتائج المنتظرة كبيرة يكون احتمال خيار الشراكة كبيرا مقارنة بعلاقة السوق.

- إذا كانت درجة غموض النتائج ضعيفة فإن احتمال خيار الشراكة يضعف مقارنة بدمج هذا النشاط في مؤسسة .

و بالنظر إلى تأثير الوكالة على تحديد الهيكل المالي نجد ما جاء من طرف Miller (ميلر) سنة 1977 من انتقاد، حيث أقر أن الدراسات التي أكدت على ارتفاع قيمة تكاليف الوكالة إلى حوالي 30 % من قيمة المؤسسة ، أجريت على المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و منه فإن صغر الحجم يولد تكاليف وكالة كبيرة نظرا للاحتمال المرتفع في فشل هذه المؤسسات طيلة فترات حياتها خصوصا مرحلة الانطلاق¹.

المطلب الثاني: نظرية التمويل الهرمي و علاقتها بقرار فتح رأس المال

تعتمد هذه النظرية التي وضع أسسها دونالدسون Donaldson سنة 1961 في ترتيب مصادر التمويل حسب الأفضلية بالنسبة للمؤسسة التي تركز على المصادر الأقل حساسية لعدم تماثل المعلومات و التي في حالة حدوثة يؤدي إلى ارتفاع تكاليف التمويل.

الفرع الأول: تقديم النظرية

ترتكز النظرية على المحاور التالية: ²

1- أول مصدر تعتمد المؤسسة في تمويلها هو التمويل الداخلي: نتيجة اختلاف التكاليف المتعلقة بكل مصدر، و هو ما جاء في دراسته Majluf et Mayers سنة 1984 التي أكدت أن عدم تماثل (تباين) المعلومات بين المسيرين، المستثمرين و المقرضين يؤدي إلى اختلاف تكاليف التمويل ما يتحكم في قرارات المدراء في المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة ، و حسب النظرية يأتي التمويل الداخلي كخيار أول (الأرباح المحتجزة) ثم التمويل بالدين (الافتراض و السندات القابلة للتحويل إلى أسهم) و أخيرا التمويل بالأسهم الجديدة، و منه فإن قرار فتح رأس المال يأتي كخيار أخير نظرا لحجم التكاليف المتعلقة به "تكاليف الإصدار"

¹ معيزة مسعود أمير، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات، دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة سطيف 1 العدد

16 سنة 2016 ص ص 115-116

² معيزة مسعود أمير، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة مرجع سبق ذكره ص 111.

- 2- في ظل الظروف العادية لسير المؤسسة تحدد نسب معينة لتوزيع الأرباح بناء على احتياجاتها الاستثمارية و بناء على التدفقات النقدية.
- 3- تعتمد المؤسسة سياسة محددة في توزيع أرباحها، و تتجنب أي تغيرات طارئة خاصة إذا كان هناك نقص في الأرباح الموزعة، فإن كان فائض في الأرباح المحتجزة مقارنة بالاحتياجات الاستثمارية تقوم باستغلاله في تسديد الديون و استثماره في أوراق مالية سهلة التوريق و في حالة العجز تستغل المؤسسة الرصيد النقدي أو بيع جزء من الأوراق المالية .
- 4- في حالة عدم إمكانية توفير التمويل الذاتي تلجأ المؤسسة للمصادر الخارجية من اقتراض مباشر أو إصدار سندات بعدها سندات قابلة للتحويل إلى أسهم في الأخير أسهم عادية و هو ما فسره Mayers كما لا يمكن تجاهل الأهداف المحددة من طرف المسير التي تلعب دور في تحديد أولوية الترتيب لمصادر التمويل وهو ما يجعلها أمام حالتين بناء على ما سطره المسير:

الحالة 1: إذا كان هدف المسيرين هو تحقيق رغبات المالكين، تكون الأفضلية للموارد الداخلية عن الخارجية أي التمويل الذاتي أولاً، ثم الاستدانة بدلا من الأموال الخاصة .

الحالة 2: إذا كان الهدف هو تعظيم مصلحة المسيرين فإنهم يفضلون التمويل بواسطة الأموال الخاصة بدلا من الاستدانة التي تقيد قراراتهم و منه فإن الترتيب في مصادر التمويل الذاتي، رفع رأس المال ثم الاستدانة

الفرع الثاني: قرار فتح رأس مال المؤسسة في ظل اعتماد نظرية التمويل الهرمي

لقد عرفت نظرية التمويل الهرمي عدة تعديلات بناء على طبيعة الأصول الممولة حيث يرى Williamson 1988 أن الأطراف المتعاقدة لها رؤية محددة حول استطلاع مستقبل المؤسسة إذ يستعملون العقود لتغليب مصلحتهم، فبعد إمضاء العقد تعمل الأطراف على القيام بهذه التعديلات لضمان استمرار العلاقة فتصبح بذلك مصادر التمويل وسيلة للقيام بهذه التعديلات بما يرضى جميع الأطراف .

و كمثال لذلك في حالة تمويل أصل محدود الاستعمال*¹ و هو مشروع بحث و تطوير فهو مقبول من قبل المساهمين أكثر، فيكون موضوع عقد بين المؤسسة و حاملي رؤوس الأموال فإن اللجوء إلى الرفع من رأس المال عن طريق إصدار أسهم بحجم غير كبير، و هو في هذه الحالة أكثر فعالية من الاستدانة بالنسبة للمقرضين فإنهم يرون أن المشروع لا يولد مردودية في المواعيد المقدرة ما يدفعهم إلى المطالبة بتكاليف تمويل عالية

* و هو أصل خاص ذو استعمال محدود في المؤسسة أو يخص عدد قليل من المؤسسات، حيث ميز ويليامسون بين خصوصية المكان الجغرافي و خصوصية بعض الأصول المادية رأس المال البشري و استثمارات خاصة ببعض الزبائن

أما Mayers فينظر إلى المؤسسة على أنها تحالف بين الأطراف يعمل من خلالها المسيرين على تعظيم ثروة المؤسسة: نحسب بالعلاقة $W = E + S$

حيث أن E: رأس المال S: القيمة الحالية للفائض التنظيمي

حيث يمثل الفائض التنظيمي القيمة المحينة للتكاليف الناجمة عن الأجور العالية جدا.

و منه حسب Mayers فإن رفع رأس المال يكون أولى من الاستدانة في حالة اللجوء للتمويل الخارجي، و ذلك لتخفيض تكاليف الاستدانة و يوزع الأسهم على المالكين.

الفرع الثالث: خصوصية التمويل الهرمي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

حسب دراسة Norton سنة 1991 أتضح أن للمسيرين أولوية في ترتيب مصادر التمويل في المؤسسة الصغيرة و المتوسطة ، بحيث يعتمدون بشكل أساسي على التمويل الداخلي وفي حالة عدم كفايته يلجأون للتمويل عن طريق الاقتراض و أخيرا رفع رأس المال، و التي أجريت على عينة في المؤسسة الصغيرة و المتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية و التي أشار فيها إلى أهمية ترتيب اختيار مصادر التمويل في هذه المؤسسات ¹. و هو ما أكدته عديد الدراسات منها: دراسة Holwes et Kent سنة 1991 الذي وضح الخلاف بين المؤسسات الكبيرة و الصغيرة في نقطتين هما: الاختلاف في السلوك التسييري حيث أن الملاك و المسيرين لا يفضلون في المؤسسة الصغيرة و المتوسطة رفع رأس المال عكس الكبيرة لوجود الفصل بين التسيير و الملكية ² من هنا نستخلص أن مصادر التمويل متماثلة بين كل من المؤسسات الكبيرة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة حيث أنها تحاول استخدام المواد المالية الداخلية قبل اللجوء للاقتراض ثم كآخر إجراء فإنها تقوم بفتح رأس مالها للمستثمرين الخارجيين، و مما يمكن استنتاجه أنه يمكن تفسير التوجه التمويلي للمسيرين في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ³.

لكن ما جاء في دراسة Hughes Coshet سنة 1994 أكد على وجود تمويل هرمي خاص بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة نظرا لعدم تناسق المعلومات من خلال اقتراح التمويل الهرمي الموالي: أفضلية

¹. معيزة مسعود أمير، هباش فارس، مرجع سبق ذكره ص 128.

² رفاع توفيق، دراسة السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية في ظل التحولات المالية، دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2015، ص 46

³ نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسة الصغيرة و المتوسطة

الأصول المتداولة لمواصلة الاستثمار، الاستدانة قصيرة الأجل و بعدها أفضلية رفع رأس المال الداخلي عن الخارجي، القروض، و الاعتماد التجاري

و هو ما يفسر بالدراسة التي قدمها (Rivaud-Danset et Dorothee) في ثمانية دول لإبراز أوجه الاختلاف و التشابه في مصادر التمويل في المؤسسة الصغيرة و المتوسطة و المؤسسات الكبرى و جاءت نتائجها مختلفة من بلد لآخر، هو ما يفسر ما جاء في نظريات السابقة للعلاقة العكسية بين حجم المؤسسة و هيكلها المالي حيث يرجع سبب الاختلاف للارتباط الكبير بين الهيكل المالي للمؤسسة و النظام المالي للدولة التي تنشط فيها بالإضافة للخصوصية التي تمتاز بها المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في قراراتها المالية مقارنة بالمؤسسات الكبيرة¹

- تعيد استثمار نسبة عالية من الأرباح المحققة مقارنة بالمؤسسات كبيرة الحجم.
- تجد صعوبة في الحصول على التمويل من المصادر الخارجية خصوصا في سوق رأس المال
- تعتمد على الاقتراض قصير الأجل و السحب على المكشوف كأهم مصدر خارجي للتمويل في حين أن مصادر التمويل طويلة الأجل هي قليلة الاستعمال
- تحاول الإدارة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة تمويل استثماراتها بالاعتماد على مصادر التمويل الخالية من الرقابة و المتابعة.

¹ معيزة مسعود أمير، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسة الصغيرة و المتوسطة مرجع سبق ذكره ص117.

المطلب الثالث: اتخاذ قرار فتح رأس المال في ظل تأثير نظرية الإشارة

تهتم هذه النظرية بتحليل عدم تماثل المعلومات بين جميع الأطراف و التي تعد جوهرية بالنسبة للمستثمرين لمعرفة توقعات الإدارة بشأن مستقبل المؤسسة، وهو ما يبرز تضارب المصالح بين الأطراف المطلعة من مساهمين، مسيرين و مقرضين .

الفرع الأول: عرض النظرية

كان أول ظهور للنظرية من خلال أعمال Lintner سنة 1956 من خلال دراسته لعينة من 600 مؤسسة ثم ارتكزت على 28 مؤسسة بإجراء مقابلات مع المسيرين كونهم المؤثرين المباشرين على قرارات المؤسسة حول سياسة الأرباح، و توصل إلى أن المسيرين يدركون أن المساهمين يفضلون توزيع ثابت و مستقر للأرباح كإشارة على الاستقرار و النمو المتواصل للمؤسسة.¹

لكن الفضل الأكبر في تبلور النظرية كان للمؤلف Stephen Ross 1977 حيث تقوم على قاعدة عدم تناظر المعلومات التي تنسم بها الأسواق المالية، و منه فهي فرصة للمسيرين لإرسال و إصدار إشارات (Signals) فعالة و متعلقة بالمؤسسة دون غيرها، إرتكز Ross في هذه النظرية على فكرتين: *

- لا تتوافر نفس المعلومة عند جميع الأطراف، حيث أن للمدراء معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين (المساهمين و المقرضين).

- حتى لو أتيحت نفس المعلومة لجميع الأطراف فإن ترجمتها و فهمها لا يكون بنفس الطريقة من قبل المستثمرين، و هو ما يعبر عن عدم تناسق حصول و قراءة المعلومات المتعلقة بالمؤسسة .
يعتمد المسيرين في إيصال الإشارات على طرق صعبة التقليد من خلال وضع نظام تحفيزي للمكتسبين و إقصائي للمؤسسات الضعيفة.

¹H Kent Baker dividends and dividend policy Ed Jhonwiley and sons news jirsey USA 2009 p 366.

حيث تكون الإشارة بصورة مختلفة فقد تكون سياسة توزيع الأرباح، طبيعة هيكل التمويل اللجوء إلى الأوراق المالية المعقدة تنوع الحقيبة المالية للمؤسسة، أو وصفا لتكلفة رأس المال أو إلى شروط خاصة في مختلف

أشكال التركيب المالي¹.

فالإشارة ليست سر أو تصريح مضلل بل هي قرار مالي حقيقي و واقعي يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على متخذيها، في حالة ثبات عدم صحتها و للتقليل من عدم تماثل المعلومات يعمل المديرون على إصدار إشارات للمستثمرين فتعتبر الاستدانة إشارة إيجابية بالنسبة لمختلف المستثمرين بحكم أنها تعبر على قدرة المؤسسة في مواجهة أعباء ثابتة تحمل درجة خطورة مرتفعة كما أن استرجاع الأسهم كذلك إشارة إيجابية².

و من طرق الإشارة نجد سياسة الاستدانة التي تعبر عن قدرة المؤسسة على دفع الفوائد على المدى الطويل ما يعكس جودتها في حين تكون المؤسسات منخفضة الجودة غير قادرة على دفعها، فهو ما يمنح صورة للمراقبين الخارجيين بشأن كفاءة المؤسسة³.

حيث يترجم المستثمرين المستويات المرتفعة للديون كإشارة لقوة أداء المؤسسة و منه إن أراء المديرون البرهنة على ارتفاع عوائد المؤسسة فعليهم بإصدار ديون جديدة مما يرفع من قيمة المؤسسة في السوق (ارتفاع أسعار الأسهم) وهو ما يراه كل من Ravid et Sarig أن الديون و كذلك توزيعات الأرباح ترتفع بارتفاع أداء المؤسسات.

و هو ما خلص له Ross الذي أقر بأهمية هذا النموذج نظرا لصعوبة تطبيقه من المؤسسات الأقل أداء ما يوضح علاقة الارتباط الإيجابية بين كل من قيمة المؤسسة و مستوى الديون.

¹Samira Rifki Abdessadeqsadq: un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises « revue du financier n 31 2001 p 18.

²عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث العدد السابع 2009 ص 320.

³ Brian L connely and others signaling theory: Areview and assesement journal of management volume 37 n 01 january 2001 p 43.

و هناك نموذج آخر أقره كل من (Leland و Pyle 1977) يقوم على أساس التغيرات في نسبة امتلاك المسيرين للأسهم العادية للمؤسسة فهي تعكس التغيرات في القيمة السوقية للمؤسسة، فإن أتيحت للمؤسسة فرص استثمارية جيدة فإنها سوف لا ترغب في بيع أسهمها العادية لكي لا تتقاسم الأرباح مع المساهمين الجدد ؛ و بالتالي فإن المستثمرين يعتبرون ملكية المسيرين كمؤشر على عوائد مستقبلية و بالعكس فإن المؤسسة التي تواجه منافسة شديدة و التوقعات المستقبلية سلبية تعمل على بيع الأسهم لمشاركة الخسائر مع المساهمين الجدد و هو ما ينعكس على قيمة هذه الأخيرة بعد ترجمة العملية بوجود توقعات مستقبلية سلبية.¹

الفرع الثاني: دور نظرية الإشارة في تفسير قرار فتح رأس المال

إن قرار فتح رأس المال عن طريق التسعير في البورصة هو إشارة على رغبة المسيرين التقليل من الخسائر بتقاسمها مع المستثمرين الجدد، لكن ما يمكن التنبؤ به أنه هناك حالات تكون عملية فتح رأس المال بهدف توسيع قاعدة المساهمين للرقابة على نشاط المؤسسة و هو ما يحدث في حالة خصخصة مؤسسات عمومية، و بالتالي فهي عملية تشجع على إشراك الأشخاص في رأس مال مؤسسات تابعة للدولة ما تجعل حس المسؤولية و الرقابة على مصالح المستثمرين نظرا للعوائد التي سيتحصلون عليها، كذلك من جهة أخرى إذ تم طرح حصص صغيرة من أسهم المؤسسات للاكتتاب العام على أقلية من المساهمين، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة لأن المساهمين بالأغلبية لديهم قدرة رقابية و سيطرة على قرارات المؤسسة ما تمكن من إدارتها بنجاح.

في حين أن اللجوء لعملية الشراكة ما هو إلا انعكاس لرغبة المؤسسة في تطوير نشاطها عن طريق تغطية النقائص و كذا تطوير الأداء بالاعتماد على الإمكانيات المتاحة لدى المؤسسة الشريكة سواء من الناحية التنظيمية، التسييرية و المالية.

الفرع الثالث: دور نظرية الإشارة في ترجمة الهيكل التمويلي للمؤسسة الصغيرة و المتوسطة

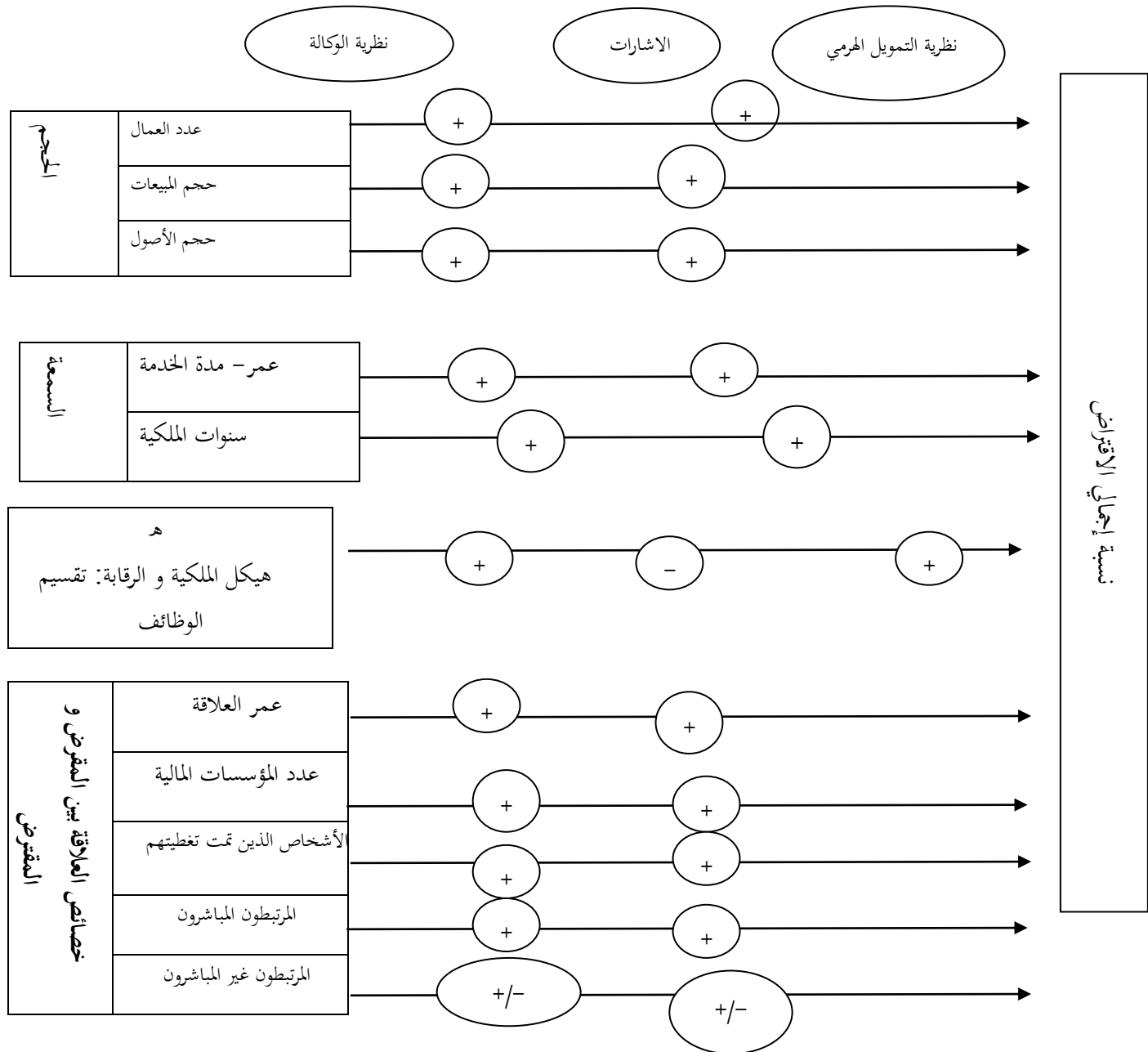
بناء على أعمال Ross 1977 فإن التمويل الداخلي و القروض البنكية هي أهم مصادر تمويل للمؤسسة الصغيرة و المتوسطة قبل اللجوء لإصدار أسهم و هي سياسة تمويلية تعطي إشارة إيجابية للمستثمرين حول قيمة المؤسسة، و هو ما جاء في عدة دراسات تناولت تأثير الإشارة على هيكل تمويل مؤسسة الصغيرة

¹ معيزة مسعود أميرة، مرجع سبق ذكره، ص 118

و المتوسطة منها دراسة Leonardo et clara، سنة 2001 لعينة تضم PME 410 في إسبانيا لتحديد العوامل المحددة لهيكل هذه المؤسسات باعتماد كل من نظريتي الإشارة و الوكالة، عن طريق تعيين العوامل المحددة للهيكل المالي و علاقتها المقترحة بنسبة الأموال المقترضة وفقا للشكل التالي¹:

¹ / معيزة مسعود أمير المرجع الأصلي دراسة الباحثان.

الشكل رقم (01-01): العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة



المصدر: معيزة مسعود أمير، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسة

الصغيرة و المتوسطة ، مرجع سبق ذكره، ص121.

من خلال الشكل فقد اعتمد الباحثان على ثلاثة معايير هي الحجم و المعايير المتعلقة بسمعة المؤسسة المرتبطة بالعلاقة بين المقرض و المقترض.

من بين أهم فروضهم أنه كلما زاد التخصص و الفصل بين المالكين و المسيرين فهو إشارة إلى زيادة الاقتراض.

جاء في الدراسة أن ما نسبته فقط 11,48% من المؤسسات يمكن أن تسير من غير المالكين، كما فندت الدراسة وجود ارتباط بين وظيفتي الملكية و التسيير وكذلك وجود ارتباط بينهما و بين نسبة الأموال المقترضة الذي أقرته نظرية الإشارة .

و هو ما يعكس قدر كبير من عدم تجانس المعلومات في المؤسسة الصغيرة و المتوسطة بين المالكين و المسيرين كون معظم المؤسسات هي عائلية و التي تسير من طرف مالكيها ،و الذين لا يرغبون في فتح رأس مال المؤسسة للتداول بهدف عدم اشتراك مساهمين جدد يتقاسمون العوائد المحققة، كما تستغل كمؤشر في قدرة المؤسسة على مواجهة الاقتراض.

المبحث الثاني: آليات فتح رأس مال المؤسسة

يعتبر أول هدف للمؤسسة هو الاستمرار، و مما لاشك فيه أن قرار التمويل يعد من أهم القرارات التي تتخذها إدارة المؤسسة بناء على نوعية المعلومات المتوفرة للمدير المالي و مدى كفاءته في استخدامها من خلال دراسة وتحليل مختلف البدائل لاختيار تركيبة الهيكل المالي لما له من أثر على الأداء المالي للمؤسسة .

و ما لا يخفى علينا أن قرارات التمويل تتخذ بناء على عاملي التكلفة أولا و المخاطرة ثانيا، تلجأ المؤسسة إلى التمويل عن طريق فتح رأس المال لدعم نشاطها و استثماراتها و ذلك لتكلفتها المنخفضة نوعا ما مقارنة بباقي المصادر.

و من بين التقنيات المعتمدة في فتح رأس مال المؤسسة نجد كل من الشراكة، فتح رأس المال عن طريق البورصة.

المطلب الأول: استراتيجية فتح رأس مال المؤسسة عن طريق الاكتتاب العام

يتمثل دور البورصة في تأمين السيولة و تجميع المدخرات للإسهام في عملية الاستثمار و التنمية بتزويد المؤسسات بالموارد المالية اللازمة لتطوير و تنوع نشاطها، سواء كانت مؤسسات صغيرة أو كبيرة و ذلك باعتماد عدة أشكال في التمويل تتناسب و طبيعة النشاط الاقتصادي، ولتوضيح ذلك ارتأينا من خلال هذا المطلب توضيح مختلف صور تمويل المؤسسة عن طريق الاكتتاب .

الفرع الأول: ماهية الاكتتاب العام و الخاص

أولا: الاكتتاب العام

و المقصود به هو أن تعرض المؤسسة كل أو جزء من الأسهم التي تملكها في رأس المال وهو ما يتطلب تقييم المؤسسة و تقدير عدد الأسهم و تحديد الأسعار التي تباع بها الأسهم¹ و هو من أنجع الوسائل التي

¹ بلعشي عبد المالك: أثر فتح رأس المال على سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة العمومية الاقتصادية المسعرة بالبورصة، ماجستير في علوم التسيير جامعة الجزائر 3، 2015 ص 28.

تؤدي إلى تحسين الأداء المالي لأن فتح رأس المال عن طريق الاكتتاب العام يؤدي إلى دخول مساهمين جدد يأملون الحصول على أرباح من خلال القيام بالدور الرقابي على مجلس الإدارة لحماية مصالحهم.

غير أن هذا النوع من الاكتتاب يتطلب شروط أهمها وجود سوق مالي فعال و كفؤ و قادر على تغطية الأسهم المطروحة للبيع ، كما يصحبها توفر مدخرات بالتزامن مع اتساع الثقافة البورصية في أوساط المستثمرين و المدخرين.

وهو ما يؤكد أن هذا النوع من العروض لا يلائم الدول التي لها سوق مالي ضعيف و هو ما يساعد في عرض البيع الجزئي لأنه يكون تدريجي ليسهل عملية المراقبة و تفادي المخاطر ، فهي تناسب عملية تحويل الملكية عن طريق السوق المالي التي تمت إعادة هيكلته كما أن هذه الطريقة توسع من قاعدة الملكية .

ولضمان فعالية قرار فتح رأس المال عن طريق الاكتتاب العام من الأفضل أن تكون مؤسسة ذات **حصة** سوقية معتبرة وبأداء مالي جيد، مع ضمان توفير قدر معتبر للمعلومات المالية المتعلقة بنشاط المؤسسة للمستثمرين من خلال سوق مالي كفؤ و نشط.

و الملاحظ أن عملية فتح رأس المال عن طريق السوق المالي يمنح للمؤسسة فرصة للتمويل و توسيع قاعدة الملكية وتشديد الرقابة على نشاط الإدارة ما يسمح بتطويرها و تحسين أدائها المالي من جهة، و يساهم في تطوير الأسواق المالية خاصة في الدول النامية من خلال طرح الأصول المالية، من جهة أخرى، كما يسمح بامتصاص المدخرات النقدية و تحويلها إلى ادخار مالي ما يدفع بزيادة الطلب على المنتجات المالية و هو ما يؤدي إلى زيادة سيولة الأسواق المالية كما يشجع المؤسسات على التوجه نحو فتح رأس المال كبديل فعال للتمويل عن طرق الاستدانة.¹

أوضحت الدراسات أن عملية طرح الأسهم للاكتتاب العام تؤثر على تغير هيكل الملكية، فإن كان الطرح جزئي فإن ملكية الأسهم المطروحة للاكتتاب العام تكون في يد عدد محدود من المساهمين، و هو ما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة لأن أكبر المستثمرين هو من لديه صلاحيات الرقابة الأعلى ، ما يمكنه من السيطرة على إدارة المؤسسة أما في حالة الطرح الكلي للاكتتاب العام فإن ذلك يؤدي إلى ظهور إدارة بعدد معتبر من

¹ سليمان سالم الشحومي، الاكتتاب العام و الطرح الخاص، شركة الانطلاقة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، شارع عمر المختار، طرابلس ليبيا 2008، ص 03.

المساهمين ، ما يغير هيكل الملكية كما يفصلها عن الإدارة وهو ما ينتج عنه إضعاف أداء المؤسسة¹، وهو ما أكدته دراسة Mikkelsen 1997 التي أوضحت أن الأرباح المتعلقة بالمؤسسة التي فتحت رأس مالها عن طريق الاكتتاب العام بعد العملية تنخفض؛ نتيجة تراجع أدائها لنقص الحافز لدى الإدارة بعد انخفاض حصص الملكية و هو ما يؤكد أن ارتفاع حصص الملكية للإدارة يلعب دوراً تحفيزياً لرفع الأداء من طرفها.²

ثانياً: الطرح الخاص

يقصد بها تلك العملية التي تتناول عرض أدوات مالية لفئات معينة من المستثمرين تتضمن المحترفين من المؤسسات المالية (المصارف، شركات التأمين، صناديق تقاعد، صناديق استثمار، شركات تسير محافظ الأوراق المالية) أو المستثمرين الأفراد ذوي الخبرة و الملاءة المالية العالية في تداول الأوراق المالية.³

تكون عملية الطرح الخاص عند تأسيس المؤسسة أو عند زيادة رأس المال، من خلال طرح أسهم المؤسسة بمعرفتها و تحت إشرافها على مجموعة محددة من الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين من ذوي الخبرة دون شرط، حيث يمكن أن تطرح جزء من الأسهم الموجهة للاكتتاب عكس الاكتتاب العام و تحدد قيمة السهم أو الورقة المالية المعدة للطرح الخاص من قبل مستشار مالي و يصادق عليها محافظ حسابات خارجي.

و كأي عملية طرح فإن الطرح الخاص يتطلب توفر شروط و هي أن تقدم المؤسسة للسوق المالي دراسة بالقيمة العادلة لأسهم زيادة رأس المال حسبما تحدده الشركة و تحت مسؤوليتها.

الفرع الثاني: التمويل بفتح رأس المال عن طريق السوق المالي

لعدم كفاية المصادر الداخلية المتمثلة في التمويل الذاتي من تغطية الاحتياجات المالية للمؤسسة، تلجأ إلى مصادر تمويل خارجية منها زيادة رأس المال، يتم هذا الإجراء بقرار من الجمعية العامة، هذا ما يعمل على تحسين مظهر الهيكل المالي للمؤسسة في صورة ارتفاع الأموال الخاصة والسيولة المالية، تكون الزيادة في رأس المال على شكل طرح أسهم جديدة للاكتتاب في السوق المالي للمساهمين الحاليين أو الجدد، وحامل السهم يصبح

¹ محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، العدد/2010/08 ص 83.

² محمد زرقون، نفس المرجع أعلاه، ص 84 .

³ سليمان سالم الشحومي، مرجع سبق ذكره، ص 05.

شريكاً في رأس المال حيث تعتبر الأسهم بأنواعها و التي تصدرها المؤسسة و الأوراق المالية المشابهة أهم ما يشكل رأس المال عن طريق الدعوة للاكتتاب العام الموجهة إلى أشخاص للمساهمة في رأس المال المؤسسة .

أولاً: الأسهم العادية:

1- تعريف: هي حق نقدي أو عيني في رأس مال المؤسسة قابل للبيع و الشراء يمنح حامله حقوقاً خاصة تتمثل في حضور الجمعية العامة السنوية مع الإطلاع على دفاتر المؤسسة، يعتبر من أغلب الأسهم المتداولة و التي تمثل حق ملكية رأس المال كما أن تداوله لا يتوقف إلا في حالة إعادة شرائه أو حل الشركة و تصفيتها¹.

2- قيم الأسهم العادية

للسهم العادية قيم مختلفة:

1-2: القيمة الاسمية

وهي القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس المؤسسة وقوانينها و أنظمتها الداخلية، يتم بها الاكتتاب عند طرح السهم لأول مرة، هذه القيمة يتم استخدامها لتسجيل حساب رأس مال المؤسسة في القيود المحاسبية، وعادة ما تكون منخفضة²

2-2: القيمة الدفترية

هي القيمة التي تعكسها سجلات المؤسسة المحاسبية وتمثل مجموع رأسمال المؤسسة المساهم به والاحتياطات والأرباح غير الموزعة، ويمكن حسابها عن طريق قسمة حقوق المساهمين العاديين على عدد الأسهم القائمة.

3-2: القيمة السوقية

هي القيمة التي تحدد نتيجة التعامل في سوق الأوراق المالية أي سعر السهم في السوق المالي، وقد يكون أعلى أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية، وتمثل القيمة الحقيقية للمؤسسة إذا كان السوق المالي يتميز بدرجة

¹ - أحمد أمين سعد الله، التمويل داخل المؤسسة في ظل اقتصاد السوق، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2010، ص 23.

² فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للطباعة و النشر و التوزيع، عمان 2009، ص 186.

عالية من الكفاءة.

2-4: القيمة التصفوية

هي عبارة عن القيمة التي يتوقع المساهم الحصول عليها عند التصفية، أي أنها نصيب السهم الواحد من قيمة الموجودات بعدا لتصفية و تسديد كافة حقوق الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة، تحسب كما يلي:

القيمة التصفوية للسهم = (قيمة الأصول - الالتزامات) / عدد الأسهم العادية.

2- الأسهم الممتازة:

هي أسهم تمنح لحاملها حقوق إضافية مقارنة بحاملي الأسهم العادية كأولوية في تحصيل حقوقه في حالة تصفية المؤسسة كما يمنح له حق تحويل السهم إلى سهم عادي، غير أنه لا يستطيع التصويت في الجمعية العامة مثل حملة الأسهم العادية.

3- أسهم الخزينة:

هي الأسهم المعاد شراؤها من طرف المؤسسة من خلال طريقة المناقصة التي تحدد عن طريقها المؤسسة عدد الأسهم المطلوبة و معدل السعر الذي ترغب في دفعه أو عن طريق السوق المالي وفقا لأسعار السوق و هو ما يدفع أسهم المؤسسة للارتفاع.¹

4- شهادات الاستثمار:

هي أوراق مشابهة للأسهم في شكلها إلا أنها لا تتمتع بحق التصويت، فهو جزء من السهم العادي فاقد حق التصويت في حين أن الجزء الثاني من الأسهم هو شهادة حق التصويت و التي يحملها أصحاب السهم العادي.²

¹ -هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، 2008، ص4.

² -رشيد بوكيساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر 2006، ص332.

5- الأوراق التساهمية: هي أوراق مالية تجمع بين خصائص السهم و السند لذلك يدعوها البعض بشبه الأموال الخاصة، حيث لصاحبها الحق في الحصول على نسبة ثابتة من الفوائد إضافة إلى نسبة متغيرة من الأرباح.¹

الفرع الثالث: مزايا و عيوب فتح رأس المال

أولاً: مزايا فتح رأس المال

لعملية فتح رأس المال عدة مزايا على أداء المؤسسة نوجزها فيما يلي:

1- المزايا المالية:

- تحسن الوضعية المالية مما يحسن علاقة المؤسسات مع المتعاملين من موردين، عملاء و مؤسسات مالية؛
- تقوية خزانة المؤسسة من خلال تقليل مصاريف التمويل الناتجة عن عملية الاستدانة؛
- تمويل المؤسسة بدون تقديم ضمانات، حيث أن العملية تتم من خلال المساهمة في رأس مال المؤسسة عن طريق السوق المالي؛
- الحصول على تمويل طويل الأجل دون اللجوء إلى مؤسسات الإقراض، حيث أن مكافئة المستثمرين تكمن أساساً في أرباح رأس المال بعد بيع حصصهم؛
- نشوء أثر الرافعة بالحصول على أنواع أخرى من التمويل، حيث أن فتح رأس المال يمنح للمؤسسة امتيازات لدى مؤسسات الإقراض، كما يسمح بالحصول على إعانات من طرف الدولة مرتبطة بمستوى رؤوس الأموال؛
- يسمح فتح رأس المال بتطوير مكانة المؤسسة في السوق، حيث أكدت دراسات البلدان المتطورة أن المؤسسة المدرجة في البورصة تكون ذات حضور كبير دولياً مقارنة بغيرها من المؤسسات ؛
- ارتفاع نسبة التمويل الذاتي بالاعتماد على مساهمات جديدة و منه انخفاض نسبة المديونية .

2- مزايا أخرى:

- دعم إضافي لقيمة المؤسسة من طرف المساهمين الجدد يتمثل في (اكتساب خبرات جديدة في تكنولوجيا و استراتيجيه) و استغلال اتصالات المساهمين الجدد؛

¹-J.Teulie&P.Topsacalian « finance »,ed.Vuibert ,2000. p256.

- تقبل وجهات نظر خارجية تسمح للرجوع إلى الوراء و بناء نظرة إستراتيجية (وجود متكرر في تنظيمات الحوكمة)؛
- إمكانية النمو عن طريق النمو الداخلي و الخارجي خزينة موجبة تسمح بسهولة تحقيق المشتريات؛
- مصداقية المؤسسة اتجاه الزبائن (الحسابات الكبرى) و الموردين و التي تتمثل في رأس مال مستثمرين واسع السعة يكسب الأطراف ثقة في المؤسسة؛
- حصول المؤسسة على الأمن خلال النداء لفتح رأس المال يسمح بمدخرات جديدة تجعل المؤسسة تحتفظ جزء في حالة وجود أزمة ما سيمنحها ثقة لمواجهة الظروف الطارئة؛
- من جهة أخرى فإن رفع و توسيع رأس المال يشكل وسيلة في بعض القطاعات
- كقطاع اقتصاديات عالية الحجم حيث انه يتطلب الحصول على حجم معين للحصول على المردودية فالبحت عن مستثمرين يساعد على امتلاك وسائل الاستثمار و تحقيق اقتصاديات الحجم.
- أما القطاعات مع حجم حاسم في عدد من المستخدمين (تأثير الشبكة) يعني القطاع الذي ترتفع قيمة المنتج بعدد الأشخاص المستخدمين في هذا النوع من السوق يجب بناء شبكة كمثال على ذلك نجاح بناء سوق لا يتحقق إلا بوجود حجم معين من الأعمال و هو ما يجب الاستثمار في BFR ليسمح برفع مردودية المؤسسة
- في قطاع حيث أن قوة التنافس والقدرة على الذهاب هي مفاتيح النجاح: هي قطاعات تقدم حاجز للدخول بسبب التطور التكنولوجي القوي وكذا اكتساب حصة كبيرة من السوق
- يرجح من عملية فتح رأس المال تحسين سير أداء المؤسسات التي عملت على فتح رأس مالها سواء جزئيا أو كليا من خلال المساهمة في عملية اتخاذ القرارات سواء قرارات مالية، إدارية، تشغيلية و إستراتيجية و كذلك لعب دور المراقب في تنفيذ قرارات الجمعية العامة
- القطاعات التي تعمل فيها المؤسسة على فواصل السعر فإن فتح رأس المال يسمح بتكبير الأسعار من أجل اكتساب حصص في السوق من خلال نمو المؤسسة وتحسين الخزينة
- في حين أن أسواق الأفق البعيد وهو حال المشاريع التي تتطلب تكلفة كبيرة للحصول على منتج يمكن تسويقه، مع وجود حواجز قانونية قوية للوصول إلى تسويق المنتج، أسواق بدورات بيع طويلة و بالتالي فإن التمويل عن طريق النداء العام للاكتتاب يمنحها فرصة تمويلية.

ثانيا: عيوب فتح رأس المال

- تحمل مصاريف إضافية تتمثل في الدراسات المالية والاقتصادية وتكاليف الإعلان وطبع المنشورات (BALO (bulletin des avances légales officielles)
- استقلالية أقل في تسيير المؤسسة حيث أن المساهمين يملكون مقاعد في مجلس الإدارة مما يمنحهم وزن مهم في إستراتيجية اتخاذ القرار.
- تقلص الأرباح بسبب كبر عدد المساهمين لكن يبقى أمل الحصول على نسبة قليلة في مؤسسة تتطور على الحصول على نسبة أعلى في مؤسسة لا تستطيع التطور ؛
- غياب البورصة تعتبر عائق أمام عملية فتح رأس المال التي تتم عن طريق الاكتتاب.¹
- رد فعل السوق المفاجئ بعد فتح رأس المال من خلال ارتفاع الأسهم مما يمنع المستثمرين الصغار في المساهمة في رأس المال كما يدفع المساهمين القدامى لبيع حصصهم هذا الوضع يجعل المؤسسة تتدخل:
- إما بمنع قدماء المساهمين بيع الأسهم مباشرة بعد فتح رأس المال، حتى استقرار أسعار الأسهم (طريقة lockaup)
- أو تبرم عقد سيولة مع الوسيط المالي، الذي يقوم ببيع الأوراق المالية لمن أراد شراءها أو تشتريها لمن أراد بيعها لمدة محددة حتى تستقر الأسعار les contractas de liquidité يتوقف على حالة المؤسسة، فان كانت في وضعية مالية جيدة يسهل ذلك عملية الخوصصة أما إذا كان العكس وهو حال معظم المؤسسات التي استوجب خوصصتها فان العملية تتم على مرحلتين
- فالمرحلة الأولى تكون بهدف تحسين أوضاع المؤسسة ماليا و تكنولوجيا
- والمرحلة الثانية عن طريق البيع العام للأسهم
- خوصصة المؤسسة ببيعها بمبالغ منخفضة بعد عملية تقييم غير سليمة وخصوصا في حالة بيعت المؤسسة لمجموعة محددة من ذوي المصالح.²

¹ بلعشي عبد المالك، أثر فتح رأس المال على سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة العمومية الاقتصادية المسعرة في البورصة، دراسة تحليلية لمجمع صيدال، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2014، ص 100.

² محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، العدد 08، 2010، ص 3.

الفرع الرابع: دوافع فتح رأس مال المؤسسة

نظرا لأهمية العملية التي تتم على أساس دراسة و تقييم لوضعية المؤسسة للوقوف على أفضل طريقة تعتمد في فتح رأس المال بناء على عدة اعتبارات داعمة منها الأهداف المسيطرة على كل من المدينين الطويل والقصير:

فاتخاذ القرار يهدف بالدرجة الأولى إلى تحسين أداء المؤسسة بتوسيع الملكية مما يسمح بدخول طرق جديدة ومتطورة في أداء المؤسسة من جهة وكذلك تحسين الأداء من جهة أخرى بتوفير التمويل الملائم مع ما تم تخطيطه من أهداف، ومن هنا يمكن التوقف على أهم دوافع فتح رأس المال والتي نوضحها في النقاط التالية:

- أولا: على مستوى المؤسسة:

يكن ذلك في: ¹

- تخفيض تكاليف الإنتاج، وتطوير الفعالية عن طريق لامركزية القرارات ؛
- تجديد في إدارة المؤسسة بتبني قواعد وأفكار تسييرية جديدة فيما يخص نوع وكمية المنتجات و الأسعار المعتمدة بناء على المعايير الدولية؛
- تسمح عملية فتح رأس المال عن طريق بيع الأسهم سواء بالعملة الوطنية أو النقد الأجنبي بجلب رؤوس الأموال بإدارة جديدة تسمح بمرافقة المؤسسة في عملية تكوين دائمة ومستمرة بجلب تقنيات جديدة أو شراء تكنولوجيا متطورة تعمل على تنشيط أداء المؤسسة؛

ثانيا: على مستوى الاقتصاد الكلي

- تنشيط سوق رأس المال اعتماد فتح رأس المال عن طريق البورصة مما يعطي دافع ونشاط لعملية الوساطة المالية و هو ما يشجع على استغلال المدخرات في تنشيط السوق المالية ؛
- فتح رأس المال عن طريق الشراكة مع مؤسسة أجنبية يؤمن استقرار الخزينة العمومية من خلال استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية واستغلال جلب الخبرات مما يعمل على تدني الديون الأجنبية؛

¹ -MokhetarLaroussi, la privatisation des entreprises en Algérie, bilan difficultés et perspectives, présenté en vue de l'obtention du diplôme de magister, université d'Oran 2011 ,p19.

-تعتبر التجربة التي تم اعتمادها في دول جنوب شرق آسيا ناجحة من خلال نقل الخبرات في شقيها التنظيمي والتكنولوجي عن طريق الاستثمار المباشر من خلال عملية الشراكة، و هي نفس الفكرة التي تبنتها الجزائر.

- خصوصية القطاع العمومي لها أثر أجنبي على المستهلك الذي يكون له منتج ذو نوعية جيدة وسعر منخفض؛

- تخفيض تدخل المؤسسة، حيث أن فتح رأس المال يعمل على تخفيف القيود المعروضة على المؤسسة العمومية من طرف الدولة وهو ما يمنحها استقلالية كاملة ؛

- تضمن نضج المؤسسة من خلال تطوير فعاليتها و تنافسيتها وهو ما يعمل على الحد من عملية الاحتكار؛

- تطوير المساهمة الشعبية ومشاركة العمال في رأس مال مؤسستهم.

المطلب الثاني: الشراكة كأسلوب من أساليب فتح رأس المال

تعتبر الشراكة كقرار استراتيجي تتخذه المؤسسة الاقتصادية في ظل تنامي ظاهرة المنافسة، و التي دفعت بالمؤسسة إلى التفكير في تحسين الوضعية المالية بناء على فتح رأس المال أمام المستثمرين لتحقيق الأهداف المسطرة في توسيع و تحسين الخدمات و المنتجات.

الفرع الأول: مفهوم الشراكة و دوافعها

أولاً: مفهوم الشراكة

هناك عدة مفاهيم أعطيت للشراكة بسبب مفهومها الواسع و الذي تم تحديده خلال السنوات الأخيرة، مع اختلاف بين الباحثين، فمنهم من يرى بأنها شكل من أشكال التعاون و منهم من ربطها بالتكامل الاقتصادي فيما يلي نورد أهم التعاريف:

التعريف الأول: "هي اتفاقية تعاون طويلة أو متوسطة المدى بين مؤسستين أو أكثر مستقلة قانونيا، متنافسة أو غير متنافسة (احتمال تنافسها في المستقبل) و التي تنوي جلب أرباح مشتركة خلال مشروع مشترك".¹

التعريف الثاني: "هي تقارب بين عدة مؤسسات مستقلة قانونيا، لأجل التعاون في مشروع معين أو نشاط خاص بتكثيف و تنسيق الجهودات وتبادل الكفاءات والوسائل والمصادر الأساسية".²

التعريف الثالث: "مؤسستان أو أكثر تتفقان إعداد وتطوير إستراتيجية طويلة الأجل بغرض قيادة السوق في سلعة أو خدمة محددة عن طريق تخفيض التكاليف وتطبيق التسويق المتميز، والاستفادة من المزايا التنافسية والمزايا المطلقة المتاحة لأحد الطرفين أو لكل منهما".³

و في تعريف أخير يتعلق بالشراكة الأجنبية جاء فيه بأنها بمثابة التعاون بين طرفين لهما أهداف محددة، تقوم على أساس الثقة المتبادلة بين الأطراف و يتم تجسيد ذلك في اتفاق معين، و تفترض إقامة علاقة شراكة ما يلي:

- المعرفة المتبادلة بين الشركاء؛
- الرغبة في العمل و التعاقد و بصفة دائمة؛
- إمكانية حرية التصرف في حال فسخ عقد الشراكة.

و الملاحظ أن هذه التعاريف تتغير حسب المتغيرات الاقتصادية و كذا المجالات المدروسة⁴.
عرفت الشراكة رسميا من طرف فدرالية الشبكات الأوروبية للشراكة (L'IREF) على أنها:
" عبارة عن تقنية للتطوير و التنظيم تجمع المشتركين بواسطة عقد يركز على هدف مشترك خلال فترة التعاون المحدد، و التشارك باحترام فيما بينهم عن طريق معارفهم و خبراتهم، ومنه تبين أن الشراكة على مختلف مستوياتها تمثل عدة عناصر تمثل أبعادها في:

- تقنية للتطوير و التنظيم ؛
- هي تبادل المعارف و الخبرات؛

¹ Boualem Aliouat, Les Stratégies de coopération Industrielle (Paris : Ed Economica,1996), P14

²B.Garrette et P.Dussauge ,Les stratégies d'alliance (Paris: Ed d'Organisation ,1995), P27.

³ - النجار فريد، التحالفات الاستراتيجية، مصر: إيتراك للنشر والتوزيع، 1999، ص 15 .

⁴ - محمد زرقون، إنعكاسات أساليب الخصوصية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في ظل الإصلاح الاقتصادي، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010، ص ص 48-49.

-تفرض شكل من التفاهم؛

-تقود لتطوير متبادل.

و بصفة عامة و بناء على ما سبق فإن الشراكة هي صورة من صور التعاون بناء على عقد يربط طرفين أو أكثر ، بهدف تحقيق أهداف مشتركة بتجميع الموارد المالية و الفنية و التكنولوجية لكل طرف ، فهي قد تكون بين مؤسستين أو بين القطاع العام و الخاص أو بين الحكومة و مؤسسات المجتمع المدني للوصول إلى أهداف عامة، و كون الشراكة شكل من أشكال التعاون فهي تمتاز بتنوع من الخصائص و العناصر التي تميزها عن باقي الصور الأخرى للتعاون أهمها:

1/هي عملية طوعية تتم بإدارة الأطراف ؛

2/مشاركة متساوية في تحمل التكاليف، أي العدالة في استغلال موارد الأطراف و كذا الحصول

على عائد مقابل ما يقدمه و مناسب له ؛

3/المساواة بين الأطراف في وضع الأهداف، إدارة العملية تمثل النتائج.

ثانيا: دوافع قيام عملية الشراكة

باتت الشراكة بين المؤسسات الاقتصادية ضرورية لما أصبحت تواجهه المؤسسة من منافسة صعبة تعتمد على السيطرة و التحكم في كل المعطيات التسييرية،و مع تنامي النشاط الاقتصادي كان لا بد من تضافر الجهود بمشاركة الجهات سواء المنافسة أو ذات المصالح المشتركة، أهم الدوافع لقيام عملية الشراكة نجد:

1- تنامي ظاهرة العولمة و التي شملت مختلف المجالات المالية التسويقية، الإنتاجية والتكنولوجية، كما شملت أسواق السلع و الخدمات و العمالة، قد أصبح مسؤولي المؤسسات يتعاملون مع عالم تلاشت فيه الحدود الجغرافية و السياسية و سقطت الحواجز التجارية بين أسواقه بعد العمل باتفاقيات المنظمة العالمية للتجارة ¹

2- ارتفاع تكاليف البحث و التطور مما يمكن الشراكة من نقل التكنولوجيا بمبالغ أقل من الاستثمارات الفردية مع ضمان كافي للنجاح ²

3- الإخفاقات الكبيرة و المتعددة التي عرفتتها عمليات الإدماج و الشراء مما سمح لتطور الشراكة كونها تنحصر في مجال تعاون محدد، و هو ما يعمل على تطوير النشاط و من بين الدوافع الأخرى نجد:

1- أحمد سيد مصطفى ، مرجع سابق، ص 58.

2- بلعور سليمان، أثر استراتيجية الشراكة على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير جامعة الجزائر، 2004، ص 19.

- مواجهة التحديات و المخاطر و الأزمات ؛
- توفير الاحتياجات من الموارد اللازمة لدخول الأسواق بمنتجات جديدة ؛
- تحقيق رافعة تمويلية جديدة و تكلفة محدودة و هو ما تهدف إليه دراستنا " الشراكة المالية".

الفرع الثاني: أهداف الشراكة و النظريات المفسرة لها

في ظل البيئة التنافسية التي تنشط فيها المؤسسة و جب عليها البحث عن شريك لمواجهة المخاطر رغم التنازل عن جزء من استقلاليته في إصدار القرارات.

من هنا تعددت أهداف التعاون من خلال الشراكة:

أولاً: أهداف قيام عملية الشراكة

1- تحقيق الأهداف الإستراتيجية: في ظل اتحاد الجهود لتحقيق الأهداف التي سطرها المؤسسة بمساعدة الشريك .

2- التعلم و الانتقال التكنولوجي: فحسب رأي أصحاب نظرة "التعلم التنظيمي" فإن المؤسسة المشتركة أحسن طريقة للحصول على المعارف الضمنية لاستقبال التأشيريات بين الطرفين و الاحتكاك بينهما ما سمح بنقل المعارف نظراً لصعوبة الانتقال عن طريق الوسائل الكلاسيكية "التكوين، البحث و التطوير"

3- تحول أو اقتناء تخصص صناعي أو تجاري أو مالي: باستغلال كل التخصصات القابلة للتحويل و التي تمثل عنصر من عناصر المهارة من كفاءات البشرية، طرق عمل معدات إنتاج أفكار تسويقية و كذلك العنصر المالي من خلال فتح رأس مال المؤسسة أمام المؤسسة الشريكة سواء وطنية (عامة أو خاصة) أو أجنبية .

4- التقليل من حدة المنافسة: تعمل اتفاقيات الشراكة على انتقال المعارف و التكنولوجيا، مما يعطي الثقة للعلاقة بين الشركاء و هو ما يقود إلى تحسين الوضعية التنافسية في السوق مع هروب المنافسين المباشرين الأمر¹ لا يتوقف عند المؤسسات المنافسة بل تعداه إلى جلب طاقات و إمكانيات جديدة من خلال شراكة توسع من خلالها نشاطها باستثمارات إضافية في مجالات مكملة.²

¹ Aliouat Boualem, **Les stratégies de coopération industrielle**, Paris : Ed Economica, 1996,p 26.

² معين أمين السيد، مفهوم الشراكة ألياتها و أنماطها، ملف الملتقى الاقتصادي الثامن، نادي الدراسات الاقتصادية جامعة الجزائر 9-10 ماي 1999

5- المشاركة في المخاطر: تعتبر اتفاقيات الشراكة كسبيل لتقليل مخاطر المنافسة و السيطرة على الآثار السلبية، خصوصا في المشاريع التي تحتاج إلى مبالغ ضخمة ما يدفع المؤسسة للبحث عن شريك مالي لتحقيق المشاريع الاستثمارية الضخمة .

ثانيا: الأسس النظرية للشراكة (النظريات المفسرة للشراكة)

-نظرية تكاليف الصفقات:

ظهور هذا المفهوم كان في 1937 من خلال Renald Coase، تم تطويرها عن طريق تلميذه Oliver Eaton Williamson ما بين 1970 و1980.

تركز هذه النظرية على تكاليف العملية الإنتاجية، من خلال العمل على التحكم في التكاليف في ظل محيط يمتاز بمنافسة غير كاملة فعلى المؤسسة أن تعدد كل التكاليف المرتبطة باتفاقية الشراكة و مراقبة تكاليف نشاطاتها و من ثم استغلال مواردها، حيث تأخذ تكاليف الصفقات ثلاث أنواع من التكاليف و هي:

- تكاليف البحث و المعلومات، تكاليف المساومة أو التفاوض، تكاليف التنفيذ و المراقبة
- تمثلت مساهمة هذه النظرية في تحليل خصائص الصفقات من خلال السلوكيات العقلانية و الانتهازية
- العقلانية المحدودة: التي طورها Simon، و قد تمثلت في عدم المعرفة المسبقة لردود أفعال الشركاء الاقتصاديين من موردين عملاء و منافسون، فمنهم لا يعلمون ما سيقومون به مسبقا .
- الانتهازية: هو مفهوم قدمه Alchain et Demsezt و المتمثل في المغالطة المقصودة، سواء قبل أو بعد الاتفاق من خلال إخفاء المعلومات أو استغلال عناصر غير محدودة في العقد و هو مالاقي انتقاد من طرف Gholshal et Moran.

- نظرية تبعية المورد:

كانت هذه النظرية المساهم في تحليل أهداف الشراكة من خلال اعتماد الشراكة كسبيل في التحكم و مراقبة عوامل الإنتاج، و كمثال ذلك ما تقوم به الشركات التي تستغل إمكانياتها التكنولوجية المتطورة في مجال إعادة تحويل المواد البترولية و إعادة تصنيفها و يعتبر تصديرها كمنتج تام، و هذا ما كان دافع للدول المنتجة لتفادي التبعية للشركات التي تحصل مبالغ ضخمة الفرق بين السعر الخام للبترول و السعر المنتج المصنع.¹

¹ - محمد يعقوب، لخضر عزي، الشراكة الأورو متوسطية و آثارها على المؤسسة الاقتصادية، مجلة العلوم الانسانية، السنة الثانية، أكتوبر 2004، ص 8.

- نظرية المجموعات:

تعتمد هذه النظرية على مفهوم التعاون في شكل مجموعات احتكارية و العمل على البحث عن نقاط القوة أهمها نشاطات البحث و التطوير و التي تعد كمحفز لتطور المؤسسة و تجاوبها مع التطورات التقنية كما تهدف إلى اعتماد اتفاقية الشراكة كسبيل لاحتكار السوق من خلال الحيازة على التقنيات و التكنولوجيا المتطورة و التقنيات الحديثة في الإدارة و اعتماد القدرات المالية التي منحتها الشراكة من خلال فتح رأس المال أمام المؤسسة الشريكة، و هذا ما يغطي صعوبة الاستثمار الأجنبي الذي يعمل في محيط محلي يجعله بعيد عن مركز اتخاذ القرار.¹

- نظرية الشراكة بين المنتجات:

نتجت بعد النظر في فكرة نظرية تكاليف الصفقات حيث عرفها Richardson «يتمثل صلب اتفاقيات الشراكة في قبول كل الأطراف درجة من الالتزام، يقدمون مقابل ذلك درجة من الضمان لسلوكهم المستقبلي كما جاءت لتوضيح ما تجاهلته نظرية الصفقات التي لم تبرز بعقد الشراكة التي يمكن أن تتعلق بمنتجات لم تنتج بعد و التي تتطور بعد عملية الشراكة»².

يقترح Richardso ثلاث فضاءات للتنسيق: السوق، المؤسسة و الشراكة و ثلاث ميكانيزمات للتنسيق: الإدارة، الاتفاق و السعر و هو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول (1-1): آليات تنسيق الأنشطة الاقتصادية حسب ريتشاردسون 1972.

العلاقة بين المؤسسات		المؤسسة	
السوق	الشراكة		
		X	الإدارة
	X		الاتفاق المسبق
X _x			السعر

المصدر: دارين بوزيدي الشراكة كخيار استراتيجي في المؤسسة الاقتصادية لرفع ميزتها التنافسية،

دراسة حالة مؤسسة كوسيدار، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014، ص 53.

¹- سهام عبد الكريم، دور الشراكة الأجنبية في زيادة تأهيل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، دراسة حالة مجمع صيدال، ماجستير في علوم التسيير، جامعة البليدة 2007، ص 30.

²- دارين بوزيدي، الشراكة كخيار استراتيجي في المؤسسة الاقتصادية لرفع ميزتها التنافسية، دراسة حالة مؤسسة كوسيدار، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014، ص 53.

الفرع الثالث: مراحل و إجراءات قيام الشراكة

كما هو معلوم فإن الشراكة هي قرار استراتيجي تقدم عليه المؤسسة بعد تحليل و تشخيص الوضعية المالية، و منه لضمان نجاحها و يجب رسم خطة لتحقيقها، حيث تختلف هذه الخطة من نوع لآخر حسب خصائص كل شكل، و فيما يلي المراحل التي يمكن أن تسير عليها عملية شراكة:

أولاً: الإعداد الأولي لعملية الشراكة

تدرج ضمن هذه المرحلة عدة خطوات: ¹

- 1- رسم صورة مستقبلية للشراكة: من خلال منح صورة مثلى لما ستكون عليه المؤسسة بعد الدخول في عملية شراكة ليعطي دافع لإنجاح العملية بعد التطلع على مستقبل الشراكة الذي سوف يكون ناجح .
- 2- تحديد أهداف الشراكة: من خلال الإجابة عن أهم سؤال و هو كيفية عمل الفرق بين ما هي عليه المؤسسة حالياً و ما سيجب أن تكون عليه بناء على رسم أهداف تتأكد من إمكانية تحقيقها.
- 3- تقييم الوضعية الراهنة: تعتبر أهم خطوة من خلال تحليل وضعية المؤسسة عن طريق تحديد نقاط القوة و الضعف الفرص و التهديدات و التي تأخذ كثير من الجهد و الوقت لكن تكون قاعدة مهمة في تحديد أهداف و أساسيات عملية الشراكة.
- 4- تأكيد الالتزام بالشراكة: يتجسد ذلك من خلال تحرير اتفاقية الشراكة كتابيا كخطوة مبدئية لقبول فكرة التشارك و التعهد على تحقيق الأهداف المسطرة بما يخدم كلا الطرفين بصورة قانونية.
- 5- إختيار الشريك و التفاوض معه: بالعمل على إختيار الشريك الذي يتوافق و الأهداف المسطرة من طرف المؤسسة مع مراعاة مصلحة كل طرف بعد عمل المفاضلة بين الشركاء المحتملين بناء على عدة معايير أهمها رقم أعمال المؤسسة، قدراتها المالية و تجربتها في النشاط و كذا أساليب التسيير و درجة مرونتها.
- 6- الإحاطة بمتطلبات الشراكة: من خلال فهم كل طرف لخطوات و مبادئ العمل المشترك بتحديد الوقت اللازم و المناسب لكل خطوة في العملية التسييرية و معرفة انعكاساتها على كل طرف في المدى الطويل.

¹ -AZOUAOU Lamia, les jeux actuels du partenariat économique algéro-française ;mémoire pour l'obtention du diplôme de magister en sciences de gestion ;école supérieure de commerce d'Alger,2006,p20.

ثانيا: تحقيق مشروع الشراكة.

تتم هذه المرحلة باحترام الخطوات التالية¹:

- 1- إعداد مخططات النشاط: بعد تحديد الأهداف يتم العمل على البحث عن أحسن السبل للوصول إلى تحقيقها بتوفير الموارد اللازمة و المدة الزمنية و تجنب كل المعوقات من خلال خطة مرسومة تقود عملية الشراكة بتحديد دور كل طرف، الدور الواجب عليه وكيفية و وقت قيامه به.
- 2- تحديد الموارد الضرورية: من خلال تكوين مخطط يربط بين الاحتياجات و الموارد التي تشمل على الإمكانيات المادية و المالية بناء على تحديد ما هو متاح و هل هو كاف لقيام عملية الشراكة أو لا للموازنة بين الموارد و الاحتياجات.
- 3- تحديد الأدوار و المسؤوليات: هو مخطط يرسم صورة لسير النشاط يحدد من خلاله دور كل طرف و مسؤولياته على مستوى كل مركز لضمان فهم كل طرف مسؤولياته و طريقة اتخاذ القرارات و تنفيذها.
- 4- تقييم الإمكانيات: هي عملية صعبة يتم من خلالها الحكم على كفاءة وقابلية المراكز على التخطيط و الإدارة، و هذا من خلال تقييم الإمكانيات البشرية و قدرتها على إطلاق المبادرات في إطار استغلال الموارد الاقتصادية و المالية.

ثالثا: تقييم عملية الشراكة

بناء على التنبؤ بما ستكون عليه المؤسسة مستقبلا اعتمادا على الأنشطة الحالية بما يسمح بالحكم على نجاح الشراكة من عدمه، من خلال ².

- 1- تقييم النتائج: بالحكم على فشل أو نجاح تحقيق كل هدف كخطوة مبدئية للحكم على مدى نجاح الشراكة من خلال المقارنة بين ما تم رسمه و ما تم تحقيقه بما يسمح للشراكة في الاستمرار على النحو الصحيح، ثم يتعداه إلى متابعة الأهداف الكلية للشراكة.
- رسم و مراجعة بنود اتفاقية الشراكة: من خلال تعديل و تغيير بنود اتفاقية الشراكة بناء على ما حققته، ومن بين الحالات التي تكون موضوع تغيير على اتفاقية الشراكة إما:
- أ- مراجعة بنود الشراكة: يمكن القيام به في أي وقت و من قبل أي طرف لكن ما شرط التأكد من إلزامية التغيير.

¹-زرقون محمد، مرجع سبق ذكره، ص 58

² AZOUAOU Lamia, op.cit. p : 26.28.

- ب- تجديد عقد الشراكة: بعد الحكم على تحقيق الأهداف المسطرة في نهاية العقد مما يسمح بالحكم على تجديد العقد من عدمه، وإن كان التجديد رغم عدم بلوغ الأهداف ترافقه تعديلات .
- ج-إنهاء الشراكة: يتم ذلك عند نهاية مدة الشراكة حسب طبيعة العقد بناء على الأهداف المراد بلوغها، تكون هذه الإجراءات مهمة لتحديد دور و مساهمات كل طرف خلال مدة العقد .

المبحث الثالث: تكلفة التمويل عن طريق فتح رأس المال

سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى التكلفة المترتبة عن استخدام المصادر التمويلية، كونها مسألة مهمة تدخل ضمن اختيار مصادر التمويل انطلاقاً من تحديد معدل المردودية الواجب تحقيقه، لذلك سنفصل فيما يلي في كل من طرق حساب مختلف التكاليف و كيفية تحديد التكلفة الكلية لهيكل رأس المال .

المطلب 1: تكلفة الأموال الخاصة:

و هي تكلفة حساب الأموال الخاصة للمؤسسة و المتمثلة في الأسهم العادية، الأسهم الممتازة و الأرباح المحتجزة.

الفرع الأول: تكلفة الأسهم العادية

ككل مصدر من مصادر التمويل فإن للأسهم العادية تكلفة و هو ما سنتطرق له في هذا الفرع من خلال تناول تكلفة كلا الفرعين للأسهم و هي العادية و الممتازة: تشمل تكلفة الأسهم العادية الجديدة على عمولات الإصدار مصاريف التسجيل و الاكتتاب و التي تطرح في بداية الأمر بسعر أقل من قيمتها لضمان نجاحها، حيث أن الفرق بين السعيرين (الحقيقي و الاسمي) هو جزء من تكلفتها¹ بالإضافة إلى الأرباح الموزعة للمساهمين في حالة تحقيق أرباح. و يتم حسابها على النحو التالي²:

1/ تحديد معدل نمو توزيعات الأسهم (g) تحسب حسب المعادلة الآتية:

$$g = r_{\text{réinvestis}} \times R_f$$

حيث:

$r_{\text{réinvestis}}$: معدل الأموال المعاد استثمارها

R_f : المردودية المالية المتوقعة للأسهم

¹ سيد الهواري، الاستثمار و التمويل، مكتبة عين شمس 1980 ص 213.

² عبيد علي أحمد حجازي، ص 30.

2/ حساب تكلفة السهم وفق المعادلة التالية:

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

حيث:

D1: الأرباح المتوقعة للسهم F0: مصاريف الإصدار

P0: القيمة السوقية للسهم g: معدل نمو الأرباح

و لحساب تكلفة الأسهم العادية يمكن استخدام عدة نماذج أهمها نموذج تقسيم حصص الأرباح و نموذج تسعيرة الأصول المالية

1- نموذج التوزيعات المخصصة:

يعتمد هذا النموذج في تقييم الأسهم العادية على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، و في حين أنه لا يوجد تاريخ استحقاق للأسهم العادية فإن التدفقات هي عبارة عن التوزيعات التي يتحصل عليها المستثمرون (المساهمون)¹، حيث يكون النموذج في شكل المعادلة التالية:

$$P0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Divt}{(1 + Kc)t}$$

حيث:

P0: السعر الحالي للسهم Kc: تمثل تكلفة السهم العادي (معدل العائد المطلوب من طرف حملة الأسهم العادية) Divt: تمثل الأرباح المتوقع تسديدها في الفترة t .

و بافتراض أن التوزيعات تنمو بمعدل سنوي ثابت نظرا لصعوبة تقدير الأرباح حينها يمكن صياغة تكلفة الأسهم العادية و وفق علاقة قوردن Gorden

$$Kc = \frac{Div 1}{P0} + g$$

¹ منير إبراهيم هندي، الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر، ص 79 الطبعة الرابعة المكتب العربي الحديث الاسكندرية 2000، ص 79.

حيث:

g : هو معدل نمو التوزيعات (الأرباح الموزعة).

2- نموذج تسعير الأصل الرأسمالي:

يعتمد هذا النموذج على مبدأ كفاءة سوق رأس المال و الذي في حالة تحقق ذلك يسمح بتناسق معدل العائد المطلوب عن السهم العادي و العائد المحسوب و المقدر وفقا لمدخل التوزيعات المخصصة، لكن ذلك غير متوفر، ومنه لا يحدث تساوي بين معدلي العائد المحسوبين و فقا للنموذجين.¹

يستخدم هذا النموذج لتقييم مردودية استثمارات متعلقة بمخاطر معينة و منه فإن المردودية هي مردودية الأصول دون مخطر مقدر بمعدل مخاطر يعادل B مرة مخطر السوق²، تحسب بالعلاقة التالية: ³

$$E(R_A) = R_F + B[E(R_M) - R_F]$$

حيث:

$E(R_A)$: الأمل الرياضي لمعدل المردودية المطلوبة من طرف المساهمين.

R_F : مردودية الأصول دون مخطر.

$E(R_M)$: الأمل الرياضي لمعدل مردودية السوق.

$[E(R_M) - R_F]$: قسط مخطر السوق

B : مخاطر السهم النظامية (معامل منحى الانحدار بين R_A و R_M)

الفرع الثاني: تكلفة الأسهم الممتازة

تعرف تكلفة الأسهم الممتازة بمعدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة

الأسهم الممتازة حتى يمكن الحفاظ على الإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية دون تغيير.⁴

¹عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر الاسكندرية، 2002، ص 333.

²إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي الإدارة المالية، الطبعة الثانية، مرجع سبق ذكره، 2011، ص 322.

³Bellalah Mondher, Finance moderne d'entreprise, Economica paris 1998, P155.

⁴رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للطباعة و النشر و التوزيع، عمان 1997، ص 158.

فعند إصدار أسهم ممتازة جديدة للاكتتاب فإن القيمة الفعلية أقل من الاسمية، لتحمل تكاليف الإصدار، كما أن تكلفة الأسهم الممتازة بالنسبة للمؤسسة تفوق العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم و هو ما توضحه المعادلة التالية:

$$K_p = \frac{D_{vip}}{V_p(1-tfe)}$$

حيث:

K_p : تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة.

D_{vip} : قيمة التوزيعات السنوية.

V_p : القيمة التي بيع بها السهم.

tfe : نسبة المصروفات و الخصومات المصاحبة للإصدار إلى القيمة التي بيع بها السهم.

تعتبر الأسهم الممتازة مصدر تمويل مهجن بين أموال الملكية و أموال الاستدانة، فهي تشكل التزاما ماليا ثابتا على المؤسسة المصدرة مثل القروض لكن تختلفان في المعالجة الضريبية حيث أنه على عكس تكلفة الاستدانة التي تعتبر تكلفة تخصم من الوعاء الضريبي فإن مدفوعات الأسهم الممتازة فهي خاضعة للضريبة

الفرع الثالث: تكلفة الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة مصدر مهم من مصادر التمويل الداخلي و الأكثر فعالية، فهي تمثل الجزء الذي لم يوزع من الإيرادات على حملة الأسهم العادية و إنما يعاد استثمارها من طرف المؤسسة، يتم احتجازها بعد موافقة المساهمين (حملة الأسهم) بناء على مفهوم الفرصة البديلة ابتغاء عائد نتيجة احتجاز هذه الأرباح يكون على الأقل يعادل أو يفوق العائد الذي كان يمكن تحصيله إذا تم توزيع الأرباح.¹

و منه فإن الأرباح المحتجزة هي استثمار بالنسبة لحملة الأسهم في حين أنه تمثل تكلفة بالنسبة للمؤسسة، فهي على الأقل مساوية لتكلفة أسهمها العادية و قد تكون أقل كون احتجاز الأرباح لا يحوي كلف الإصدار و التسويق.²

و لاستنتاج تكلفة الأرباح المحتجزة يعتمد في ذلك على 3 طرق الموالية:

¹ سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح الهياكل المالية، مكتبة و مطبعة الاشعاع الفنية، الاسكندرية 1997، ص 306.

² عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، 2007، ص 168.

1- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يمكن استخدام نموذج الأصول الرأسمالية MEDAF: و الذي يعتمد في تحديد تكلفة الأموال المحتجرة على تحديد التكلفة الواجب دفعها مقابل استخدام خالي من الخطر أي عائد لأصول مالية خالية المخاطر و التي تتجسد في السندات الحكومية و أدونات الخزينة التي تمثل في درجة خطر منخفضة جدا بالإضافة لعلاوة مخاطرة للمخاطر المصاحبة لهذا الأصل المالي و التي تختلف من سهم لآخر و من مؤسسة لأخرى .

يعتمد النموذج الصيغة الرياضية التالية:

$$E(R_i) = R_F + [E(R_m) - R_F] B$$

R_F : معدل العائد الخالي من الخطر

$E(R_m)$: متوسط عائد الأسهم المتداولة في السوق (معدل عائد السوق)

$$B = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} \text{ : معامل بيتا حيث}$$

من معادلة النموذج يتضح أن تكلفة الأموال المحتجرة هي تكلفة الأوراق المالية الخالية من الخطر مضافا إليها علاوة الخطر و المتمثلة في العلاقة $[E(R_m) - R_F] B$ وهي علاقة خطية بين Cov الورقة المالية و السوق حسب ما برهنه Sharp et Lintner¹.

ومنه تتضح دقة نموذج MEDAF في تحديد تكلفة الأرباح المحتجرة، لكن يعاب عليه أن المعلومات المرتبطة به يصعب الحصول عليها مثل صعوبة تقدير معامل B و متوسط عائد السوق.

و بالتالي هناك بدائل أخرى متمثلة في كل من:

2- النموذج المحاسبي (نموذج التوزيعات)

يحدد على شكل معدل يحسب على أساس العوائد المتأتية من الأسهم العادية مضافا إليها معدل النمو السنوي المتوقع للتوزيعات وفق الصيغة الرياضية التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D(1+g)^t}{(1+ke)^t}$$

¹ Nathalie Mourgues Financement et cout du capital de l'entreprise, economica paris 1993,p 115.

$$P_0 = \frac{D}{K_e - g} \Rightarrow K_e - g = \frac{D}{P_0} \Rightarrow K_e = \frac{D}{P_0} + g$$

حيث:

P_0 : القيمة السوقية للسهم عند بداية الفترة

D : توزيعات الأرباح في نهاية الفترة

g : معدل النمو السنوي المتوقع للتوزيعات

K_e : تكلفة الأموال الخاصة (الأموال المحتجزة)

3- نموذج التقدير على أساس المخاطرة

يعتمد هذا النموذج في تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة بالاعتماد على معدل الفائدة على القروض طويلة، متوسطة الأجل و السندات بإضافة علاوة المخاطرة التي تتراوح بين 03 و 05 % والتي تقدر بالاعتماد على اعتبارات شخصية.¹

المطلب الثاني: تكلفة الاقتراض (الاستدانة)

تعتمد المؤسسة في حالة عدم كفاية أموالها الخاصة، حيث تتمثل أموال الاستدانة في السندات، القروض البنكية متوسطة و طويلة الأجل و كذا الاعتماد التجاري و أخيرا الديون قصيرة الأجل .

الفرع الأول: تكلفة القرض السندي

يرافق إصدار السندات مجموعة من التكاليف بالإضافة للتكلفة المالية بعد الضريبة و هي علاوة التسديد و تكلفة الإصدار،² و يتم حساب تكلفة القرض السندي طبعا بعد الضريبة وفق النموذج الموالي:³

$$K_d = (1-IS) \left[C + \left(\frac{M-P}{N} \right) \right] / \left(\frac{M+P}{2} \right)$$

K_d : تكلفة القرض السندي

IS : معدل الضريبة على الأرباح

¹عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2006 ص 415.

²إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان 2011، ص 324

³دريد كامل آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان 2009، ص 332.

M: قيمة السند عند الاستحقاق

P: قيمة بيع السند الصافية

C: الكوبون السنوي أو الفائدة السنوية

N: مدة القرض السندي

الفرع الثاني: تكلفة الاقتراض طويل و متوسط الأجل

تتمثل تكلفة الاستدانة في معدل الفائدة الفعلي الذي تدفعه المؤسسة للبنك بعد استبعاد الوفورات الضريبية، كما يترتب عن العملية تدفقات داخلية متمثلة في قيمة القرض عند آجال الاستحقاق سواء في نهاية المدة أو بدفعات و نظرا لاختلاف تواريخ التدفقات الخارجية فإنه يعتمد على معدل العائد الداخلي لتقدير تكلفة الأموال و منه فإن تكلفة الاستدانة هي معدل الخصم الذي تتساوى عنده الأموال المحصلة (المقترضة) و القيمة الحالية للتدفقات التي تدفعها المؤسسة للبنك¹ و التي تقاس باعتماد النموذج الموالي: ²

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{Rt + It(1-IS)}{(1+Kd)^t}$$

حيث:

D: متحصلات الأموال المقترضة

It: مصاريف مالية قبل الضريبة للفترة t

Rt: قسط القرض الذي ينبغي سداؤه عند نهاية الفترة t

IS: معدل الضريبة على الأرباح

Kd: تكلفة الاستدانة.

الفرع الثالث: تكلفة الاقتراض قصير الأجل

وهي تنقسم إلى كل من:

¹ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق ص 84.

² نفس المرجع أعلاه ص 85.

1-تكلفة الائتمان التجاري: و هو مصدر تمويل مجاني شريطة تسديد المشتريات خلال فترة الخصم و إن حدث العكس يصبح وسيلة تمويل مكلفة مما يعرض المؤسسة لفقدان سمعتها في السوق نتيجة عدم احترام آجال الخصم، كما يتطور إلى حد الإفلاس و الخروج من السوق، تقاس تكلفة الائتمان التجاري وفق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{360}{\text{فترة الائتمان} - \text{فترة الخصم}} \times \frac{\text{معدل الخصم النقدي}}{1 - \text{معدل الخصم النقدي}}$$

-تكلفة الائتمان المصرفي: تحسب وفق الحالات التالية سواء كان 2

1-2: تكلفة خصم الأوراق التجارية: تتمثل التكلفة في معدل المقتطع من طرف البنك لقاء تحصيل

الورقة التجارية بدل المؤسسة

و الذي يتشكل من معدل الفائدة الاسمي + علاوة التطهير + عمولات التكاليف الادارية، ومنه تحسب وفق النموذج التالي:

$$M-FF = \frac{M}{(1+Yd)^{j+3}}$$

FF: المصاريف المالية

$$FF = \frac{M \times i \times (j+1)}{360}$$

M: مبلغ الورقة التجارية المقدمة للبنك

Yd: معدل الفائدة الحقيقي اليومي للخصم

j: المدة الفاصلة بين تاريخ تطهير الورقة للخصم وتاريخ الاستحقاق

i: معدل الفائدة الاسمي

2-2: تكلفة التغطية البنكية: و ذلك لتغطية دور المؤسسة في دفع ديونها إلى الموردين أضف إلى ذلك قروض الاستغلال قصير الأجل، تحسب تكلفة التغطية مع الأخذ بعين الاعتبار جميع العمولات¹.

$$M = \frac{M + M(tc + \frac{iXj}{360})}{(1 + yd)^j}$$

M: مبلغ التغطية البنكية

j: مدة التغطية البنكية

i: المعدل الاسمي للفائدة

tc: العمولة البنكية

Yd: معدل الفائدة الحقيقي اليومي للتغطية البنكية

المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

و نظرا لتوسع نشاط المؤسسة كان لا بد لها من البحث عن أساليب تمويل جديدة تتلاءم و طبيعة النشاط الاقتصادي الذي يعرف تطور رهيب دفع بالبحث عن أسهل و أنجع الطرق التمويلية .

الفرع الأول: مفهوم تكلفة رأس المال

أولا: تعريف تكلفة رأس المال.

يقتصر حساب هذه التكلفة على حساب تكلفة الأموال الخاصة و الديون طويلة الأجل و قصيرة الأجل ومنه فأن هذه التكلفة تكون غير ثابتة عبر الزمن من خلال تغير الموارد التي تعتمد عليها المؤسسة و منه يجب تحديد قياس هذه الموارد. ومنه فأن التكلفة الجديدة تكون متعلقة بالموارد الإضافية، إذن تعرف "تكلفة رأس المال على أنها التكلفة الحدية المرجحة للتمويل الإضافي المتحصل عليه"²

كما تعرف رياضيا على أنها المتوسط الحسابي للتكاليف المرتبطة بمختلف الموارد المالية للمؤسسة³

¹ Gérard Charreaux, Finance d'entreprise 2^{ème} Edition EMS paris, 2000 p 243.

² -رفاع توفيق، دراسة السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية في ظل التحولات المالية، دراسة ميدانية لمؤسسات صناعية كبرى، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2015، ص.70.

دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، الاسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث العدد 4 سنة 2006 ص 108³.

لكن هناك من يعتبر أنه من الخطأ حساب المتوسط الحسابي لأنها تتوقف على تركيبة الخليط المكون لرأس المال، وتكلفة كل عنصر فيه، حيث أن نسبة مساهمة كل عنصر تختلف عن الآخر لذلك يجب باستخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لتكلفة الأموال¹.

إذن فهي التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال و التي تمثل كلفة الأموال المستثمرة في حين أنها في الواقع "معدل المردود المفروض على الأصول الاقتصادية الممولة من طرف الأموال الخاصة و الديون" فهي تنقسم إلى كل من تكلفة الأموال الخاصة و تكلفة الاستدانة". تستعمل التكلفة الوسطية المرجحة للأموال بغرض التقييم من خلال المقارنة بين التكلفة المتوسطة المرجحة و معدل المردودية لفترات سابقة، كما تعتمد في بناء الخطة التمويلية المستقبلية بتحديد مصادر التمويل و الأوزان النسبية لها في الهيكل المالي بهدف تدنية التكلفة التمويلية.

ثانيا: حساب التكلفة الحدية لرأس المال

من خلال حساب التكلفة الوسطية المرجحة لمختلف مصادر التمويل أي مكونات هيكل رأس المال التي تستعملها المؤسسة عن طريق ضرب كلفة كل مصدر بالوزن النسبي لمساهمة في هيكل رأس المال حيث يجب تقدير وزن نسبي معين لكل مصدر من المصادر، ويمكن حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال وفق العلاقة التالية:²

$$K = \left(\frac{D}{E+D} \right) Kd(1 - IS) + \left(\frac{EP}{E+D} \right) Kp + \frac{EC}{E+D} Kc + \left(\frac{ER}{E+D} \right) Kr$$

حيث: **K**: التكلفة الوسطية المرجحة للأموال **IS**: معدل الضريبة على الأرباح

D: قيمة الاستدانة **Kd**: تكلفة الاستدانة

Ep: قيمة الأسهم الممتازة **Kp**: تكلفة الأسهم الممتازة

Ec: قيمة الأسهم العادية **Kc**: تكلفة الأسهم العادية

Er: قيمة التمويل الذاتي **Kr**: تكلفة التمويل الذاتي

E: قيمة الأموال الخاصة حيث **E=Ep+Ec+Er**

الاستدانة الأموال الخاصة

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف الاكندرية 1998 ص84.

² Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise 7^{ème} Edition Dollaz, paris 2009, p 848

KC,C - KP,P - KR,R KD ,D

ثالثاً: أهمية تكلفة رأس المال:

إن لتكلفة رأس المال أهمية كبرى في مجال اتخاذ القرار الاستثماري، ويمكن ذلك في:

- 1- إستعمالها كمعدل لاستحداث التدفقات النقدية للمشاريع الإستثمارية في المؤسسة.
- 2- تعتبر كمؤشر في تعظيم الأموال الخاصة عن طريق قبول المشاريع التي تحقق عوائد أكبر من تكلفة رأس المال المستخدم في تمويلها.¹
- 3- تعتمد كمرجع في إختيار المشاريع الإستثمارية من خلال مقارنة معدلات عوائدها الداخلية بتكاليف رأس المال في المؤسسة.
- 4- تستخدم في مجالات تقييم أخرى، كتقييم الأسهم العادية والممتازة... إلخ²

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال

وعلى أساس التأثير يمكن تحديد وجود عوامل عامة تتعلق بالتأثير على كل مكونات الهيكل المالي من خلال تحصيل العوائد المتوقعة من طرف المستثمرين و الثاني كذلك عائد يتعلق بالمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة. أما العوامل الخاصة فهي مرتبطة بالتأثير الذي يتركه كل مصدر من مصادر التمويل، وفيما يلي سنتعرض لكل عامل من هذه العوامل على حدى: ³

1- العوامل العامة: تؤثر هذه العوامل على كافة العناصر المكونة لهيكل رأس المال، فالمستثمر الذي يقوم

بتمويل المؤسسة يتوقع الحصول مقابل ذلك على عائد يصنف إلى جزئين:

-الجزء الأول: هو العائد الذي يحصل عليه كتعويض عن تأجيل منفعة حالية من أمواله وهو بمثابة تعويض له عن عنصر الزمن.

-الجزء الثاني: هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر كبديل للمخاطرة التي يتعرض لها إستثماره.

¹عبدالغفارحنفي، الإدارة المالية المعاصرة "مدخل لإلتخاذ القرارات" المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993، ص: 387، 385

²زباد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، الطبعة الثانية، دار وائل الأردن 2002، ص399

³العاري بن حسين، العارية بن أحمد، أمثلية هيكل رأس المال في المؤسسة بين النظري وواقع التطبيق، مجلة الاقتصاد و إدارة الأعمال المجلد 1

العدد1 صص122-123

2- العوامل الخاصة: تتعلق بمدى تأثير كل مصدر من مصادر التمويل على تكلفة رأس المال ويمكن إبراز ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (1-2): تأثير مصادر التمويل على تكلفة رأس المال

العوامل مصادر التمويل	القروض	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
المخاطرة	منخفض	متوسط	مرتفع
إستيفاء الحقوق	المرتبة الأولى	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة

المصدر: العاربية بن حسين، العاربية بن أحمد، أمثلية هيكل رأس المال في المؤسسة بين النظري وواقع التطبيق،

تعتبر التكلفة التي تتحملها المؤسسة أو ما يعرف بالعائد الذي يحصل عليها لمستثمر من طرف المؤسسة مرتبط بدرجة المخاطرة التي تتعرض لها هذه المصادر المختلفة.

3- تأثير هيكل رأس المال: يعد من العوامل المتحكم في تكلفة رأس المال، و ذلك بناء على ما تختاره المؤسسة من تمويل سواء مصدر واحد أو نسب مستهدفة من كل مصدر من مصادر التمويل، وبالتالي فهي تختلف باختلاف القرار المتخذ من طرف المؤسسة في كيفية تمويل هيكلها.¹

الفرع الثالث: مداخل حساب التكلفة الوسطية المرحجة لرأس المال

يعتمد في حساب التكلفة الوسطية المرحجة لرأس المال على ثلاثة مداخل نوضحها فيما يلي:

1- مدخل الأوزان الفعلية أو التاريخية

يقوم هذا المدخل على حساب تكلفة رأس المال باعتماد القيمة المحاسبية (الدفترية) أو السوقية للعناصر المكونة للهيكل المالي، وذلك دائما في ظل اعتماد الهيكل المالي باعتباره الأمثل من خلال تعظيمه للقيمة السوقية

للمؤسسة²، أي أن أي تمويل جديد يكون من نفس العناصر المكونة للهيكل و بنفس النسبة³.

¹ حنفي عبد الغفار، رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار و التمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2004 ص434.

² Abdelfattah Bouri, gestion financière, imprimerie le livre d'art tunis 2007, p 149

³ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة الاسكندرية، 2007 ص 473.

1-1: تكلفة الأموال على أساس القيمة المحاسبية: من خلال حساب أوزان العناصر المكونة لهيكل رأس المال (مصادر التمويل) بناء على القيمة الدفترية المسجلة في سجلات المؤسسة.

2-1: تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية: يختلف معه من حيث عدم ثبات الخليط التمويلي حيث تحسب التكلفة باعتماد القيمة السوقية لعناصر التمويل و التي تعتبر أكثر دقة من المحاسبة كونها تعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية للمؤسسة.

2- مدخل الأوزان المستهدفة:

ما يعاب على مدخل الأوزان الفعلية هو عدم استقرار المزيج التمويلي ما يجعله غير مواكب للتغيرات التي تحدث في نسب عناصر التمويل المكونة للهيكل المالي، و هو ما دفع لاعتماد نموذج آخر و هو مدخل الأوزان المستهدفة من خلال قيام الادارة بوضع هيكل رأس مال مستهدف تعمل على عدم الانحراف عنه قدر الإمكان عن طريق تحديد كل المصادر التمويلية و أوزانها النسبية و التي من خلالها يمكن إيجاد التكلفة الكلية للأموال و ما يميزها أنها ثابتة مع ثبات الهيكل المالي المستهدف.¹

لكن ما ينتقد به هذا المدخل هو عدم تحقق الهيكل المستهدف في الواقع بصورة كلية كما أن تكلفة الأموال في الهيكل المستهدف أقل من الهيكل الفعلي.

3- مدخل التكلفة الحدية:

يهتم بقياس التكلفة المستقبلية للأموال من خلال التغيرات التي تحدث في مصادر التمويل و بالتالي التكلفة البديلة،² بعبارة أخرى فإن التكلفة الحدية هي التكلفة الوسطية المرجحة لآخر وحدة نقدية من التمويل الجديد (أو تكلفة الوحدة الإضافية من الأموال).

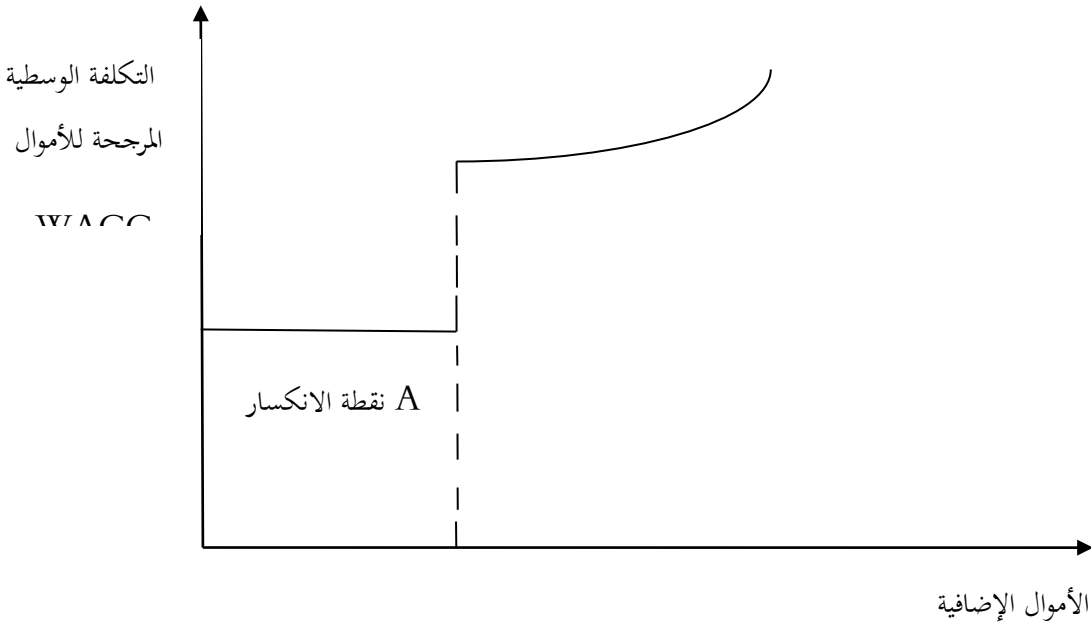
تستخدم التكلفة الحدية للمحافظة على تكلفة الهيكل المالي خصوصا في حالة قربه من الهيكل الأمثل، إذ يتحقق ذلك عندما تتساوى التكلفة الوسطية المرجحة للهيكل المالي الحالي (الأمثل) و التكلفة الحدية للأموال الإضافية، لكن إلا عن طريق تحقق نفس الزيادة في باقي العناصر المكونة للهيكل المالي و قد لا يحدث و هو وارد إذا كانت نسبة الزيادة المطلوبة أكبر من التمويل الذاتي للمؤسسة ما يدفعها لاعتماد مصادر تمويلية

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق ص ص 89-90

² حنفي عبد الغفار، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سابق ص 475

خارجية أبرزها لإصدار أسهم جديدة لرفع رأس مالها، أمام هذا الوضع يتحقق التفاوت بين التكلفة الحدية و التكلفة الوسطية المرجحة للهيكل المالي الحالي مما يدفع إلى زيادتها و هو ما نوضحه من خلال الشكل الموالي للعلاقة بين الأموال الإضافية و التكلفة الوسطية المرجحة.

الشكل رقم (1-2) تمثيل بياني للعلاقة بين الأموال الإضافية و التكلفة الوسطية المرجحة



A : نقطة الانكسار تعبر عن الحد الأقصى للتمويل الذاتي

المصدر: عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 421.

من هنا تتضح فعالية مدخل التكلفة الحدية من خلال:¹

- يهتم بالتكلفة المستقبلية ما يجعله مرن مع طبيعة القرارات الاستثمارية المستقبلية فهو تكلفة الفرصة البديلة؛
- يعتمد على القيم الحقيقية لعناصر التمويل السنوية إلى إجمالي التمويل الإضافي، ما يعطي وزن (نسبة) حقيقية لأي عنصر و في أي لحظة؛
- يمكنه التحكم في أمثلية الهيكل المستهدف من خلال النسب المثلى للتمويل من كل مصدر؛
- يسمح للمؤسسة برفض المشاريع الاستثمارية ذات العوائد الأقل من التكلفة.

¹ حنفي عبد الغفار، نفس المرجع السابق ص ص 475-476

خلاصة الفصل الأول:

تعددت طرق فتح رأس مال المؤسسة كسبيل لتوسيع و تنوع مصادر التمويل بهدف التقليل من المخاطر المالية انطلاقاً من استهداف هيكل رأس مال مناسب، استناداً إلى أهم النظريات المفسرة لتشكيله و التي تختلف مضمونها و بالتالي تأثيرها على السلوك التمويلي و على تكلفة الأموال و القيمة السوقية للمؤسسة، فقد ظهرت عدة نظريات مفسرة لهيكل رأس مال المؤسسة كنظرية الوكالة و التي تربط بين كل من و المسيرين و المقرضين ما أضفى صفة التعاقد على عملية اختيار نمط التمويل نتيجة اختلاف مستوى المخاطر بين كل من المساهمين و المقرضين، وعليه فإنه كلما ارتفعت نسبة الأموال الخاصة في الهيكل المالي كلما أدى إلى زيادة تكلفة الوكالة المرتبطة بالمساهمين و العكس .

أما نظرية التمويل الهرمي كانت تركز على أولويات المؤسسة في تحديد الطرق التمويلية بناءً على الأقل خطورة إلى الأكثر انطلاقاً من رغبة الملاك و في حالة تعظيم قيمة المؤسسة و تعظيم مصلحة المسيرين تعتمد في التمويل على رفع رأس المال الخاص، هذا لا ينفي خصوصية التمويل في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و التي تملك مصادر تمويل محدودة .

في حين أن نظرية الإشارة و التي قدمها Ross و الذي يرى أنه في حال رغب المسيريون بالإشارة لأن المؤسسة قادرة على مواجهة أعباء ثابتة، يعتمدون على الاستدانة لرفع قيمة المؤسسة أما نموذج Leland يقوم على أساس التغييرات في نسبة امتلاك المسيرين للأسهم العادية للمؤسسة، فهي تعكس التغييرات في القيمة السوقية للمؤسسة فإن أتيحت للمؤسسة فرص استثمارية جيدة فإنها سوف لا ترغب في بيع أسهمها العادية لكي لا تتقاسم الأرباح مع المساهمين الجدد و بالتالي فإن المستثمرين يعتبرون ملكية المسيرين كمؤشر على عوائد مستقبلية .

قد تم إبراز أسلوبين مهمين من أساليب فتح رأس المال في إطار اعتماد استراتيجية التمويل من خلال رفع رأس المال عن طريق السوق المالي و عن طريق الشراكة و هذا في ظل المعلومات المتوفرة .

و كأي قرار مالي ينطوي هذا الأخير على تكاليف مرتبطة بكل مصدر من مصادر التمويل للوصول لصيغة التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال و التي تمثل جمع حاصل ضرب الوزن النسبي لكل عنصر تمويلي بتكلفته.

الفصل الثاني

القرارات المالية ومحددات فتح
رأسمال المؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

يعتبر قرار التمويل محور القرارات المالية، فهو يتمثل في التوليفة بين أموال الملكية و الاستدانة لتمويل استمرارية المؤسسة، للحفاظ على مصالح جميع الأطراف و منه أهمية الربط بين القرارات المالية، فباعتبار قرار التمويل هو قرار يتعلق بكيفية المفاضلة بين مصادر الأموال مع مراعاة انخفاض تكلفة التمويل مع تعظيم ثروة المساهمين، فأن قرار الاستثمار هو كل ما يتعلق بطريقة توظيف الأموال لتعظيم عوائد المستثمرين، في حين أن قرار توزيع الأرباح يعتمد على تحديد كل من نسبة الأرباح التي توزع و النسبة المحتجزة لتمويل المؤسسة

و أمام تعدد مصادر التمويل بالملكية من تمويل ذاتي انطلاقا من الأرباح المحتجزة و الاهتلاكات و كذا التمويل بإصدار أسهم تسمح بحيازة رأس مال المؤسسة من طرف عدد معتبر من المكتتبين

و نظرا أن قرار فتح رأس المال أمام مستثمرين جدد هو قرار مالي فإن نتائجه تظهر من خلال تأثيره على الأداء بما فيه المالي، للحكم على صحة القرار في إطار تسيير المؤسسة من خلال مجلس إدارة يعمل على تحقيق مبادئ الحوكمة لضمان نجاعة القرارات و فعاليتها، و ذلك انطلاقا من تقييم و تشخيص وضعية المؤسسة لاختيار البديل الأنسب

انطلاقا مما سبق، تم تقديم هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: القرارات المالية في المؤسسة و دورها في فتح رأس مالها

المبحث الثاني: تشخيص الأداء المالي و دوره في تفعيل قرار فتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية

المبحث الثالث: دور تقييم المؤسسات لفتح رأس مال المؤسسة في إطار تبني مقومات حوكمة الأداء

المبحث الأول القرارات المالية في المؤسسة و دورها في فتح رأس مالها

يعتمد المليون في تصنيف القرارات المالية إلى ثلاثة قرارات، قرار التمويل، قرار الاستثمار و قرار توزيع الأرباح حيث أن قرارات التمويل تسمح بالمفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة باعتماد معايير تهدف إلى تعظيم ثروة المساهمين في حين أندور قرارات الاستثمار هو تحديد كيفية توظيف الأموال من استثمارات قصيرة، متوسطة و طويلة الأجل لتعظيم العائد على حقوق حملة الأسهم و جاءت قرارات توزيع الأرباح في تحديد النسبة المحققة من الأرباح و التي يتم توزيعها على المساهمين.

المطلب الأول: مفهوم القرارات المالية

سنقوم من خلال هذا المطلب التفصيل في القرارات المالية في المؤسسة ،انطلاقا من قرار التمويل،الاستثمار و قرار توزيع الأرباح

الفرع الأول: مفهوم قرار التمويل

أولا:تعريف قرار التمويل

حيث و من منطلق تعريف مصطلحي قرار و تمويل يمكن القول أن مفهوم قرار التمويل ما هو إلا ترجمة لعملية التمويل و عليه يمكن أن يعرف قرار التمويل كما يلي:

«يعرف على أنه الحصول على الأموال بالشكل الأمثل، أي تحديد مزيج مناسب للتمويل يتكون من تمويل قصير الأجل و تمويل طويل الأجل، و تمويل بالملكية و تمويل بالدين يجعل كلفة التمويل في حدها الأدنى و بما يعظم ثروة المساهمين أي تعظيم قيمة المنشأة، و هو دوما الهدف الأساسي لكل قرار من قرارات الإدارة المالية»¹

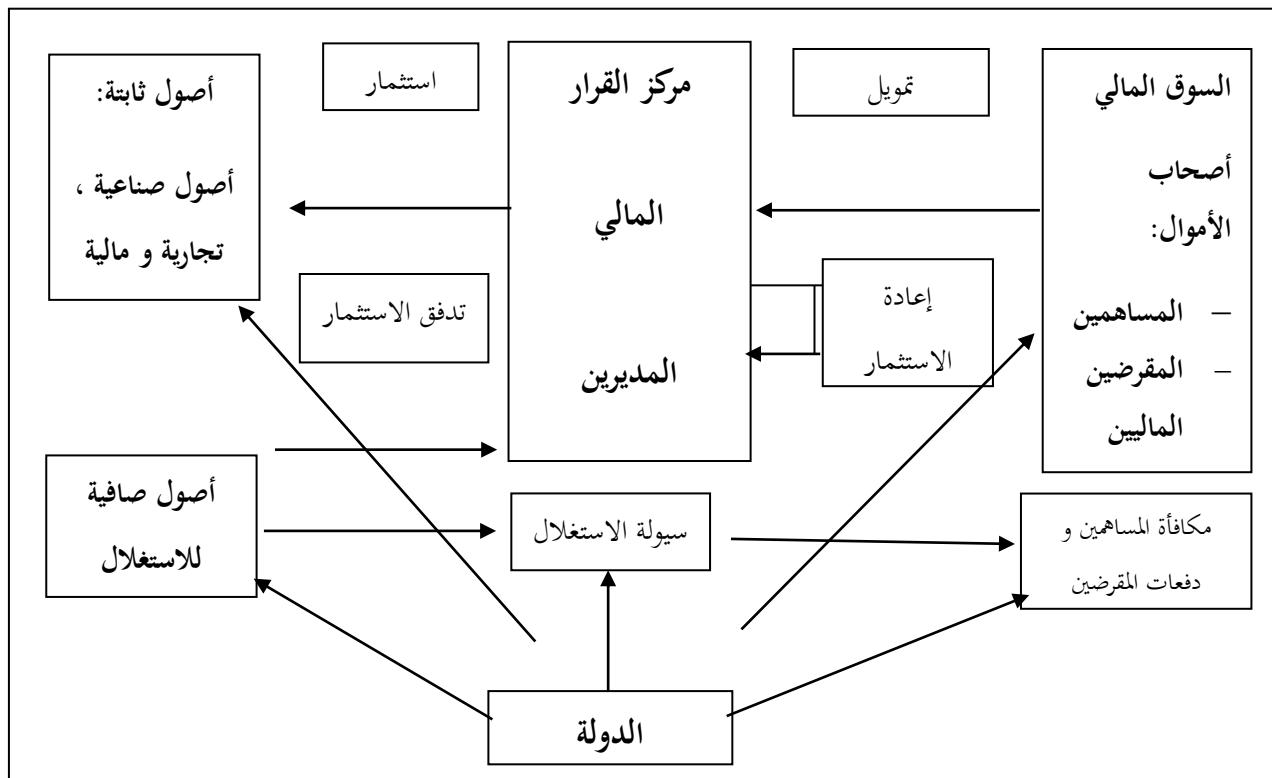
نلاحظ أنه ركز على الحصول على الأموال بالشكل الأمثل و لكن لم يحدده ما هو كما أنه أغفل التمويل متوسط الأجل، مقيدا نسبة التمويل في التكلفة .

3. محمد علي العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن 2015 ص14

كما تعرف قرار التمويل «بالبحث في الكيفية التي تحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات، فهل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة، هذا القرار مرتبط ارتباطا وثيقا بقرار الاستثمار لأنه سيكون هناك مقارنة بين معدل مردودية المشروع و تكلفة تمويله، و بما أن الموارد المالية محدودة، فيجب عليها أن تختار المشاريع الاستثمارية التي تضمن لها مردودية مرتفعة مع تكلفة منخفضة و تقلص من أخطار الإفلاس»¹

من خلال التعريف نجد أنه أقر بالعلاقة الوثيقة بين قراري الاستثمار و التمويل حيث أن هذا الأخير يرتبط بمخطط المؤسسة المتعلقة بالمشاريع المستقبلية مع تحقيق أكبر عائد مما يعظم قيمة المؤسسة و فيما يلي تمثيل للقرارات المالية في المؤسسة:

الشكل رقم (2-1): القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية



Source: Nathalie Gardès, le choix de financement , p 02 .

¹ مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار تمويل بالمؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي، صنع قرار بالمؤسسة الاقتصادية جامعة المسيلة، الجزائر يومي 14 و 15 أبريل 2009، ص 2

ثانيا: العوامل المؤثرة في قرار التمويل

لقد تعددت احتياجات المؤسسة التمويلية إلا أنها و عند اتخاذ القرار تأخذ بعين الاعتبار عدة عوامل من بينها:¹

- تكلفة كل دينار من مصدر من مصادر التمويل؛
- عنصر الملاءة أي ملائمة المصدر التمويلي مع مجال الاحتياج، أي مصادر تمويل طويل الأجل تمويل احتياج طويل الأجل؛
- وضعية السيولة النقدية، على مستوى المؤسسة عند اتخاذ القرار و بناء على سياستها في إدارة السيولة، فإذا كانت في وضع صعب تغفل المؤسسة عامل التكلفة و تبحث عن مصدر تمويل طويل الأجل لتجنب الضغط على سيولتها لتصبح مقيدة بتاريخ الاستحقاق.
- طبيعة القيود التي يفرضها المقرض على المؤسسة و المتمثلة في الضمانات و كذا سياسات توزيع الأرباح، أو قيود على مصدر التمويل الأخرى.
- المزايا الضريبية و التي تحققها مصادر التمويل الخارجي في تحقيق وفورات ضريبية تخفض من المتوسط المربح لتكلفة الأموال ،لأن الفوائد على القروض تعتبر عبئا يطرح من ربح المؤسسة على عكس التوزيعات المدفوعة للمساهمين و التي تعتبر ربح تدخل في الوعاء الضريبي.

ثالثا:المعلومات الضرورية لقرار التمويل

ليتم اتخاذ القرار المالي يجب الإحاطة بمجموعة المعلومات المتعلقة بالمصدر التمويلي الذي ستعتمده المؤسسة، فإن كان عن طريق ائتمان تجاري نستفسر عن وجود الخصم التجاري من دونه أما إن كان عن طريق

¹محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتمان في الأساليب و الأدوات والاستخدامات العلمية، دار وائل للنشر ط 2، الأردن 2006 ص 287 ص 288.

قرض بنكي نتساءل عن معدل الفائدة و شروط الحصول على القرض أما إن كان طويل الأجل لا بد من السؤال على عدة معلومات نوجزها في الجدول الموالي:¹

الجدول رقم: (2-1): المعلومات المتعلقة بقرار التمويل

حالة التمويل الداخلي	حالة التمويل الخارجي
- القيمة الاسمية و السوقية لكل من السهم العادي أو الممتاز.	- معدل الفائدة للسند أو القرض
- معدل الفائدة المدفوعة للسهم الممتاز بالمقارنة مع كوبون السند و معدل فائدة السوق.	- شروط السداد
- تكلفة الفرصة البديلة أي العائد على الاستثمارات المتوقع في مجالات أخرى خارج المؤسسة.	- القيمة الإسمية و القيمة السوقية، شروط الإصدار و قابلية التمويل للأسهم بالنسبة للسندات
- السياسة الإدارية المطبقة بشأن توزيع الأرباح.	- نوع الضمانات و القيود التي يفرضها المقرض على المؤسسة
	- لقيمة العادلة للقرض المستأجر بعقد إيجاري رأس مالي، و القيمة المتبقية المضمونة للأصل المستأجر
	- مخاطر الرفع المالي

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي و الإئتمان في الأساليب و الأدوات و

الإستخدامات العلمية، دار وائل للنشر ط 2، الأردن 2006 ص 287 ص 288

الفرع الثاني: مفهوم قرار الاستثمار

يعتبر قرار الاستثمار من أصعب القرارات عموماً في المؤسسة، و لتبيان مفهومه سنركز على تحديد ما يلي:

أولاً: تعريف قرار الاستثمار:

من أهم التعاريف التي تناولت مفهوم قرار الاستثمار نجد « هو قرار تخصيص مبلغ من المال لغرض محدد أو ممارسة نشاط محدد، و إما يكون استثماراً تشغيلياً يحقق أرباحاً خلال سنة واحدة (أو أقل)، أو يكون استثماراً رأسمالياً يمتد لسنوات عديدة (يحقق الأرباح لعدة سنوات أو بعد سنوات عديدة) و كلاهما يخضع لطبيعة النشاط الرئيسي للمنشأة»²

¹ محمد مطر، نفس المرجع السابق ص 289 .

² جمال اليوسف و فوار الحموي، الإدارة المالية منشورات جامعة دمشق، سورية 2007 ص 163 .

كما جاء في تعريف ثاني أين منح صفة الرشادة للقرار الاستثماري و عرفه « يستند على مبدأ الرشاد الاقتصادي الذي يقوم عليه علم الاقتصاد أساسا حيث من المفترض أن متخذ القرار الاستثماري يتسم بالقدرة على حسن التصرف في الموارد النادرة المتاحة، أي عملية البحث في كيفية استخدام الموارد الاقتصادية أحسن استخدام ممكن، و التي يكون لها استخدامات عديدة، بحيث يصل إلى توظيف و استثمار تلك الموارد في النشاط أو المشروع الذي يعطي أكبر عائد ممكن على الاستثمار أخذا في الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة أو المضحى بها.¹

و منه نستنتج الدور الأساسي للقرار الاستثماري في دورة القرارات المالية فبعد صدور القرار المالي تشغل الموارد بعقلانية عن طريق القرار الاستثماري و تحصيل العوائد و التي توزع على المساهمين بناء على قرار توزيع الأرباح.

ثانيا: مبادئ القرار الاستثماري

لكي يؤدي الاستثمار إلى تحقيق النتائج المتوقعة يجد أن يستند على مجموعة من المبادئ نوجزها فيما يلي²:

1- مبدأ الاختيار:

من خلال بحث المستثمر دائما على الفرص الاستثمارية مما يتوافق و مدخراته و الاختيار بينهما، كما يفترض على المستثمر الاعتماد على الوسطاء الماليين الذين لديهم خبرة كل هذا في ظل التعامل بمرونة لاختيار البديل الأمثل من بين البدائل المتاحة.

2- مبدأ المقارنة:

في ظل مواجهة مجموعة من البدائل المختلفة تتم المقارنة لاختيار المناسب منها باستخدام أدوات التحليل و التقييم و مقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل حسب مبدأ الملائمة.

3- مبدأ الملائمة:

يتم تطبيق هذا المبدأ عندما نختار من بين مجالات الاستثمار و أدواته ما يلاءم رغباته و ميوله بناء على دخله، عمره و عمله، فلكل مستثمر نمط يفضلته من خلال العناصر الأساسية لقرار الاستثمار و هي:

¹ عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2006 ص 37 .

² زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، ط4، الأردن 2007، ص 28-29 .

- معدل العائد على الاستثمار.
 - درجة المخاطر التي يتصف بها المستثمر.
 - مستوى السيولة المتوفرة و أداة الاستثمار.
- 4- مبدأ التنوع: من خلال التقليل من التكاليف و تعظيم العوائد و كذلك توزيع المخاطر يتم تنويع الاستثمارات.

ثالثا: العوامل المؤثرة على قرار الاستثمار:

يتأثر القرار الاستثماري بمجموعة من العوامل تتمثل في:¹

الظروف الاقتصادية: حيث تتأثر عملية الاستثمار بالظروف السائدة على مستوى النشاط الاقتصادي الذي يمر بفترات من الراج و أخرى من الكساد.

الظروف السياسية: نظر لأهمية تأثير الظروف السياسية لا بد من دراستها و تحليلها قبل اتخاذ القرار الاستثماري.

الإمكانيات و المواد المتاحة: بناء على حجم الموارد المتاحة و المتعلقة بتكامل مختلف الموارد المالية و المادية لتسيير العملية الاستثمارية.

أسعار الفائدة: لها تأثير كبير على القرارات الاستثمارية كونها نفقة تدفع مقابل اقتراض النقود، حيث أن القروض المطلوبة للقيام باستثمارات تكون حيث يكون من الأفضل معدل الفائدة منخفض.

التوقعات: إن القرارات الاستثمارية تتخذ في ظل توقعات مستقبلية و منه إذا أخطأ المستثمر في حدسه فسيعرض لخسارة كبيرة ، و هو ما يظهر تأثير التوقعات على الاستثمار سواء كانت صحيحة أو خاطئة.

الأرباح: من خلال توجه المستثمر إلى المشاريع الاستثمارية ذات الأرباح المعتبرة من بين مجموعة من الخيارات المتاحة.

¹ سميحة بوحفص، مرجع سبق ذكره صص 55-56

الإدارة: يرجع ذلك إلى الدور الذي تلعبه الإدارة في حسن التسيير و الرقابة و كذلك إدارة الموارد بأسلوب علمي يضمن الاستغلال الأمثل للفرض الاستثمارية.

التشريعات الضريبية: من خلال توجيه الاستثمارات بما يتماشى و السياسات العامة للدولة.

الفرع الثالث: قرار توزيع الأرباح و دوره في سياسة تمويل المؤسسة

يعد قرار توزيع الأرباح أحد القرارات المالية و أكثر الموضوعات المطروحة في الفكر المالي، كونه يخضع لحملة من الاعتبارات سواء ما تعلق بالربح المحقق، و منها ما يتعلق بقرار الجمعية العامة للمؤسسة أو ما يتعلق بالفرص الاستثمارية، و هي سلاح ذو حدين تلعب عليه إدارة المؤسسة لاستغلال الفرص و تجنب التهديدات، و هو ما سنتطرق إليه من خلال هذا المطلب عن طريق تحديد مفهوم قرار توزيع الأرباح، ثانيا المحددات الأساسية و أخيرا النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح.

أولاً: تعريف قرار توزيع الأرباح:

هناك العديد من التعاريف التي تطرقت لقرار توزيع الأرباح و انطلاقاً من مبدأ أن قرار توزيع الأرباح هو عبارة عن سياسة لتوزيع الأرباح يمكن أن نعرفها على أنها: "هي معدل التدفق النقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثمار اتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، تمثل للمستثمرين دخلاً جارياً ينتظره و يتوقعه العديد من المساهمين لإنفاقه على استهلاكاتهم الجارية من سلع و خدمات، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم".¹

و في تعريف ثاني جاء فيه أن قرار توزيع الأرباح هو " قرار يتعلق بالجزء من الأرباح الذي سيوزع على المساهمين و الجزء الذي سيعاد استثماره، و هو قرار ناتج عن القرارين السابقين، فكلما كان قرار الاستثمار و قرار التمويل جيداً، فذلك يمكن المؤسسة من توقع ارتفاع أرباحها بانتظام".²

¹ محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، دراسة تحليلية مقارنة للمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، العدد الثامن، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2010 ص4.

² محمود جمام، أميرة دباش، أثراً لتدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية، دراسة حالة البنوك التجارية بولاية جيجل، العدد الرابع، مجلة البحوث الاقتصادية و المالية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، ديسمبر 2015 ص71.

و في تعريف آخر هو "مضمون الاتحاد القرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة، و تشمل السياسة المثلى للتوزيعات تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية و الأرباح المستقبلية و التي ينتج عنها تعظيم سعر السهم".¹

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف قرار توزيع الأرباح بأنه أحد القرارات المالية التي تهتم بجانب الربح المحقق و تخصيصه سواء بتوزيعها، احتجازها أو إعادة استثمارها، في ظل اعتماد سياسة معينة انطلاقا من الخطط التسييرية التي تعتمد عليها، لكن هذا لا يمنع من تسوية الوضعية بالتوفيق بين توزيع مبلغ ربح كاف لضمان المساهمين و تخصيص مبلغ كاف لتنفيذ الخطط الاستثمارية المستقبلية للمؤسسة.

ثانيا: طبيعة قرار توزيع الأرباح.

نظرا لصعوبة قرار توزيع الأرباح لحملها مشكلة مزدوجة و صعبة من خلال التوفيق بين القرار الاستثماري للأرباح أو التوزيع على المساهمين لذلك و لتسهيل توجه المؤسسة فهي تعتمد على الهدف الأساسي كمرجع و هو تعظيم قيمة المؤسسة بما تخدم جميع المصالح، فلقرار توزيع الأرباح توجهين هما:²

1- سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري:

يعتبر قرار استثماري عند استغلال المصدر الأول و هو النقديات الناتجة عن نشاط المؤسسة، و في هذه الحالة تمتد آثار القرارات على الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة، و بالتالي فإن عملية توزيع الأرباح في هذه الحالة تولد مشكلة استثمارية يجب حلها، و هو ما يحتم على المؤسسة الانتظار حتى تقرر بين الفرص الاستثمارية المتاحة، و بعدها تستغل الفوائض من النقدية في توزيع الأرباح بعد استفاد كافة شروط الاستثمار في المؤسسة.

2- سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي:

عندما تعتمد المؤسسة في بعض الحالات على مصدر خارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح سواء عن طريق القروض أو الأسهم الجديدة لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام الأرباح المحصلة و هو ما يعكس

¹ بلعشي عبد المالك، أثر فتح رأسمال المؤسسة على توزيع الأرباح، المؤسسة العمومية الاقتصادية المسعرة في البورصة دراسة تحليلية لمجمع صيدال، ماجستير جامعة الجزائر 3، 2014 ص 46.

² محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 4

في هذه الحالة مشكلة تمويلية، خصوصا إذا اتضح تأثيرها على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، و هذا ما يستوجب بالدرجة الأولى التخطيط عند استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح على ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يضر بهدف تعظيم سعر السهم إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة الملاك) وعلى ضوء الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح و قرارات الاستثمار و التمويل تبدو العلاقة واضحة

توزيعات الأرباح = (النقدية الناتجة عن التشغيل + مصادر التمويل الخارجية)

من العلاقة يتضح أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة هي ناتج بين المتاح للمؤسسة من أرباح (النقدية) سواء داخلية أو خارجية و بين ما تحتاجه من أموال للاستثمار.

ثالثا: إجراءات توزيع الأرباح

تعتمد عملية توزيع الأرباح بعد اتخاذ القرار من طرف مجلس الإدارة على أربعة مراحل كما يلي:

1- مبلغ توزيعات الأرباح:

من خلال تحديد الكيفية و التوقيت التي يتم من خلالها توزيع الأرباح النقدية للمساهمين بناء على السياسة المنتهجة في توزيع الأرباح و التي يمكن تعبيرها من طرف مجلس الإدارة، و التي يعتبر كل من توزيع الأرباح النقدية السابقة ، الأداء المالي و مستقبل المؤسسة من أهم العوامل التي تؤثر على قرار مجلس الإدارة.

2- تواريخ توزيعات الأرباح:

إذا قام مجلس إدارة المؤسسة بالإعلان عن توزيعات الأرباح، فإنهم غالبا ما يصدرون إعلانا يوضحون فيه قرار توزيع الأرباح، و الموعد النهائي لأسماء المساهمين المسجلين في سجلات المؤسسة و الذين تحقق لهم الحصول على هذه التوزيعات و موعد الدفع، هذا الإعلان ينشر في الصحف اليومية و الصحف المختصة بالأخبار المالية.

3- تاريخ التسجيل:

و هو التاريخ الذي يتم وضعه من قبل مجلس الإدارة، حيث يقوم المساهمون المعنيون بالتوزيعات تسجيل أسمائهم في هذا التاريخ للحصول على الأرباح مستقبلا.

4- تاريخ الدفع:

و يقر كذلك من طرف مجلس الإدارة، و هو اليوم الفعلي الذي تنطلق فيه عملية دفع التوزيعات للمساهمين المسجلين في تاريخ التسجيل و هو بالعادة بعد ثلاثة إلى أربعة أسابيع من تاريخ التسجيل.

رابعاً: أنماط سياسة توزيع الأرباح

بناءً على الأهداف التي تعتمد عليها المؤسسة في عملية توزيع الأرباح أولها توفير الأموال الكافية لتوزيع الأرباح و ثانيها تعظيم ثروة المساهمين في الشركة فهناك نمطين من توزيع الأرباح و هما: ¹

1- التوزيعات النقدية: ينقسم هذا النمط إلى ثلاثة أنواع:

- سياسة نسبة توزيعات الأرباح الثابتة: يقوم هذا النوع على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين و التي تعبر عن نسبة مئوية من الأرباح عن طريق الأرباح الصافية على عدد الأسهم المصدرة.
- سياسة توزيع الأرباح المنتظمة: عن طريق دفع توزيعات من الأرباح في فترة زمنية محددة و بمبالغ ثابتة على المساهمين.
- سياسة توزيع أرباح متناقصة و متزايدة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة و لكن بمبالغ متناقصة، أو زيادة هذه التوزيعات عند تحقيق أرباح أعلى من المعتاد و ذلك في فترة زمنية معينة.

2- التوزيعات في شكل أسهم: و ينقسم هذا النمط بدوره إلى نوعين:

- التوزيعات على شكل أسهم مجانية Stock dividends: و ذلك بمنح المساهم عدد من الأسهم بدلا من توزيعات نقدية، و تتحدد حصة كل مستثمر بنسبة ما يمتلكه عن أسهم في رأس المال المؤسسة ² و يعتبر هذا النمط بشكل من أشكال إعادة الهيكلة أو الرسملة.
- إعادة شراء الأسهم العادية Repurchase of common stock: و قد تلجأ المؤسسة إلى إعادة شراء أسهمها التي أصدرتها لما لها من أثر إيجابي على ربحية السهم، فإن تخفيض عدد الأسهم المصدر مع تحقيق أرباح ثابتة فهو يدفع إلى زيادة حصة السهم ³.

¹ بلعشي عبد المالك، أثر فتح رأس المال على سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة العمومية الاقتصادية المسعرة في البورصة مرجع سبق ذكره ص79.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر 2003، ص722

³ . سميحة بوحفص، مرجع سبق ذكره ص61

المطلب الثاني: الهيكل المالي أو هيكل التمويل

و هو يخص الجانب الأيسر من الميزانية و المتمثل في خصوم المؤسسة ،فهي تتمثل في الأموال المملوكة «رأس المال » و القروض بمختلف تصنيفاتها حيث الفترة الزمنية، و من جانب مالي و اقتصادي و من خلال هذا المطلب سنسلط الضوء على مفهوم الهيكل التمويلي «المالي » الفرق بينه و بين هيكل رأس المال و كذا مكونات الهيكل المالي و العوامل المؤثرة فيه

الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي Structure Financière

قبل التطرق إلى تعريف الهيكل المالي يجب أولاً التعريف بين مصطلحين لهما علاقة وثيقة بينهما الهيكل المالي الذي يحدد كيفية قيام المؤسسة بتمويل مختلف أصولها، و مصطلح هيكل رأس المال و الذي يعرف على أنه يتعلق بتمويل الأصول طويلة الأجل فقط و عليه فهيكّل رأس المال هو جزء من هيكل التمويل و الذي يعرف كما يلي

يعرف على أنه "هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم و حقوق الملكية في كشف الميزانية العمومية"¹

يقصد بالهيكل التمويلي بصفة عامة، أنه يعرض مختلف أنواع وأشكال التمويل من أموال الملكية وأموال الاقتراض الدائمة و المؤقتة قصيرة الأجل منها و الطويلة الأجل².

كما تم تعريفه بأنه "يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي للمؤسسة توليفة مصادر التمويل التي اختارتها لتغطية استثماراتها، و يتكون الهيكل المالي من مجموعة من العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العمومية سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أو كانت قصيرة الأجل، وسواء كانت أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية"³

¹ -عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان الأردن، 2009، ص 349.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، كمال فريد مصطفى، الإدارة المالية، الدار الجامعية للطباعة و النشر و التوزيع، 1994، ص 495.

³ -عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعية، الاسكندرية 2007، ص 401.

من التعريفين السابقين نستنتج أن الهيكل المالي هو مجموع مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة، و التي تتمثل في مصادر الأموال الداخلية من حقوق ملكية أو ما يعرف برأس المال أو حقوق المساهمين و كذلك المصادر الخارجية بمختلف صورها من قروض طويلة، متوسطة و قصيرة الأجل.

الفرع الثاني: مفهوم هيكل رأس المال Structure du Capital

يتعلق بمصادر التمويل طويلة الأجل من ديون طويلة الأجل، الأسهم الممتازة و العادية و كذلك الأرباح المحتجزة، ومنه فإن هيكل رأس مال المؤسسة هو جزء من الهيكل المالي، حيث يشكل مزيج بين الأموال المملوكة للمؤسسة (رأس المال، الاحتياطات، الأرباح المحتجزة).

هناك اختلاف حول الخصوم المتداولة في الهيكل المالي و التي تعتبر تمويل قصير الأجل فهم يفضلون استخدام مفهوم هيكل رأس المال بدلا من مصطلح هيكل مالي، في حين ينادي البعض بضرورة إدخال الخصوم المتداولة و ذلك في حالة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة كونها تعتمد على الديون قصيرة الأجل لذلك يفضلون مصطلح الهيكل المالي بدلا من هيكل رأس المال.¹

تجدر الإشارة إلى ضرورة التفرقة بين الهيكل التمويلي للمؤسسة، وهيكل رأس المال، حيث يقتصر هذا الأخير على جميع أنواع و أشكال التمويل طويل الأجل فقط (التمويل الدائم)، و بذلك يعتبر هيكل رأس المال جزء من هيكل التمويل، بحيث لا يشمل مصادر التمويل قصيرة الأجل.²

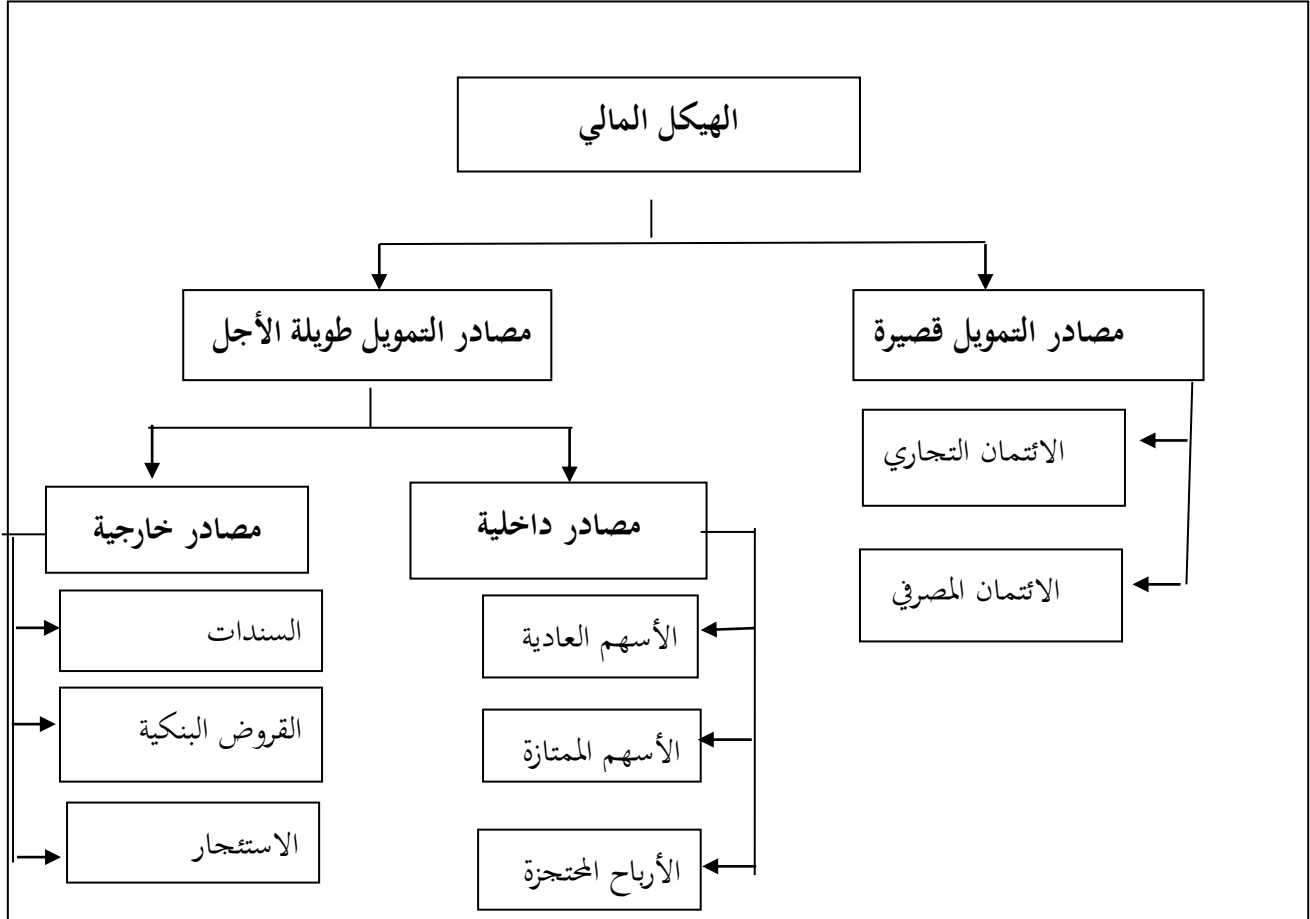
¹فتحى ابراهيم، محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسيوط، 2007، ص 299-300

²عبد الغفار حنفي وآخرون، المرجع السابق، ص 495.

الفرع الثالث: مكونات الهيكل المالي

تتمثل في مختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة و التي نوضحها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2-2): مصادر تمويل المؤسسة



المصدر: عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات الادارة المالية، دار المسيرة للنشر و التوزيع عمان الأردن 2007، ص 139.

الفرع الرابع: العوامل المؤثرة في هيكل التمويل

تخضع عملية اختيار المزيج التمويلي المناسب من مصادر التمويل التي يمكن استعمالها إلى جانب مصادر التمويل الممكنة بعدة محددات نبرزها فيما يلي:

حجم المؤسسة و دورة حياتها: يتحكم حجم المؤسسة ب- مرحلة الدخول أين تعتمد على أموالها الخاصة.

- التوسع عن طريق رفع رأس المال.

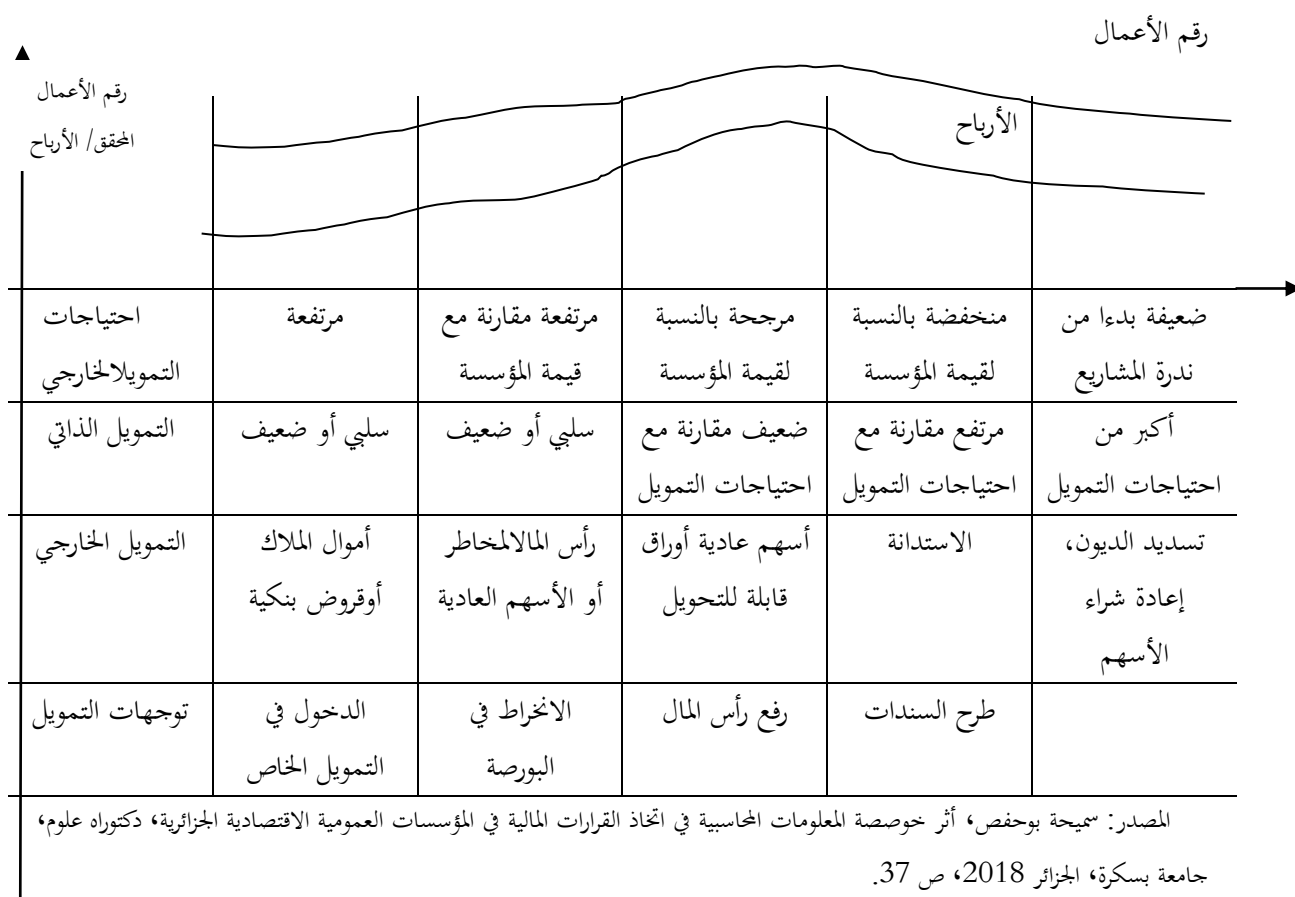
- النضج بالانخراط في البورصة.

- فالتدهور.

1- شكل كبير في تركيبة هيكلها التمويلي، حيث أن المؤسسة صغيرة الحجم تعتمد على المصادر الداخلية في تمويلها بينما كبيرة الحجم تعتمد على الاستدانة.¹
في حين تقسم دورة حياة المؤسسة إلى أربعة مراحل أساسية و هي:

و هناك يختلف التمويل المعتمد باختلاف مرحلة تطور المؤسسة و هو ما نوضحه في الشكل الذي يبين كل مرحلة و التمويل الملائم لها:

الشكل الرقم: (2-3) تمويل مراحل دورة حياة المؤسسة



و هو ما أكدته عدة دراسات من خلال الكشف عن تعدد الأسباب التي تقرر بتأثير حجم المؤسسة على تركيبة الهيكل المالي، لذلك نجد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لا تعتمد على الديون بشكل كبير تجنباً لإفلاس

¹ سفيان خليل المنصور، القرارات المالية و أثرها في تحديد القرار الإستراتيجي، دار جليس الزمان، عمان الأردن 2010 ص 42.

في حالة العجز عن سداد الديون و لفقدان ثقة الملاك، كما أن عدم تماثل المعلومات في المؤسسة الصغيرة جعل تكلفة التمويل مرتفعة و هو ما يعني التمويل الخارجي.¹

وقد أكدت دراسة Gordon على وجود علاقة طردية بين نسبة الاستدانة و حجم المؤسسة، كما أكدت ذلك دراسة Martinet Scolt حيث تقل نسبة الاستدانة في المؤسسات صغيرة الحجم عنها في المؤسسة كبيرة الحجم أما دراسة Marsh كشفت عن ميل المؤسسة الكبيرة إلى زيادة الاستدانة قصيرة الأجل لأنها تكون قادرة على خدمة الدين و هو ما يجعلها تعتمد بكثرة.²

2- هيكل أصول المؤسسة:

تبنى المؤسسة في بناء هيكل أصولها مبدئين سواء تمويل أصولها الثابتة عن طريق الأموال الخاصة و ذلك كلما زادت نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول مخافة انخفاض قيمة الأصول في حالة التصفية³

و على عكس ذلك أشار كل من نموذجي (198 Jensen و Stulz فإن المؤسسة التي تعتمد على أصولها الثابتة تلجأ لاستدانة أكثر من أجل ضبط سلوك المسيرين و تحقيق حدة تضارب المصالح بينهم و بين المساهمين و هو ما يتوافق و نظرية التمويل الهرمي فهذه المؤسسة تكون حساسة لظاهرة عدم تماثل المعلومات لذلك تعتمد على القروض كنمط تمويلي أقل تأثر لعدم تماثل المعلومات مقارنة بالأسهم.

3- معدل نمو المؤسسة:

المؤسسات التي تعرف معدلات نمو جد عالية تلجأ إلى التمويل الخارجي في تغطية احتياجاتها على عكس الأخرى⁴، فمعدل النمو هو مؤشر على الحالة المالية الجديدة للمؤسسة و قدرتها المستقبلية على توليد الأرباح

¹غازي فلاح المومني وعلي محمود حسين، محددات اختيار الهيكل المالي لشركات الأعمال، مجلة دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، العدد 2
المجلة 38 عمان 2011 ص367.

²إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية الملتقى الدولي:متطلبات تأهيل
مؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية يومي 17 و 18 أبريل 2006 جامعة حسنية بن بوعلي شلف ص433.

³Michael Ferri et wesley Jones, Determinants of financial structure A new methodological Approach
journal of finance VOL 34 N: 03 1979,p 634.

⁴عدنان تايه النعيم، ياسين كاسب الخرشنة، مرجع سابق ص201.

و مواجهة الالتزامات المالية، و بالتالي يمكنها التوسع في الاستدانة بفعل تسهيلات المقرضين¹ وهوما يبرهن على طردية العلاقة بين معدل النمو و نسبة الاستدانة بالهيكل المالي.

4- استقرار المبيعات:

إن علاقة استقرار المبيعات علاقة طردية مع أرباح المؤسسة و التمويل بالدين، فكلما كانت المبيعات و الأرباح مستقرة كان للمؤسسة فرصة الاستفادة من رافعة التمويل أكثر و بمخاطر أقل، فهو يوسع من قدرة الاقتراض و بالتالي تحمل مديونية أكثر.²

5-درجة المنافسة:

إن درجة المنافسة التي تعمل بها المؤسسة تعتمد على إستقرارية أرباحها، فارتفاع عدد المنافسين يخفض من ربحية المؤسسة و منه يقل اعتمادها على الاستدانة لعدم القدرة على خدمة الديون*، و بالتالي تلجأ للأموال الخاصة، أي هناك علاقة عكسية بين المنافسة و نسبة الاقتراض في المؤسسة.³

6-توجهات الإدارة:

يعتبر موقف المؤسسة تجاه الخطر أهم عامل في تحديد نسبة المديونية حيث يعمل كل من الترتيب الائتماني و قدرة المؤسسة على الاقتراض تعتمد على نسبة الدين في الهيكل المالي للمؤسسة حيث تحتل اختيار المزيج التمويلي حصة كبيرة من المناقشات و المفاوضات بين المؤسسة و مؤسسات التمويل، لذلك تعتمد الحصول على توصيات الاقتراض بشروط غير مشددة.⁴

7 - المرونة المالية و التوقيت: أي أن يكون للمؤسسة القدرة على تكييف هيكلها التمويلي مع احتياجاتها المتغيرة و بالتالي لابد من خطة مرنة كفاية لتعديل مكونات الهيكل التمويلي.⁵

¹ Ross Stephen, the Determination of Financial structure the Incentive Signalling Approach, the Belt journal of Economics vol 8 N° 1 1977, p 31.

² عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره ص404.

³ محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية، مصر 2000 ص 342- 343
* التي تعتبر عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة المدفوعة أحد مقاييسها.

⁴ محمد أيمن عزت الميداني، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، سنة النشر غير مذكورة ص 578 .

⁵ سمير محمد عبد العزيز، لاقتصاديات الاستثمار التمويلي، التحليل المالي، مدخل فالتحليل واتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية مصر 2006، ص222.

بمعنى الملائمة بين الظروف المالية السائدة و بين مصادر التمويل المستخدمة، و بمأن المؤسسة تعمل في محيط غير مستقر و هو ما يفرض عليها أن تكون قادرة و بشكل مستمر لمواجهة التغيرات البيئية و تغير ترتيب أوضاعها الداخلية بما يتناسب مع تلك المستجدات البيئية.¹

بالإضافة للتوقيت الذي يرتبط بالمرونة من خلال استخدام المصدر الملائم في الوقت المناسب، بتتبع كل التغيرات و مواكبتها في وقتها.²

حيث ازدادت أهميته في الوقت الحاضر بسبب التقلب الحاد في أسواق الأسهم و السندات، و التي تسمح للمؤسسة الكبيرة بإصدار السندات و تسويقها بسهولة، على عكس المؤسسة الصغيرة إلا في بعض الأوقات أين تتمكن من إصدارها و بيعها بأسعار المعقولة.³

المطلب الثالث: قرار التمويل في ظل اختيار الهيكل الأمثل(المناسب)

يتم من خلال هذا المطلب إبراز مفهوم الهيكل المالي الأمثل أو المناسب بمفهوم أدق، و الذي تطمح إليه جميع المؤسسات بمختلف أشكالها إذ يعد أساس ترجع إليه المؤسسات لتحديد المزيج التمويلي الأقرب و المناسب لأهدافها و نشاطها من خلال تحقيق أهم خصائصه و التي تعد أساس لاختيار التركيبة المثلى.

الفرع الأول: تعريف هيكل التمويل الأمثل و مميزاته

من بين التعاريف التي تطرقت للهيكل التمويل الأمثل نذكر:

أول تعريف، حيث عرف على أنه « ذلك الهيكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة الأموال إلى أقل حد ممكن⁴

و في تعريف ثاني ل فان هورن Van Horn فإن « الهيكل الأمثل لرأس المال هو ذلك الهيكل الذي تكون عنده التكلفة الحدية الحقيقية لكل مصدر من مصادر التمويل متساوية »⁵

1عدنان تايه النعيم ياسين كاسب خرشة، أساسيات في الإدارة المالية، مرجع سابق ص 203 .

2سفيان خليل المناصير، القرارات المالية وأثرها في تحديد القرار الاستراتيجي، مرجع سابق ص 42 .

3عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية 2002 ص 377 .

4 . عبد الغفار حنفي، نفس المرجع، ص 335

5 . محمد صالح الحناوي، مرجع سابق ص 299

و منه يمكن القول أن هيكل التمويل الأمثل هو هيكل الذي يسمح بالمزج بين مختلف مصادر التمويل لتحقيق أكبر عائد و بتكلفة منخفضة من خلال ما سبق يمكن أن نميز عدة خصائص لهيكل التمويل الأمثل:

1- **الربحية:** بمعنى أن يساهم هيكل التمويل في تحقيق الأرباح بعد استخدام الديون و ذلك بأقل تكلفة ممكنة لتجنب الآثار السلبية للمخاطر المالية.

2- **السيولة:** بالتعقل في استخدام الديون في تمويل الاحتياجات لكي لا تتعرض المؤسسة لعسر المالي سواء الفني أو الحقيقي.

3- **المرونة:** أي أن يكون الهيكل التمويلي قادر على تعديل مصادر الأموال، التي يمنح المؤسسة القدرة على التصرف في المواقف المتغيرة و التكيف معها، مع الحصول على الاحتياجات المالية بأقل تكلفة ممكنة.

4- **الرقابة:** أن يحتوي هيكل التمويل على أحسن الشروط المالية من مخاطر المالية و بدرجة رقابة يفرضها المقرضون على أعمال المؤسسة أي خطر فقدان السيطرة على المؤسسة.

5- **التحفظ:** أي ضمان عدم انهيار المؤسسة من خلال تدعيم القدرة على الاقتراض و كذا توليد التدفقات التي من خلالها يتم الوفاء بالتزامات الاقتراض.

الفرع الثاني: اختيار التركيبة المثلى لهيكل التمويل

لتحديد تركيبة الهيكل المالي الأمثل (المناسب) للمؤسسة من قبل المدير المالي لابد له أولاً من تصور الاحتياجات المالية اللازمة لكن مع مراعاة العديد من الاعتبارات التي سبق ذكرها، و التي تغير الهيكل المالي بتغيرها، و تحديد الفترة الزمنية التي تحتاج من خلالها المؤسسة لهذه الأموال.¹

كما و يحدد المدير المالي تركيبة المزيج التمويلي المرغوب فيه من قبل إدارة المؤسسة و المكون من تمويل المقترض (الخصوم) و التمويل الممتلك (حقوق الملكية)، و الذي يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة، فالحديث هنا هو عن تركيبة جانب الخصوم و حقوق الملكية في ميزانية المؤسسة و الذي يمول عن طريق خصوم الميزانية.² إن العمل على تعظيم مصلحة المساهمين تحكمه قيود مفروضة على المؤسسة من خلال النسب الهيكلية، ويجب كذلك مراعاة أهداف المؤسسة فإن كان هدفها الاستقلالية المالية للمحافظة على سلطة المساهمين

¹ مليكة زغيب ونعيمة غلاب، تحليل أساسيات تمويل المؤسسات الاقتصادية، الملتقى لدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة 22/21 نوفمبر 2006، ص 8.

² محمد صالح الحسناوي، نه الفريد مصطفى، جلال إبراهيم، الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية 2009 ص 287

الحاليين فيعتمد على التمويل الذاتي ثم الاستدانة، أما إن كانت تبحث عن المردودية المالية المثلى لأموال مساهميها فتلجأ للاستدانة للاستفادة من الرفع المالي.¹

و التي تحددها كل من نسب الهيكل و قدرة التسديد، فهي تحكم على قدرة المؤسسة اللجوء للاستدانة أو وسيلة أخرى، فعلى المؤسسة عدم تجاوز الحد الأقصى للاستدانة و إلا أصبحت الأخطار كبيرة، لذلك وجب المحافظة على مزيج تمويلي متناسق من الناحية المالية مع حجم الأصول الممولة لذلك يرى البعض أن الأمان المالي للمؤسسة يتحقق بالاعتماد على مصادر التمويل الذاتية بشكل كبير و الديون بشكل محدود لكن لا يحقق مستوى ربحية أكبر، و في حالة العكس فإن زيادة الربحية يكون بعدم تحقيق أمان مالي.

من هنا يتضح أنه لاختيار مصدر التمويل تجب أن تراعي كل من قيود التوازن المالي و هدف المردودية لتجنب الفشل المالي للمؤسسة و نظرا للتأثيرات جد مختلفة لمصادر التمويل على المردودية.²

و منه وجب على المدير أن يدرس تأثير مصادر التمويل المستخدمة على قيمة المؤسسة على المدى الطويل و المتوسط، باختيار هيكل مالي مناسب بتحديد العناصر المشكلة له، و نسبة كل عنصر مع اعتماد الموازنة بين العائد و المخاطر من خلال استخدام مصدر التمويل منخفض التكلفة ومتوازنة مع العائد الذي يحققه و المتمثل في زيادة الربحية و بالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.³

الفرع الثالث: قرار فتح رأس المال كقرار تمويلي.

يعتبر التمويل عن طريق فتح رأس المال مصدر من مصادر التمويل الخارجي للأموال الخاصة، بعد اتساع رقعة احتياجات المؤسسة تلجأ لتمويل نشاطاتها التشغيلية إلى فتح رأس مالها سواء بالاكنتاب في السوق المالية، أو الشراكة مع المؤسسة أخرى، يكون قرار فتح رأس المال بعد الدراسة و المفاضلة بين المصادر التمويلية من حيث التكلفة و المخاطر.

¹ زغيب مليكة، غلاب نعيمة، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، مرجع سبق ذكره ص8.

² نفس المرجع، ص11 .

³ سليمان شلال، علي البقوم، سالم العون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال، حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي (1997-2000) المنارة، المجلد 11 العدد 2008، 1.

و يدفع المدير المالي بعد المفاضلة بين مصادر التمويل لاتخاذ قرار فتح رأس المال من الحد الأدنى للاستدانة، الذي يركز على وزن معين للديون في هيكل تمويل المؤسسة لتحديد استقلاليتها، من خلال عدم تجاوز مجموع الديون المالية قيمة الأموال الخاصة، أي أن تكون نسبة الاستقلالية المالية أكبر من الواحد باستخدام النسبة التالية:

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الديون المالية}}$$

و هو ما يسمح لملاك المؤسسة بالمساهمة في احتياجاتها أكبر من المقترضين، لكن لكل مؤسسة يوجد حجم أقصى للاستدانة لا تستطيع مجاوزته لتفادي الوقوع في العسر المالي.

فإذا كان قرار التمويل يتضمن رفع قيمة الاستدانة حتى تفوق قيمة الأموال الخاصة، فهو قرار غير صائب إذا كان الهدف هو تحقيق الاستقلالية المالية، و منه تجب في هذه الحالة أن يصحح بقرار فتح رأس المال.¹

و بغض النظر عن الهدف المالي للمؤسسة فإنها تأخذ بعين الاعتبار الطبيعة القانونية للمؤسسة، سواء كانت مؤسسة خاصة أو عمومية، كما قد تكون شركات الأموال (مساهمة، التوصية بالأسهم) شركات الأشخاص (تضامن، المسؤولية المحدودة) لذلك تحترم كل المؤسسة المصدر التمويلي المتوافق على أسسها القانونية، ومنه فإن المؤسسات العمومية يمكنها إصدار أوراق اكتتاب عام للجمهور بمختلف أنواعها، و يمكن لشركة المساهمة أن تفتح رأس مالها للمساهمة دون تحديد عدد معين من المساهمين.²

¹ إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي، الإدارة المالية الطبعة الثانية دار وائل للنشر والتوزيع عمان 2011، ص 316 .

² نفس المرجع أعلاه ص 317 .

المطلب الرابع: محددات قرار فتح رأس المال في ظل المفاضلة بين طرق التمويل

يعد قرار فتح رأس المال واحد من أهم قرارات التمويل فهو يتخذ بناء على عدة عوامل يمكن حصرها في المردودية، الخطر المترتب عن عملية التمويل انطلاقا من طبيعة الاستثمارات المراد تمويلها بما يتوافق و السياسة التسييرية المنتهجة من طرف المؤسسة و كذا من مجموع الأهداف المسطرة مسبقا و لتوضيح هذه العوامل سنعتمد من خلال هذا المطلب على التفصيل في مفهوم كل محدد.

الفرع الأول: المردودية

أولا: تعريف المردودية: هي "حاصل علاقة النتائج و الوسائل التي ساهمت في تحقيقها حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية".¹

كما تمثل "الخاصية التي تتمتع بها رؤوس الأموال أو الممتلكات لتحقيق ربح، فهي معيار الفعالية الاقتصادية للمؤسسة و هي تتمثل بالعلاقة بين الاستثمار و المدخول الذي تحققه".²

حيث تهدف المردودية إلى:³

- قياس كفاءة و رشد استخدام الموارد من أجل تعظيم عوائدها مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة؛
- تأمين تشغيل وتطوير المؤسسة عن طريق إنماء الموارد المتاحة؛
- تحقيق الحد الأدنى منها يمثل شرط لا بد منه لدعم وصيانة التوازن المالي للمؤسسة؛
- تخصيص الأموال للاستخدام الأفضل؛
- ضمان إشباع أدنى الاحتياجات لكل القوى المنتجة في المؤسسة؛
- قياس القدرة الداخلية لتمويل الاحتياجات المستقبلية للمؤسسة.

¹ . إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق ذكره، ص 267

² . سمير غازار، موسوعة التجارة و المال وإدارة الأعمال، المجلد السادس (التمويل والتكاليف)، دار نوباليس، بيروت الطبعة الأولى، ص 38

³ . الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة لتقييم مردودية المؤسسة وتمويل تنميتها، مذكرة ماجستير جامعة الجزائر 2012، ص 94

ثانيا: أنواع المردودية

حيث تقسم مردودية المؤسسة غالبا إلى نوعين هما:

أ- **المردودية المالية:** و هي ما يعرف بمردودية الأموال الخاصة من خلال اهتمامها بإجمالي نشاط المؤسسة¹ عن طريق اعتمادها على النتيجة الصافية لارتباط العلاقة بينهما و بين الأموال الخاصة وهو ما

$$\text{توضحه المعادلة التالية. المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

من خلال العلاقة يبرز لنا معدل مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق النتيجة الصافية لنشاط المؤسسة لذلك و بغية الاستثمار في رأس مال المؤسسة يعتمد المساهمون على مؤشر المردودية المالية كمرجع لاتخاذ القرار الاستثماري بمنح أموال مقابل عوائد مالية معتبرة.

في تعريف آخر "تعرف المردودية المالية على أنها قدرة المؤسسة على توليد فائض نقدي، حيث يعتبر الاستثمار ذو مردودية في حالة ما نتج عنه تدفقات نقدية داخلية تزيد عن التكلفة التي أنفقت لأجل الحصول على هذه التدفقات و هي تختلف عن الربح، إذ تعتبر عن مؤشرين هما: ²

- الدخل كوسيلة لمكافئة مختلف عناصر الإنتاج.
 - الفعالية في تخصيص موارد المؤسسة. كما تسمى بالعائد على حقوق الملكية أو الأموال الخاصة، حيث تهم هذه النسبة بالدرجة الأولى المساهمين و المستثمرين المحتملين بالإضافة إلى المسيرين، وهي مؤشر على قدرة المؤسسة مكافأة المساهمين و زيادة ثروتهم الصافية الناتجة عن أنشطتها العادية، سواء على شكل أرباح موزعة أو على شكل تخصيص في الاحتياطات لرفع القيمة الجوهرية للأسهم التي يحملونها. ³
- حيث تهتم المردودية بجملة من المكونات و هي:

- **الإنتاجية:** و هو مخصصة لقياس كمية السلع المنتجة إلى كمية العوامل المستهلكة و هو ما يؤثر في المردودية الاقتصادية من خلال تتبع تغيرات التكاليف.

¹ .إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره ص 268

² Pierre Baranger et autres, Gestion, fonctions de l'entreprise 2^{ème} édition, vuibert, paris 1998, p 157.

³ حمزة السميحي، إبراهيم الجزائري، الإدارة الحديثة منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن 1998، ص 123.

- **الفعالية:** تقيس سرعة دوران رأس المال المستعمل حيث أن تركيبة المردودية توضح دورها الأساسي في إنجاح تحقيق سياسات المؤسسة.

ب- **المردودية الاقتصادية:** وهي المردودية المتعلقة بالنشاط الرئيسي للمؤسسة باستبعاد النشاطات الثانوية¹ و ذات الطابع الاستثنائي من خلال إعتداد نتيجة الاستغلال الصافية فهي العلاقة بين نتيجة الاستغلال الصافية و إجمالي الأصول الاقتصادية و هو ما توضحه الصيغة التالية:

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{الصافية الاستغلال للنتيجة}}{\text{الإقتصادية الأصول}}$$

ثالثا: أثر الرافعة المالية و علاقته بالمردودية

تعمل الرافعة المالية على قياس أثر الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة، من خلال تحديد شروط تحسين الأموال الخاصة، كما تعبر عن إمكانية تحقيق مردودية الأموال الخاصة تكون أعلى من مردودية مجمل الأصول المستثمرة و التي يعبر عنها بالمردودية الاقتصادية.

وكما هو معلوم فإن المؤسسة الاقتصادية تعتمد في تمويل أنشطتها على أموال الملكية و أموال الاستدانة تستثمرها في شكل أصول للحصول على عائد موزع على المساهمين و المقرضين.

و لتحديد مفهوم أثر الرفع المالي و الذي يوضح كيفية تحقيق أموال ملكية تكون أعلى من مردودية الأموال المستثمرة، على هيكل المؤسسة التمويلي ففي حالة عدم وجود استدانة فإن المردودية الاقتصادية تساوي المردودية المالية ولكن في حالة الاعتماد على الاستدانة فهنا تبرز ثلاثة حالات نوجزها فيما يلي:

- **حالة المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة:** في هذه الحالة يكون الرفع المالي غير صالح للمؤسسة أي بزيادة الاعتماد على قروض تؤدي إلى انخفاض المردودية المالية و يسجل هذا الانخفاض من خلال زيادة المصاريف المالية.
- **حالة المردودية الاقتصادية تساوي تكلفة الاستدانة:** في هذه الحالة نفس حالة انعدام الاستدانة أي أن المردودية المالية تساوي المردودية الاقتصادية، والتالي الرفع المالي يكون بدون أثر على المردودية المالية.

¹ .إلياس بن ساسي يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص267

- حالة المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة: عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من الاستدانة في هذه الحالة يكون الرفع المالي في صالح المؤسسة.

لكن في حالة فتح رأس المال أمام المستثمرين فإن أثر الرافعة المالية لا يكون له معنى كون أن الاستثمار ينتج عنه عوائد تقسم على المساهمين بناء على نسبة المشاركة في رأس المال و المترجمة بعدد الأسهم التي يملكها كل مساهم و ذلك انطلاقا من سياسة توزيع الأرباح المعتمدة من طرف المؤسسة.

الفرع الثاني: الخطر و العائد

تعتبر كل من المخاطرة و العائد من أهم العناصر المعتمدة لتقييم الاستثمارات و لاتخاذ القرار التمويلي لارتباط المخاطر بالعائد، فاتخاذ القرار يتم بعد مقارنة التدفق النقدي و ما يقابله من مخاطر.

أولاً: تعريف الخطر

يعرف الخطر على أنه "عدم التأكد من وقوع خسارة معينة، وقد اعتمد هذا التعريف على الحالة المعنوية للفرد عند اتخاذ قراراته"¹

كما عرف على أنه "الخسارة المادية المحتملة نتيجة لوقوع حادث معين، وهو ما يوضح أنه حصر للخسارة في المادية مع قابلية قياسها"²

أما إقتصاديا فقد عرف الخطر أنه "توقع اختلافات في العائد المخطط و المطلوب و المتوقع حدوثه أي احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع"³

يقصد بالمخاطرة مدى تعرض أموال الملاك لمخاطر الإفلاس أو الضياع نتيجة زيادة العبء المالي على المؤسسة و هي مخاطر مالية نتيجة استخدام قروض و تشغيلية نتيجة ظروف عمل المؤسسة.

فكل مصدر من مصادر التمويل يرتبط بدرجة معينة من المخاطرة، لذا تختلف تكلفة كل نوع منها، فالمسير ينظر إلى طرق التمويل من جانب العائد من جهة و عنصر المخاطرة من جهة أخرى.

¹ . تيرير زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير جامعة قاصدي مرباح، ورقة 2009 ص 45

² شقيري نوري موسى، محمد إبراهيم نور وآخرون، إدارة المخاطر، الأردن، دار المسيرة للنشر والتوزيع 2012 ، ص 26.

³ . مداني بلغيث، عبد الله إبراهيم، تسيير الخطر في المؤسسة تحدي جديد، مجلة الباحث، العدد 3 جامعة ورقلة 2005، ص 79

و هنا بجدر التمييز بين مخاطر النشاط و المخاطر المالية فإن الخطر المالي يتعلق بتشكيلة مصادر التمويل المستخدمة من طرف المؤسسة في عملية التمويل، فإن استخدمت أموال الملكية يعرضها لمخاطر النشاط و إن لجأت لمصادر التمويل كأموال الاستدانة و الأسهم الممتازة فهو يعرضها للخطر المالي.

ثانيا: تعريف الخطر المالي

و يقصد بالخطر المالي "عدم انتظام العوائد المتوقعة وتعود عملية عدم انتظام العوائد أساسا إلى حالة عدم التأكد المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية"¹

و يعرف كذلك على انه "مصطلح لأية مخاطر مرتبطة بأي شكل من أشكال التمويل، المخاطر ممكن أن تأخذ شكل سلمي و الفرق بين العوائد الحقيقية و المتوقعة(عندما يكون المتوقعة أقل)، أو عدم التأكد من العائد، المخاطر المرتبطة بالتدفق النقدي للمؤسسة تدعى بمخاطر الأعمال و المخاطر المرتبطة بالاستثمار تدعى بمخاطر الاستثمار"²

ثالثا: خصائص الخطر المالي

فلكل خصوصية من الخصائص نتائج تقابلها كما يلي:³

- السداد عن الاستحقاق يمثل خطر عدم السيولة (العجز المالي الفوري أو الجزئي العارض و العسر المالي)؛
- دفع الأعباء المالية الثابتة (العوائد، خدمة الدين) ربحية مهددة؛
- تغاير الربح حسب الحالات:⁴
- انخفاض أو ارتفاع أرباح الأسهم (خطر المساهم)؛
- انخفاض أو ارتفاع طاقة التمويل الذاتي (خطر عدم التوسع)؛
- ضعف الضمانات و تهديد حرية العمل و الحركة؛
- إضعاف و تهديد الاستقلال المالي (خطر فقدان السيادة المالية).

1. مداني بلغيث، عبدا لله إبراهيم، مرجع سبق ذكره ص 80

2. محمد أحمد، الأخطار المالية على التسويق الدولي، مذكرة ماجستير جامعة دمشق سوريا 2010، ص 23

3. السعيد فرحات جمعة، مرجع سبق ذكره، ص 38 .

4. حوزي زينب، تحليل وتقدير الخطر المالي في المؤسسات الصناعية، رسالة دكتوراه، جامعة منتوري قسنطينة 2006، ص 70.

رابعاً: أنواع المخاطر المالية

هناك عدة تصنيفات للمخاطر المالية التي تواجه المؤسسة من مخاطر داخلية و خارجية، منتظمة و غير منتظمة، عامة و خاصة، تنحصر هذه المخاطر في:¹

- **خطر التدفق المالي:** يحدث هذا الخطر عند عدم انتظام التدفقات النقدية من الاستثمارات في الوقت المطلوب أو الكمية المطلوبة أو كلاهما مع ما هو متوقع.
- **خطر عدم استمرار المشروع:** يعتبر من آثار خطر التدفق النقدي و ذلك لعدم القدرة على متابعة تنفيذ أعمال المشروع و الناجم عن عدم القدرة على مواجهة الالتزامات اليومية بسبب عدم انتظام التدفقات النقدية.
- **خطر المبيعات:** يؤثر على العوائد أما العوامل المؤثرة تتمثل في الظروف الاقتصادية، أعمال المنافسين و حجم المبيعات مما يؤثر على التدفق النقدي.
- **الخطر التشغيلي:** ينجم هذا الخطر عن مزج التكاليف المتغيرة و التي تشكل الهيكل التمويلي للمؤسسة، ففي حال كانت التكاليف الثابتة أكبر من التكاليف المتغيرة كلما أضعف ذلك من قدرة المؤسسة على التحكم في التكاليف التشغيلية عند حدوث تغيرات في المبيعات.
- **الخطر التمويلي:** و المتعلق بالكيفية المعتمدة في عملية تمويل المؤسسة لنشاطها، ففي حالة تمويل عملياتها عن طريق الاقتراض فهي ملزمة بدفع أقساط القروض مما يزيد من المخاطر المالية، أما إن مولت عملياتها عن طريق المشاركة سواء عن طريق الأرباح المحتجزة أو الاكتتابات الجديدة و هو ما يجنبها تحمل تكاليف أكثر.
- **خطر الإفلاس:** و الناتج عن عدم قدرة المؤسسة دفع الالتزامات المترتبة عليها.

الفرع الثالث: الاستثمارات

لطبيعة الاستثمارات دور في تحديد مصدر التمويل الأمثل، فالاستثمار هو استخدام رأس المال لتمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي، فاختبار طريقة التمويل ينطلق من الهدف من وراء الاستثمار ففي حالة كان هدف المؤسسة التوسع و دخول سوق جديدة بالاعتماد على خبرات أجنبية أو خارجية عن المؤسسة تعمل على تحقيق عملية الشراكة مع المؤسسة، في حين أن المؤسسة التي ترغب في دخول السوق المالي بهدف تحسين الأداء، رفع رأس المال أو حتى تصحيح المركز المالي.

¹ محمد أحمد، نفس المرجع أعلاه، ص5-6

كما أن لخصائص الاستثمار دور في اختيار الأسلوب الأنسب للتمويل انطلاقاً من رأس المال أي التكلفة المستعملة في تحقيق المشروع كذلك مدة المشروع و التي يسمح تحديدها بتقييم الأرباح المنتظرة و بالتالي التمويل الملائم و الأصح لتحقيقها.¹

الفرع الرابع: خلق القيمة كمدخل لاختيار نمط التمويل

حيث ارتبط مفهومها بسوق رأس المال حيث تقاس بمدى تعظيم ثروة المساهمين بناءً على أرباحهم، فإن الفوضى التي كان ينشط فيها السوق المالي² نتيجة ارتفاع معدل الفوائد سنوات الثمانينات من القرن الماضي ما دفع المؤسسات إلى البحث عن مرجع لتحتكم إليه بهدف تحقيق الاستقرار المالي ؛ ما سهل عليها الحصول على الأموال من السوق المالي و بالمقابل يحصل المساهمون على أرباح و هو ما دفع إلى بروز مفهوم خلق القيمة.

هذا ما شجع بروز المساهمون من خلال معاهد الاستثمار و صناديق الاستثمار كما جعلت للمساهم مكانة بارزة، و لذلك وجب على المديريين اتخاذ القرارات المساعدة على زيادة قيمة المؤسسة و هو ما يزيد من حصص المساهمين و زيادة رأس المال، انطلاقاً من المفاضلة بين استراتيجيات الاستثمار و التمويل و تسيير الأصول حسب درجة تأثيرها على قيمة المساهمين.

¹إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سابق ص 269

²بوراس أحمد بركة السعيد، تقييم المنشأة الاقتصادية في ظل المقاييس الديناميكية، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسة الاقتصادية العمومية، جامعة سكيكدة، ديسمبر 2005، ص 5-6.

المبحث الثاني: تشخيص الأداء المالي ودوره في تفعيل قرار فتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية

يلعب التشخيص دور مهم في اتخاذ القرارات الإستراتيجية، باعتباره مساعد لها في تكوين قاعدة هامة للمعلومات بعد المسح البيئي و استنتاج و تحليل الآثار المترتبة عن مخرجات البيئة الداخلية و الخارجية للمؤسسة ، باستخدام أدوات التحليل المتمثلة في تحليل المحفظة ، تحليل الفجوة و أسلوب التحليل الرباعي، و التي تعد كمدخل لاتخاذ القرار، كما أن التشخيص المالي لا يقل أهمية عن التشخيص الاستراتيجي كونه يعكس الأداء المالي للمؤسسة في صورة مؤشرات يمكن من خلالها تقييم الأداء ماليا لاستخراج الفروقات .

المطلب الأول: مفهوم التشخيص الاستراتيجي

يهدف التشخيص الاستراتيجي بإعطاء صورة عن هوية المؤسسة ، توضيح سياستها العامة كونه أداة رئيسية لتحديد العناصر الإستراتيجية في البيئة الخارجية للمؤسسة و موازنتها مع عناصر القوة في البيئة الداخلية.

الفرع الأول: تعريف التشخيص الاستراتيجي

يعود مصطلح التشخيص الاستراتيجي " Diagnostic " كلمة إغريقية تعني المعرفة و الإدراك بالشيء ، شاع استخدامه في المجال الطبي يقصد به تحديد المرض انطلاقا من أعراضه لوصف الدواء ، ونظرا لما عانته المؤسسات من صعوبات و تدهور بعد المنافسة بداية من سنة 1970 وجب التشخيص لتحديد الوضعية ووصف الإجراءات المناسبة و عليه فالتشخيص في المجال الاقتصادي هو "تحليل و معرفة نقاط ضعف و قوة المؤسسة لتصحيح الأولى و استغلال الثانية من جهة، و معرفة الفرص و التهديدات التي يطرحها المحيط الخارجي للمؤسسة من جهة أخرى" كما يعتبر أنه " الحكم على المؤسسة انطلاقا من وضعية معينة".¹

في حين يشير جيرفي M Gervais أن التشخيص يعتبر من المتغيرات المفتاحية للمؤسسة و لبيئتها ، يساعد في التوفيق بينهما لاستخلاص النتائج و الخلاصات ، فالمنهجية التشخيصية ، هي التحديد الجيد للمشكل.²

¹ تجاني وافية ، دور التشخيص الاستراتيجي في نجاح برنامج تأهيل المؤسسة ، مجلة الاقتصاد الصناعية، العدد 12 جوان 2017، ص 374.

² مباركة سواكري، وضعية التسيير الاستراتيجي في المؤسسات العمومية، ص 124.

أما التشخيص الاستراتيجي فهو المرحلة الأولى من التخطيط ،وتحديد الفرص و المشكلات و القيود التي تقدمها البيئة التي تنشط فيها و تعريف أوجه القوة و الضعف بداخلها ،وهذا ما يكسبه أهمية كبيرة في اتخاذ القرار الاستراتيجي¹.

الفرع الثاني: أهمية التشخيص الاستراتيجي

تحتل عملية التشخيص الاستراتيجي بأهمية بالغة عند تقييم المؤسسة نظرا لما تحققه من أهداف:

- تحديد الفرص المتاحة أمام المؤسسة، وبالنظر إلى إمكانيات و خبرات و موارد هذه الأخيرة تتم المفاضلة بين الفرص التي يمكن استغلالها و التي يتم استبعادها؛²
- يسمح التشخيص الاستراتيجي في تحديد الأهداف التي يجب تحقيقها و الموارد المتاحة و ذلك بعد نجاح المؤسسة في دراستها للعوامل البيئية المؤثرة و مدى الاستفادة منها؛
- يدفع التشخيص إلى تأقلم المؤسسة مع عوامل البيئة المتغيرة و يجعلها تنشط بشكل إيجابي ومنه تحقيق دورها في تطور الاقتصاد؛
- يسمح بالتنبؤ بمستقبل المؤسسة انطلاقا من ماضيها ووصف حاضرها هذه الديناميكية للتشخيص تسمح له باتخاذ القرارات الملائمة و في الوقت المناسب.

الفرع الثالث: دور التشخيص الاستراتيجي في تفعيل قرار فتح رأس المال.

باعتبار قرار فتح رأس المال قرار استراتيجي، فإن عملية اتخاذه تتم من خلال عدة خطوات انطلاقا من التشخيص الاستراتيجي لأنشطة المؤسسة و كذا المالي للوقوف على أداء المؤسسة ،والذي يحدد من خلاله الوقت المناسب و كذا الآلية الأفضل وهو ما يسمح بالوقوف على إمكانية نجاح القرار من خلال:

- تقييم الموارد المالية و الداخلية للمؤسسة، أي مدى قدرة الهيكل المالي بوجود أصول و موارد مالية كافية لاستيعاب رأس المال الجديد أم لا؛³

¹Alian Mario ,le diagnostic d'entreprise méthode et precesses ,édition ECONOMICA, paris,France ,1999 p 10-11.

²أحمد القطامين،الإدارة الإستراتيجية مفاهيم و حالات تطبيقية ،دار مجدلاوي للنشر و التوزيع،عمان،2002-2003،ص 73.

³قبة فاطمة ،دروس على الخط في مقياس تشخيص المؤسسة ،جامعة البليدة 2 ص 5

- تحديد نقاط القوة و الضعف في الأنظمة الإدارية و الأنشطة بعد التحليل المعمق للبيئة الداخلية يسمح بمعرفة مدى قدرة المؤسسة إداريا و تنظيميا قبول مستثمرين جدد و إدارة عملية توزيع الأسهم و تطوير الحوكمة.¹
- تحليل البيئة الخارجية يساعد على التنبؤ بالتغيرات في السوق و المنافسة ،وبالتالي تقييم مدى إمكانية نجاح عملية فتح رأس المال في الظرف الحالية سواء عن طريق سوق رأس المال أو الدخول في شراكة مع مستثمر جديد (مناف).
- يسمح التشخيص الاستراتيجي بوضع خطة مستقبلية بناء على نتائج مدروسة و هو ما يجعل القرار لبناء خطة نمو و تطور للمؤسسة و ليس قرار تمويلي آني.
- يمكن التشخيص من تحديد الفجوات بين الاحتياجات التمويلية وكذا التمويل لمعرفة حجم رأس المال اللازم وموعد طرحه لتمويل الأهداف الاستثمارية للمؤسسة.
- تقدير الأثر المحتمل على القيمة السوقية ومؤشرات الأداء المستقبلية.²

المطلب الثاني: تشخيص الأداء المالي للمؤسسة

تعتبر عملية التشخيص المالي كمرجع لمسير المؤسسة في اتخاذ القرارات التصحيحية وذلك بعد الدراسة التحليلية للوضعية المالية للمؤسسة بغية تحديد نقاط القوة وتعزيزها و معرفة نقاط الضعف و تصحيحها أو تقليل أثرها كما تسمح لها باتخاذ القرارات المالية المصيرية سواء في مجال التمويل أو الاستثمار.

الفرع الأول: تعريف التشخيص المالي

يعرف التشخيص المالي على أنه " عملية تحليل للوضع المالي للمؤسسة باستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية بهدف استخراج نقاط القوة ونقاط الضعف ذات الطبيعة المالية"³

التعريف الثاني: " يعد التشخيص المالي أحد أهم المسؤوليات التي يقوم بها المسير المالي داخل الشركة حيث تساهم عملية التشخيص المالي في الخروج بأهم القرارات المالية"⁴

¹ قرية معمر، التشخيص الاستراتيجي كمدخل لاتخاذ القرارات الإستراتيجية ،مرجع سبق ذكره،ص 204.

² زهواني رضا وآخرون، دور الادارة المالية في صنع القرارات المالية ،مجلة العلوم الادارية و المالية،جامعة الشهيد حمه لخضر،الوادي،الجزائر ،المجلد 1،العدد 1،ديسمبر 2017 ص 240.

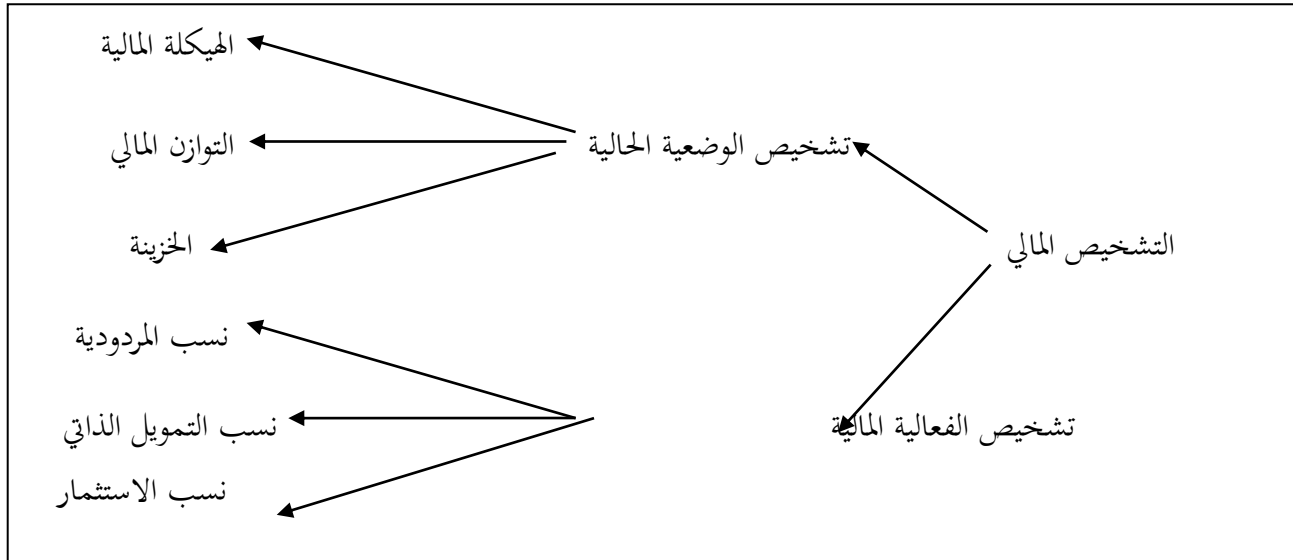
³ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل للنشر و التوزيع عمان الأردن 2006 ص 45
زهرة مختاري، التشخيص المالي ودوره في تقييم الأداء، ماجستير بومرداس 2011 ص 460 .

التعريف الثالث: " التشخيص المالي عبارة عن مجموعة من الدراسات التي يمكن استخلاصها من البيانات والقوائم المالية بهدف جمع المعلومات وتحليلها، وهذا من أجل رسم الأهداف المستقبلية للمؤسسة وفق قواعد علمية سليمة، كما يقوم بفحص السياسات المتبعة من طرف المؤسسة في دورة أو عدة دورات متعددة من نشاطه، وذلك عن طريق الدراسة التفصيلية للبيانات المالية نفهم مدلولاتها ومحاوله تفسير الأسباب التي أدت إلى ظهورها بالكميات و الكيفيات التي هي عليها، مما يساعد على اكتشاف نقاط الضعف والقوة فيا لسياسات المالية التي تعمل في إطارها المؤسسة".

¹ التعريف الرابع: " التشخيص المالي عبارة عن معالجة منظمة للبيانات المتاحة بهدف الحصول على معلومات تستعمل في اتخاذ القرار، و تقييم أداء المؤسسة في الماضي و الحاضر و توقع ما سيكون في المستقبل".²

و منه يمكن تعريف التشخيص المالي على أنه مجال مهم من مجالات الإدارة المالية، باعتباره مجموعة من الوسائل المستعملة للوصول إلى الصورة الحقيقية عن الوضعية المالية للمؤسسة خلال مدة معينة عن طريق تحليل المعطيات المالية للمؤسسة للخروج بنقاط القوة و الضعف و اقتراح البدائل و بالتالي الحكم على الوضعية الحالية و الفعالية المالية و هو ما نوضحه في المخطط التالي:

الشكل رقم (2-4): تحليل الوضعية الحالية و الفعالية المالية للمؤسسة



J C Mathe ,Diagnostic et dynamique de l'entreprise, édition Contables, Paris, 1991, p67

¹ إزمور رقية وكريم نسرین، دور التشخيص المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، ماستر مالية ومحاسبة، جامعة البويرة 2018، ص 15 .

² كلثوم البز، مولود حواس، التشخيص المالي كأداة لتحديد الخيار الاستراتيجية للمؤسسة مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد 3 ص 285

الفرع الثاني: طرق التشخيص المالي

يشتمل التشخيص المالي على ثلاثة طرق و هي: ¹

أ- **التشخيص التطوري:** يقوم التشخيص المالي التطوري على دراسة الوضعية المالية للمؤسسة بناء على تحليل الوضعيات السابقة كما يسمح لها بتقدير الوضعية المستقبلية، حيث يتوقف كل ذلك على امتلاك نظام معلومات مالي و محاسبي فعال ليرسم بذلك المحلل المالي الوضع المستقبلي، يركز التشخيص المالي التطوري على العناصر التالية:

- **تطور النشاط:** من خلال تتبع تغيرات النشاط عبر الزمن بالاعتماد على تغير رقم الأعمال أو القيمة المضافة للحكم على نموه إذا كان يتوافق مع أهداف المؤسسة و معطيات السوق بالتوافق مع مراقبة هيكل التكاليف من طرف المحلل و التي يفترض أن تتناسب طردا مع تطور النشاط.

- **تطور أصول المؤسسة:** تمثل الأصول إجمالي الإمكانات المستخدمة في ممارسة أنشطتها و بالتالي فإن مراقبة تطورها ضرورة لمعرفة النمو الداخلي و الخارجي و كذا استنتاج التوجه الاستراتيجي للمؤسسة تجاه السوق.

- **تطور هيكل دورة الاستغلال:** يمثل هيكل دورة الاستغلال العملاء، الموردون و المخزونات و هي احتياجات سير دورة الاستغلال و التي يتوجب مراقبة نموها و مقارنته مع نمو النشاط لمعرفة مستوى الاحتياجات المالية.

- **تطور الهيكل المالي:** يتضمن الهيكل مصادر تمويل المؤسسة المتمثلة في الأموال الخاصة و مصادر الاستدانة، يتمثل دور المحلل المالي على مراقبة مستويات التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة سواء الذاتي أو استدانة و الحكم على قدرة المؤسسة في تسديد مستحققاتها، مدى استقلاليتها و تأثير الاستدانة على مردوديتها.

- **تطور المردودية:** هي أهم المؤشرات المستخدمة في الحكم على أداء المؤسسة و بالتالي هي مرجع مهم في عملية التشخيص المالي و ذلك عن طريق الحكم على كل من نسب المردودية المختلفة و أثر المديونية عليها (الرافعة المالية).

ب- **التشخيص المقارن:** هو تشخيص يركز على تحليل الوضع المالي للمؤسسة مقارنة بالمؤسسات الرائدة في قطاع النشاط انطلاقا من مجموعة من المؤشرات المالية كمعيار يعتمد المحلل المالي في مراقبة الأداء المالي للشركة بناء على التغيرات الحاصلة في محيط نشاط المؤسسة.

مصطفى طويطي، دور التحلل النوعي في التنبؤ بفشل المؤسسة الاقتصادية، دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سيدي بلعباس 2014 ص

ت- التشخيص المعياري: هو استمرار للتشخيص المقارن لكن الاختلاف يكمن في المقارنة على أساس معدلات معيارية يتم اعتمادها بناء على دراسة شاملة و متواصلة للقطاع من طرف مكاتب دراسات متخصصة.

الفرع الثالث: أدوات التشخيص المالي

أولاً: تحليل الهيكل المالي

من خلال التأكد من تمويل الاحتياجات المالية دون الإخلال بالتوازن المالي للمؤسسة، مرد وديتها و ملاءتها المالية عن طريق الاعتماد على كل من الجانب المالي للتحليل المرتكز على تحليل الذمة المالية و مبدأي السيولة و الاستحقاق و الجانب الوظيفي المبني على الفصل بين النشاطات الرئيسة في التحليل، بهدف اتخاذ قرارات مالية استراتيجية على المدينين الطويل و القصير.

ثانياً: تقييم النشاط والنتائج

يهتم هذا التحليل بكيفية تحقيق المؤسسة للنتائج، والحكم على مدى قدرة النشاط على تحقيق الربحية، وذلك باستخدام الأرصدة الوسيطة للتسيير و هي أرصدة توضح المراحل التي يتشكل من خلالها الربح أو الخسارة، ومن خلالها أيضاً يمكن تحديد الأسباب التي أدت إلى النتيجة المحققة، و مؤشرات التمويل الذاتي، الربحية و الرافعة المالية ومن ثم يمكن تصور الحلول و الإجراءات التي تبقي على الوضع أو تحسينه حسب كل حالة.

ثالثاً: تقييم المردودية

يتمعن طريقها مقارنة النتائج المحققة بالوسائل المستخدمة في تحقيقها¹، وهي تعد أفضل مؤشر لتقييم الأداء بشقيها الاقتصادي و المالي لاتخاذ القرارات المالية سواء التمويل أو الاستثمار، حيث أن المردودية الاقتصادية تعكس دور كل وحدة من الأصل في تحقيق النتيجة العملية في حين أن المردودية المالية تعبر عن مساهمة كل وحدة من الأموال المستثمرة في تحقيق النتيجة الصافية و التي كلما ارتفعت زادت أهمية السهم المتداول كما ينشق من تقييم المردودية تشخيص للمخاطر المالية و التشغيلية.

¹ .زاهر عبد الرحيم عاطف، إدارة العمليات النقدية و المالية، دار وائل للنشر و التوزيع الأردن 2005ص210

رابعا: تحليل التدفقات المالية

عن طريق تحليل جدول تدفقات الخزينة الذي يعتمد على تحليل التوازن المالي و استنتاج أسباب العجز و الفائض في الخزينة و تحديد الدورة المسؤولة عن ذلك كما يحوي هذا التحليل على بعض المؤشرات ذات البعد الاستراتيجي التي لها دور في اتخاذ القرارات الإستراتيجية من طرف المؤسسة.¹

حيث يقدم جدول تدفقات الخزينة مداخل و مخارج الموجودات المالية الحاصلة أثناء السنة المالية حسب مصادرها إلى ثلاث مجموعات:²

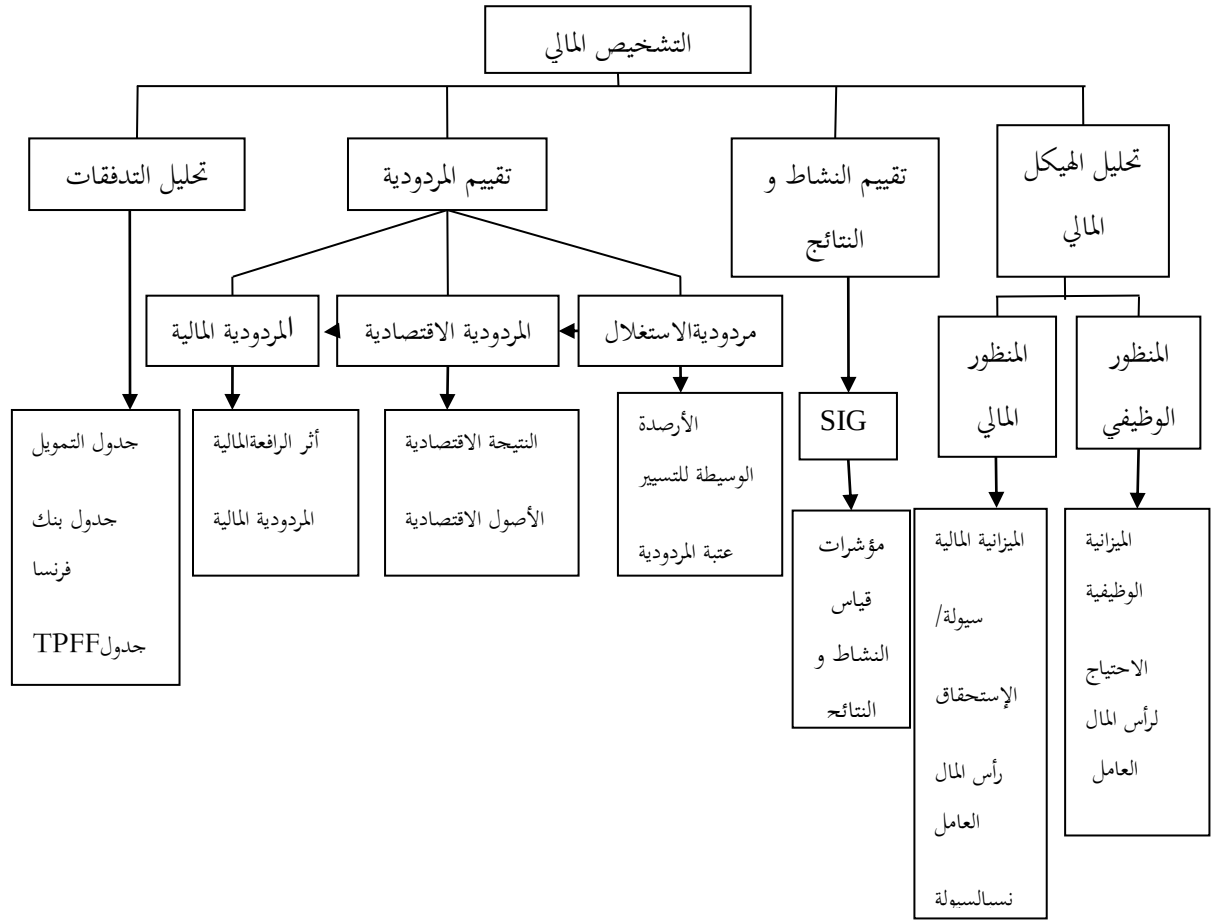
- السيولة التي تولدها أنشطة الاستغلال
- سيولة الخزينة المرتبطة بالاستثمار
- السيولة الناشئة عن أنشطة التمويل.

يعتمد المشخص في عمله على تحديد و معرفة مواطن القوة و الضعف للوضعية المالية للمؤسسة و الخروج بحلول بديلة لضمان استمرار تحسن الوضعية، حيث يتم ذلك باستخدام عدة أدوات متكاملة و التي يمكن إبرازها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم: (2-5) أدوات التشخيص المالي

¹ كلثوم البز، مولود حواس، التشخيص المالي كأداة لتحديد الخيار الاستراتيجي بالمؤسسة مرجع سبق ذكره ص293

² الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 19 الصادر في 28 ربيع الأول 1430 هـ الموافق ل 25 مارس 2009م، قرار مؤرخ في 23 جب 1429ها الموافق ل 26 يوليو 2008، يحدد قواعد لتقييم والحاسبة ومحتوى الكشف المالية و عرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، ص22



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي التسيير دروس و تطبيقات دار وائل للنشر، عمان الأردن، ط 1 2006 ص 25.

الفرع الرابع: دور التشخيص المالي في اتخاذ القرارات المالية

يعتمد التشخيص المالي على دراسة الوضع المالي للمؤسسة و حركة الموارد المالية فيها مما يسمح للإدارة باعتماده كوسيلة لاتخاذ القرارات اللازمة بعد تقييم الوضعية التي تمر بها المؤسسة و تتضمن مجمل القرارات التي تتخذها الإدارة يومياً في الميادين التالية:¹

- 1- استثمار الموارد؛
- 2- ممارسة النشاط الاقتصادي باستخدام الموارد ؛
- 3- تمويل الموارد المالية، وهو ما تقوم به الإدارة من خلال التخطيط لاستخدام الموارد المتاحة لخلق القيمة الاقتصادية لتكون كافية لاسترجاع الموارد المستخدمة و تحقيق مردودية معتبرة، وتعلق القرارات الإدارية المتخذة بالمجالات التالية:

¹ منير شاكر محمد، عبد الناصر، و ر وآخرون، التشخيص المالي مدخل لصناعة القرار، مرجع سبق ذكره ص 28

- أ- اختيار الاستثمارات؛
 - ب- توجيه عمليات النشاط الاقتصادي عن طريق الاستفادة الفعالة من جميع الموارد المستخدمة
 - ث- تمويل النشاط الاقتصادي بطريقة واعية عن طريق الموازنة بين المنافع المتوقعة مع تكاليف المستخدم.
- و لكي تكون نتائج التشخيص المالي فعالة في مساعدة الإدارة في اتخاذ القرارات الصحيحة يجب اعتماد البيانات المهمة و المعبرة في عملية التحليل المالي.
- و كجميع القرارات فإن لاتخاذها تأثير على التدفق النقدي و هو ما يمكن أدوات التشخيص المالي في الربط بين النقد الوارد و الصادر

المطلب الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

المؤسسة باعتبارها كيانا قائما بحد ذاته فهي منظمة يتم تسييرها وفق مبادئ تعمل على تحقيق مصالح جميع الأطراف من مسيرين، ملاك و مقرضين لذلك عمدت تحديد معايير لتقييم الأداء من أجل تحديد مختلف العثرات و إصلاحها انطلاقا من تعديل الأداء عامة و المالي خاصة و الذي يترجم بمختلف العوائد التي تحصلها جميع الأطراف.

لكن بعد تشعب أنشطة المؤسسة و بروز عديد الأزمات ؛انتقل التوجه إلى تبني قواعد لترشيد و عقلنة قرارات المؤسسات لتحسين أدائها من خلال اعتماد مبادئ الحوكمة في تسيير نشاط المؤسسة و إدارة العلاقات بين الأطراف.

الفرع الأول: ماهية الأداء المالي

يعتبر الأداء المالي من أهم أنواع الأداء، حيث يستخدم لقياس أداء المؤسسة ككل فهو يعكس مدى نجاحها أو فشلها نظرا لارتباطه بالجانب المالي، فتحقيق المستوى المطلوب للأداء المالي ينعكس من خلال استمرار المؤسسة و تحقيقها لمركز تنافسي يسمح بنموها، و لفهم الأداء المالي ولالإحاطة بمختلف جوانبه سنتناول من خلال هذا المطلب الجوانب التالية.

أولاً: تعريف الأداء المالي و أهميته

في إطار نشاط المؤسسة التي تعمل على استغلال الفرص باعتماد نقاط القوة يعتبر تقييم الأداء ضرورة ملحة تفرضها الظروف على المؤسسة للوقوف على كل المعوقات باستغلال كل الموارد لذا كان على المؤسسة أن تعتمد عدة معايير لتقييم و تقويم الأداء خاصة المالي الذي يعكس تطور الصحة المالية للمؤسسة، و منه يعتبر الأداء المالي على أنه « تشخيص حالة المؤسسة للحكم على قدرتها في إنشاء القيمة و مجابهة المستقبل باعتماد القوائم المالية بالتوازي مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الاقتصادية و القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة و معدل نمو الأرباح »¹. و حسب sugeevraert فإن الأداء المالي يعني بتحليل و فحص المحاور التالية:

- العوامل المؤثرة في المردودية المالية؛
 - أثر السياسات المالية المتبناة من طرف المسيرين على مردودية الأموال الخاصة؛
 - مدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في إنجاح السياسة المالية و تحقيق فوائض من الأرباح؛
 - مدى تغطية مستوى النشاط للمصاريف العامة.
- و منه يتمثل الأداء المالي في قدرة المؤسسة على الاستغلال الأمثل لمواردها و مصادرها في الاستخدامات ذات الأجل الطويل و ذات الأجل القصير من أجل تشكيل الثروة.²
- و منه يعتبر الأداء المالي مفهوم ضيق لأداء المؤسسات من خلال استخدام المؤشرات المالية للحكم على مدى تحقيق الأهداف، فهو أساس الأنشطة المختلفة للمؤسسة من خلال إتاحة الموارد المالية لاستغلال الفرص الاستثمارية لتحقيق الأهداف المشتركة لمختلف الأطراف.³
- و يعرف الأداء المالي على أنه هو قدرة المسيرين تحقيق أهدافهم المتمثلة في تحقيق نمو في المعدل السنوي للمبيعات، و كذلك بلوغ نسب مالية معينة.⁴

¹AmaudThausron,évaluation des entreprises, techniques de gestion édition economica, paris 2005 p.

²دادن عبدالغاني، كمامسي محمد الأمين الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات و الحكومات 08 و 9 مارس 2005 جامعة ورقلة ص1.

³محمد محمود الخطيب، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى الأردن 2010 ص45.

⁴ Josée piette, la gestion financière des PME trévères et pratiques, presse de l'Université de Québec 1999 ;p263.

ثانيا: أهمية الأداء المالي.

تكمن أهمية الأداء المالي فيما يحققه من أهداف لكل الأطراف:

- 1- أهميته بالنسبة للمستثمرين: يسهل الأداء المالي للمستثمرين
- إمكانية متابعة الظروف المحيطة بالمؤسسة ماليا و اقتصاديا، و كذا متابعة نشاط المؤسسة كما يساعد في تقدير تأثير أدوات الأداء المالي و المتمثلة في ربحية و السيولة على سعر السهم.
- اتخاذ القرارات الملائمة لوضعية المؤسسة من خلال التحليل و مقارنة البيانات المالية و تفسيرها مما يساعد في فهمها.
- تعمل مؤشرات الأداء المالي على اختيار السهم الأفضل باستغلال المعلومات و تحليلها¹.
- 2- أهميته بالنسبة للمؤسسة:
تتمثل أهمية الأداء المالي بالنسبة للمؤسسة في توجيه الأداء و تقويمه من خلال مراقبة نشاط المؤسسة و وضعها و مستويات أدائها بعد تحديد المعايير و تحليل أسبابها و اقتراح حلول بما يتجاوب و أهداف المؤسسة من خلال اتخاذ قرارات صحيحة تسمح باستمرار النشاط و بقاء المؤسسة في المنافسة².
- 3- أهمية الأداء بصفة عامة:
يهدف الأداء المالي إلى تحسين أداء المؤسسة من عدة جوانب من خلال توفير المعلومات لجميع مستخدميها و ليتمكنوا من تحديد نقاط قوة و ضعف أداء المؤسسة، لاتخاذ القرارات الأصح من خلال استغلال

المعلومات التالية³:

- تقييم ربحية و سيولة المؤسسة
- تقييم تطور نشاط المؤسسة و وضعية مديونيتها
- تقييم تطور حجم المؤسسة و توزيعاتها

¹ رونالد روتز، 101 طريقة لتطوير أداء الشركات، دار الفاروق للنشر و التوزيع، مصر الطبعة الأولى، 2002، ص 17

² محمد محمود الخطيب، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات، مرجع سبق ذكره ص 47

³ محمد محمود الخطيب، نفس المرجع ص 48

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في الأداء المالي

تتمثل العوامل المؤثرة في الأداء المؤسسة من الناحية المالية في ¹:

- الهيكل التنظيمي:

يتجلى تأثير الهيكل التنظيمي على الأداء المالي من خلال تحديد الأدوار المتعلقة بكل فرد في المؤسسة بناء على التنظيم العام الذي تتبناه المؤسسة كسبيل أو أسلوب تحديد كل من طرق الاتصال و صلاحيات و كذا مسؤوليات بين جميع الإدارات و كذا الفروع التابعة للمؤسسة و هو ما يجعل من اتخاذ القرار عملية سهلة و فعالة، صحيحة و في الوقت المناسب.

- المناخ التنظيمي:

لا يكفي اعتماد هيكل تنظيمي بل يجب توفير ظروف المحيط الذي يجعل الأداء فعال بتظافر جهود جميع الأطراف بتنمية روح المبادرة لدى العمال بعد فهم استيعاب أهداف المؤسسة و طبيعة نشاطاتها و هذا بتوجيه من الإدارة لتسهيل عملية الحكم على الأداء من الناحيتين المالية و الإدارية بما يعكس مدى احترام معايير الأداء المالي.²

- درجة التقدم التكنولوجي المتوقع في إنتاجية الشركة:

و التي تتلاءم و طبيعة نشاط المؤسسة من خلال الربط بين الموارد و الاستخدامات و اختيار أحسن أسلوب بما يخدم طبيعة نشاطها حيث نجد لتكنولوجيا الإنتاج و الدفعات و كذا جعل الأداء مرن بما يسمح بالملائمة بين الأداء و التقنية في مختلف مراحل نشاط المؤسسة و هو ما يضمن لها الحفاظ على مكانتها في المحيط التنافسي، حيث تعتبر التكنولوجيا من أفضل التحديات التي يجب استغلالها بدقة.

- الحجم:

يلعب حجم المؤسسة دور مهم في التأثير على أدائها المالي حيث أداء المؤسسة الكبيرة رغم أنها تجد صعوبة في التحكم في الأداء إلا أن قدراتها التحليلية تكون أدق من خلال استغلال تحاليل متعددة لمختلف المحللين

¹ محمد محمود الخطيب، نفس المرجع ص 49

محمد محمود الخطيب، نفس المرجع أعلاه ص 49 .

الماليين و هو ما يجعل الحصول على المعلومة بأقل سعر، رغم صعوبة إدارة المؤسسة لكبر حجمها، و كنتيجة للدراسات التي أجريت حول العلاقة بين الحجم و أداء المؤسسة بينت أن العلاقة كانت طردية

الفرع الثالث: أسباب تباين مفاهيم الأداء المالي

جاء هذا الاختلاف في الرؤى لعدم التوصل لمفهوم محدد و دقيق للأداء المالي لعدة اعتبارات أهمها التفسيرات المختلفة التي يقدمها كل طرف بما يخدم مصالحه من جهة و عدم توحيد آراء الباحثين من جهة أخرى.

أولاً: غياب مفهوم موحد للوظيفة المالية

نظراً لتشعب و اتساع مفهوم الوظيفة المالية الذي عرف عدة تطورات بتطور نشاط المؤسسة و أهدافها فهناك من حصر مفهوم الوظيفة المالية في القرارات، الاستراتيجية و الأهداف المالية غير أن هذه المفاهيم تبقى ضيقة و غير شاملة و ملزمة بمفهوم الوظيفة المالية نظراً لوجود عدة متغيرات أخرى و عناصر تحكم في نشاط المؤسسة المالي، و هذا ما أدى لظهور عدة وجهات نظراً باختلاف خلفية الباحثين: حيث نسبت الجماعة النقدية الوظيفة المالية لكل ما هو تدفق نقدي سواء داخل أو خارج المؤسسة، في حين أن وجهة النظر الإستراتيجية تكمن في أن الوظيفة المالية هي من تعمل على تهيئة القرارات التي تحقق أهداف المؤسسة بوسائل فعالة أما وجهة النظر التشغيلية فكانت تعمل على نطاق أوسع من خلال تحليل إمكانية الوظيفة المالية و تحديد إن كانت تتوقف على مواجهة المشاكل المالية أو تعمل على الحصول على الموارد المالية فقط.

لكن نظراً لتطور نشاط المؤسسة الذي لم يعد يعمل على تحقيق الأموال للقيام بالنشاط فقط فقد توسع مفهوم الوظيفة المالية إلى استغلال هذه الأموال بطريقة صحيحة بما يضمن حقوق جميع الأطراف الفاعلة في المؤسسة عن طريق وضع خطة مالية تسمح بإدارة أموال المؤسسة بحذر لمواجهة جميع المشاكل لضمان البقاء بعد تحقيق أرباح معتبرة وهذا ما أقره Johnson.¹

¹ دادن عبد الغاني، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث عدد 4، 2006، ص42

ثانيا: تطور المالية من الكلاسيكية إلى المعاصرة

معلوم أن الوظيفة المالية عرفت عدة تطورات حيث اقتصر مفهومها الكلاسيكي على أنها فرع من فروع الاقتصاد، لكن مع مطلع القرن العشرين تطور دورها إلى توفير الأموال مع تطور النشاط الإنتاجي بظهور الثورة الصناعية.

و نظرا لما مرت به المؤسسات أثناء الأزمة الاقتصادية العالمية سنة 1929 منح الجانب القانوني دور السيطرة في تسيير المؤسسة من خلال الاهتمام بالقواعد المالية و نشر البيانات المالية، و في خضم نهاية الحرب العالمية الثانية و أمام ندرة الأموال اهتمت الإدارة المالية بالجانب التحليلي للقوائم المالية و دراسة الهياكل التمويلية لاستغلالها في التخطيط المالي و الرقابة، و ما فتئت أن تطورت الأساليب للحصول على المعلومات الدقيقة باعتماد بحوث العمليات و الطرق الإحصائية للخروج بقرارات فعالة.

و هذا ما أعطى وزن للمعلومة المالية التي أصبحت هي كذلك سلعة تباع و تشتري من طرف أجهزة متخصصة في المعالجات المالية، هذا إلى غاية تسعينات القرن الماضي.

و أمام ظهور مفهوم العولمة أصبحت الإدارة المالية أشمل من خلال بروز دور الإدارة المالية العالمية.¹

ثالثا: تحول المؤشرات المحاسبية إلى مؤشرات مالية و اقتصادية

لغاية 1985 كانت المؤشرات المعتمدة هي مؤشرات ذات طابع محاسبي و مالي لقياس العوائد و الأرباح و ذلك لغاية 1995 أين انتقل الاهتمام إلى إضافة مؤشرات المردودية لأن المؤشرات المحاسبية غير كافية لتعكس صورة واضحة لإمكانيات المؤسسة و مدى قدرتها في تحقيق نتائج العوائد كما أنها لا تنفع في حالة التضخم، وهو ما دفع باللجوء إلى المؤشرات المحاسبية ذات صلة بالمردودية فيما يتعلق بالأموال الخاصة، الأصول الاقتصادية وتدفقات عوائد الاستثمار.

كما أقرت النظرية المالية بأهمية و مكانة المؤشرات السوقية بالموازاة مع المؤشرات الاقتصادية لقوتها في تفسير الضوابط التي تحكم نشاط المؤسسة.

¹ دادن عبد الغاني، قراءة في الأداء المالي والقيمة، مرجع سابق ص42-43

الفرع الرابع: توجهات تقييم الأداء المالي

يعتبر الأداء المالي من بين المؤشرات التي يتم على أساسها تقييم الأداء الكلي للشركة لأنه يعتبر الأساس الذي على ضوئه يمكن معرفة أن المؤسسة تسير في المسار الصحيح أملا و من أجل أن يكون الأداء المالي للمؤسسة كفى وفعال يجب على المؤسسة أن تقوم بتقييمه، حيث يأخذ تقييم الأداء المالي اتجاهين هما:

أولاً: الأساليب التقليدية لتقييم الأداء المالي

يتم من خلالها قياس الأداء المالي بالرجوع إلى الكشوفات المالية بناء على مؤشرات مالية «التحليل المالي» و التي يتم اتخاذها كمرجع في عملية التقييم لتوفرها على كل من خاصية القدرة على قياس و تحديد نقاط القوة و الضعف و كذلك قدرتها على تفسير التغيرات التاريخية من خلال المقارنة بين النسب في فترات مختلفة، و من يحمل المؤثرات المالية المستخدمة في تقييم الأداء المالي

1- مؤشرات المردودية:

تساعد عملية دراسة نسب المردودية في معرفة قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال نشاطها و من أهم مؤشرات المردودية معدل العائد على الاستثمار الذي يقيس قدرة المؤسسة على استثمار الأصول التي تمتلكها و هو ما يعبر عن ربحية الدينار الواحد المستثمر داخل المؤسسة، و كذلك نسبة هامش صافي الربحية و هو ما يترجم قدرة المؤسسة تحقيق ربح من المبيعات من خلال تحديد مقدار الربح مقابل كل وحدة من صافي المبيعات، أما العائد الذي يعبر عن ربحية الدينار المستثمر من قبل الملاك فهو العائد على الأموال المستثمرة، وهي النسبة التي تهم المستثمرين في المؤسسة عن طريق تعظيم عائد الملاك من خلال ارتفاع قيمة السهم في سوق الأوراق المالية مما يعظم قيمة المؤسسة، و فيما يلي طريقة حساب هذه النسب.

الجدول رقم (2-2) نسب المردودية

النسبة المالية	طريقة قياسها
العائد على حق الملكية	النتيجة الصافية / حق الملكية
العائد على الأصول	النتيجة الصافية / إجمالي الأصول
هامش الربح الصافي	النتيجة الصافية / رقم الأعمال
معدل العائد على مصادر التمويل ط أ	النتيجة الصافية / الموارد الدائمة
القدرة على التسديد	طاقة التمويل الذاتي / المديونية الاجمالية

بتصرف: Patric Atlan, reprendre une entreprise en difficulté ;éditions d'organisation 12^{ème}

tirage, Paris 1997 ,p 17

2- مؤشرات متعلقة بحسابات التسيير:

و هي مؤشرات تعكس النشاط الإجمالي للمؤسسة من خلال تحليل مختلف التطورات في النتائج المحققة من مبيعات معتبرة و قيمة مضافة تعد كمرجع لتقييم و مقارنة نشاط المؤسسة مع مؤسسات منافسة.

الجدول رقم (2-3)نسب متعلقة بحسابات التسيير

النسبة المالية	طريقة قياسها
معدل نمو رقم الأعمال	(رقم الأعمال ن-رقم الأعمال ن-1) / رقم الأعمال ن-1
معدل نمو القيمة المضافة	(القيمة المضافة ن- ق م ن-1) / القيمة المضافة ن-1
هامش الربح الإجمالي	الفائض الإجمالي للاستغلال / رقم الأعمال
معدل القيمة المضافة	القيمة المضافة / رقم الأعمال
معدل نتيجة العمليات	نتيجة العمليات / رقم الأعمال
معدل قدرة التمويل الذاتي إلى الأموال الخاصة	القدرة على التمويل الذاتي / الأموال الخاصة

Source:James R M C Guigan And Others. Contemporaryfinancial management 10 th edition Thomson south Western –Singapore 2006, p 82: بتصرف

3- مؤشرات السيولة:

تعتبر مؤشرات السيولة كمقياس لقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها عند تاريخ الاستحقاق عن طريق التحويل إلى نقد، فإذا توفرت هذه الخاصية لدى المؤسسة يمكن الحكم عليها على أنها مؤسسة قادرة على الاستمرارية في نشاطها على المدى الطويل كونها مؤسسة تستطيع تجنب خطر العسر المالي، و ذلك من قبل كل من الإدارة، المقرضين و حملة الأسهم

(المستثمرين) حيث كلما كانت المؤشرات إيجابية كان لها أثر على قيمة المؤسسة في السوق كونها مؤسسة قادرة على الاستثمار من خلال ارتفاع قيمة الأسهم في السوق.

من أبرز المقاييس التي تعكس قدرة المؤسسة في الوفاء بديونها في التاريخ المناسب نسبة التداول (السيولة العامة) و التي تترجم بعدد المرات التي تغطي فيها الأصول المتداولة الخصوم المتداولة، يتم مقارنتها مع المؤسسات من نفس القطاع، يلخص الجدول التالي أهم نسب السيولة

الجدول رقم (2-4)نسب السيولة

النسبة المالية	طريقة قياسها
نسبة السيولة العامة	الأصول جارية /الخصوم جارية
نسبة السيولة السريعة (المختصرة)	(الأصول الجارية - المخزون)/الخصوم الجارية
نسبة السيولة النقدية (الفورية)	القيم الجاهزة /الخصوم الجارية
نسبة صافي رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول	صافي رأس المال العامل/إجمالي الأصول

بتصرف: Source :Stephan A Ross and others « fundamentals of corporate finance 2nd middle

EastEdition MC Graw Hill education ,unitedkingdom 2015 ,p p 68-70.

4- مؤشرات الرافعة المالية أو إدارة المديونية:

الرفع المالي هو مدى اعتماد المؤسسات في التمويل على المصادر خارجية بناء على حقوق ملكيتها التي تعتبر بمثابة ورقة قوة المؤسسة التي من خلالها تسدد ديونها عند الاستحقاق، و هو ما يولد رغبتين تتمثل في رغبة الملاك الذين يفضلون الاقتراض لزيادة حقوق الملكية في حين أن المقرضين يفضلون إقراض أقل لخفض احتمالية عدم التسديد.

و كما هو معلوم فإن الرفع المالي له مستويات حيث أن الهدف من استعمال الأموال المقترضة لتحقيق عوائد تكون أكبر و هو ما يحدد عندما تكون الأرباح قبل الضرائب و الفوائد أكبر من مستوى التوازن أين تتساوى الأرباح المحققة مع تكاليف الاقتراض (الفوائد) و حين حدوث العكس يكون أثر الاقتراض سالب و منه يجب تجنب الرفع الذي يؤدي إلى تحويل الأرباح إلى خسائر.

و منه نستنتج أن للرفع المالي دور في تحديد قيمة المؤسسة من خلال رفع أو خفض قيمة حقوق الملكية (ربحية السهم الواحد) عن طريق زيادة توزيع الأرباح المحققة بعد حدوث رفع مالي مرغوب (موجب)

ومن أهم مؤشرات الرافعة المالية نسبي الاقتراض و الإقراض إلى حقوق المساهمين، حيث أن النسبة المستخدمة في الدراسة لقياس الرافعة المالية هي نسبة الاقتراض التي تبين مدى استخدام المؤسسة المساهمة للديون في تمويل الاستثمارات، وقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل و الطويلة، وتوضح هذه النسبة إمكانية تغطية إجمالي الالتزامات باستخدام إجمالي الأصول وكلما انخفضت هذه النسبة كان ذلك أفضل من وجهة نظر المستثمرين الخارجيين والمقرضين.¹ حيث يمكن إبراز أهم هذه المؤشرات في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-5) نسب المديونية (أداء هيكل رأس المال)

طريقة قياسها	النسبة المالية
(الديون طويلة الأجل + الديون قصيرة الأجل) / إجمالي الأصول	نسبة قابلية التسديد
الأموال الدائمة / الأصول الثابتة	نسبة التمويل الدائم
الأموال الخاصة / الديون	نسبة الاستقلالية المالية
مجموع الأصول / الأموال الخاصة	نسبة الرافعة المالية
الديون قصيرة الأجل / المديونية الاجمالية	نسبة المديونية قصيرة الأجل
الديون طويلة الأجل / المديونية الاجمالية	نسبة المديونية طويلة الأجل
الديون / الأموال الخاصة	نسبة الهيكل المالي

المصدر: منير شاكر محمد و آخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرار الطبعة الثالثة،

دار وائل للنشر الأردن، 2008، ص 55، بتصرف

5- مؤشرات النشاط:

هي المؤشرات التي تقيس مدى استغلال المؤسسة لمصادرهما المالية المتاحة من خلال سياسة التخزين التوريد لتحقيق الأرباح ، حيث تلعب هذه المؤشرات دورهم في عملية تقييم و تحليل الأداء المالي با يخدم تطور قيمة المؤسسة، فبناء على قيم هذه المؤشرات التي تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم في حالة ارتفاع قيمتها نتيجة زيادة الاستثمار في المؤسسة التي تتميز بتحكم جيد في مواردها و العكس يؤدي بالمؤسسة إلى عزوف المستثمرين الجدد في المساهمة في رأس مالها و من أهم المؤشرات استخداما معدل دوران حقوق الملكية، حيث زيادة هذا المعدل تعني الزيادة في المتاجرة عن الحد الأمثل الذي يتحمل الهيكل الإنتاجي للمؤسسة، أما النقص

¹ مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية-مدخل نظري وتطبيقي-دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، عمان ط2، 2011ص281.

الفصل الثاني : القرارات المالية و محددات فتح رأسمال المؤسسة الاقتصادية

في هذا المعدل فيعني النقص عن الحد الأمثل الذي يعرض المؤسسة الى مخاطر الفشل المالي، و يمكن تحديد الحد الأمثل على أساس المعدل العام للصناعة¹، حيث أن أهم نسب النشاط يمكن توضيحها في الجدول التالي

الجدول رقم (2-6): مؤشرات أداء عناصر الاستغلال

طريقة قياسها	النسبة المالية
المبيعات/مجموع الأصول	معدل دوران الأصول
المبيعات / الموارد الخاصة	معدل دوران الأموال الخاصة
المبيعات/الأصول الثابتة	معدل دوران الأصول الثابتة
الأصول المتداولة/الخصوم المتداولة	معدل إحتياجات رأس المال العامل
مشتريات مواد أولية متوسط/مخزون المواد الأولية	معدل دوران المواد الأولية
تكلفة المنتجات التامة/متوسط مخزون المواد التامة	معدل دوران المنتجات التامة
المخزونات/رقم الأعمال	معدل دوران رقم الأعمال بالنسبة للمخزون

Source:William R Lasher « Financial managementapraticalapproach 5 th edition Thomson-south Western China 2008 ;p93. بتصرف:

ثانيا: الأساليب الحديثة في تقييم الأداء المالي

نظرا لتطور مفهوم النظرية المالية بالموازاة مع تطور أهداف المؤسسة التي تعمل على تكبير الثروة من خلال خلق القيمة و هو ما تطلب مراقبة التطور الحاصل عن طريق تقييم الأداء بما يتلاءم و الأهداف المسطرة و التي تخدم كل الأطراف من خلال تعظيم ثروة الملاك و القيمة السوقية لأسهم الشركة، ومن أهم المؤشرات التي تم اعتمادها نجد كل من:

1- القيمة الاقتصادية المضافة Econimic Value Added EVA

لستار وستيوارتJ-M stern et G-B Stewart جاء هذا المؤشر بعد تطور مؤشر الربح المحاسبي الذي جاء لتقييم أداء المؤسسة من خلال تقويم مساهمة المدراء في خلق قيمة للمؤسسة بما يخدم المساهمين

¹مصطفى العثماني، نظم المعلومات المحاسبي ودوره في تفعيل الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة مجمع صيدال2010-2014، دكتوراه في علوم التسيير جامعة الجزائر3، 2015ص90.

والمستثمرين و ذلك لقصور البيانات المحاسبية في عكس الأداء الحقيقي للمؤسسة (1999, Bhattacharyya¹ et Pani ;1991 Stewart).

بعدها برز المفهوم الأدق الذي عمل على ترجمة مدى قدرة المؤسسة على خلق ثروة بتحقيق أرباح أعلى من تكلفة رأس المال، و هو مفهوم الربح المتبقي الذي جاء به كل من Stewart و شركاؤه في الثمانينات. من خلال المكتب الاستشاري الأمريكي و هو شركة أمريكية قامت بتسويق (EVA) للأداء الداخلي و الخارجي لنظام الإدارة المالية و نظم التعويضات و الحوافز للمدراء و كذلك القيمة السوقية المضافة (MVA).

و مع بروز هذا المفهوم الجديد تعددت التعاريف: حيث عرفت أنها تتركز على تعظيم الثروة من خلال تحقيق عوائد أكبر من كلفة الدين و الملكية، حيث أن هذا المؤشر مرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مر الوقت، مما يساعد المدراء في اتخاذ القرارات التي تحسن محيط العمل في المؤسسة بما يخدم جميع الأطراف.

و لقد عرف Stewart و Stern مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة « أنها مقياس للإنجاز المالي من خلال تقدير الربح الحقيقي الذي يرتبط بتعظيم ثروة المساهمين، و هي الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال »

- تعرف EVA على أنها المبالغ المتحصل عليها في شكل التدفقات النقدية المخصومة (DCF) أو صافي القيمة الحالية و هو ما يتوافق و أهداف المؤسسة المبنية على تعظيم ثروة المساهمين و قيمة المؤسسة بتحقيق أرباح أكبر من تكلفة رأس المال.² طريقة حسابها: تم تحديد القيمة الاقتصادية المضافة من طرف Stern و Stewart من خلال العلاقة التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة = النتيجة التشغيلية بعد الضرائب - (المتوسط المرجع لتكلفة رأس المال x رأس المال المستثمر)

$$EVA = NOPAT - (WACC \times COPTALINVESTED)$$

¹ حسنية صيفي، نوال بن عمارة، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، مجلة الباحث العدد 15 سنة 2015 ص 181
حسنية صيفي، نوال بن عمارة نفس المرجع السابق ص 181².

EVA = صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة - (تكلفة رأس المال * رأس المال المستثمر)

وما يقابل هذه النسب المستعملة وذات الطبيعة الانجلوسكسونية حسب ما هو متعارف عليه:

- **NOPAT**: صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة
يقابلها: نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على الأرباح (قبل احتساب المصاريف المالية)
- **WACC**: معدل تكلفة رأس المال يقابلها التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال تحسب انطلاقاً من الهيكل المالي)
- **EVA**: (معدل العائد على رأس المال المستثمر - معدل تكلفة رأس المال) + رأس المال المستثمر.

$$EVA = RE - (K \times CI)$$

حيث:

EVA: هي القيمة الاقتصادية المضافة **RE**: نتيجة الاستغلال قبل الضرائب

K: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال **CI**: الأموال الخاصة + الديون

إذن عندما تكون EVA موجبة معناه أن العائد على رأس المال المستثمر أكبر من تكلفة رأس المال و هو ما يعكس القدرة على خلق ثروة في حين أن EVA السالبة تدل على ضياع فرصة أمام المساهمين في تحقيق عائد متوقع، فهي تعكس النمو الحقيقي للربح على المدى الطويل تكمن أهمية هذا المؤشر الذي كان ثورته في تقييم الأداء المالي الداخلي و الخارجي فيما يلعبه من دور في:¹

- يفسر التحسن المستمر في ثروة المساهمين.
- معيار للحوافز و التعويضات لمدرء المؤسسات.
- معيار لتقدير النمو الحقيقي لأرباح المؤسسات.
- مؤشر لتعظيم سعر السهم في السوق.
- تغطي عيوب المبادئ المحاسبية.
- توحد الاهتمامات و الأهداف بين المدرء و حملة الأسهم (الحد من مشكلة الوكالة).

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، عمان 2004، ص 253.

- معيار للمفاضلة بين المشاريع كأداة لعملية اتخاذ القرارات المالية.

2- القيمة السوقية المضافة Market Value Added MVA

تعريفها: يعتبر كذلك مؤشر مهم طورته شركة Stewart Stern عرفت على أنها: "المقياس التراكمي لعوائد رأس المال المساهم به "

عرفت MVA من طرف الباحثين على أنها الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة و رأس المال المستثمر من قبل المالكين و المقرضين و هي بذلك تخدم كذلك ثروة المساهمين بتعظيم قيمة الأسهم.

يعتمد هذا المقياس لمقارنة أداء الشركات في قطاعات اقتصادية مختلفة.

حيث أن القيمة السوقية تتخذ عدة طرق في الحساب، حسب رؤية الباحثين.
طريقة حسابها:

حيث القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية لحقوق الملكية - رأس المال المستثمر
كما يمكن أن تحسب بالعلاقة التالية:

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية لأسهم الشركة - القيمة الدفترية لحقوق الملكية
حيث القيمة السوقية لحقوق الملكية هي حقوق الملكية التي وفرها المستثمرون.

MVA هي الفرق بين القيمة السوقية للأموال المستثمرة و القيمة المحاسبية لها يتم حسابها كما يلي:

$$MVA = \sum_{t=0}^n \left(\frac{PE_t}{(1 + CMPC)^t} \right)$$

حيث:

PE: الربح الاقتصادي للسنة

CMPC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

العوامل المؤثرة في القيمة السوقية المضافة: تتأثر القيمة السوقية المضافة (MVA) بالعوامل

التالية: ¹

¹ مصطفى العثماني: مرجع سابق ذكره ص 93 .

- معدلات النمو في الإيرادات توصفيا بالربح التشغيلي ورأس المال المستثمر ولكي تكون القيمة السوقية المضافة موجبة لا بد من أن تكون معدلات النمو هذه تفوق كلفة رأس المال المستثمر.
- إنتاجية الدينار المستثمر، وكلما زادت هذه الإنتاجية في ظل ثبات رأس المال المستثمر أو انخفاضه كلما زادت القيمة السوقية المضافة لا سيما في ظل انخفاض أو ثبات كلفة رأس المال.
- الحد الأدنى من هامش الربح المطلوب لخلق ثروة إضافية للمساهمين، أي أنه كلما قل الحد الأدنى لهامش الربح اللازم لتحقيق زيادة في قيمة حقوق الملكية كلما زادت القيمة السوقية المضافة.

المبحث الثالث: دور تقييم المؤسسات لفتح رأس مال المؤسسة في إطار تبني مقومات حوكمة الأداء

باعتبار قرار فتح رأس المال قرار مالي استراتيجي تتخذه المؤسسة، فإن تنفيذه يتطلب تقييم المؤسسة لتحديد سعرها على أساس دراسة أولية لتقييم أصولها من جهة، و أساس لتحديد سعر الاكتتاب في حالة دخول البورصة من جهة أخرى.

وأمام دراسة الحالة المتوفرة لدينا، ارتأينا من خلال هذا المبحث تناول موضوع تقييم المؤسسات كخطوة مهمة، و أمام التطور الذب عرفه النشاط الاقتصادي أصبحت المؤسسة تهدف إلى رفع القيمة من خلال رفع قيمة أسهمها في السوق المالي، ما ألزم بوجود مجلس إدارة منظم و كفؤ في تسيير الأموال المستثمرة، للحفاظ على حقوق المساهمين، و الذي يعتمد في تحقيق دوره على تبني نظام الشفافية و النزاهة في توفر المعلومة في الوقت المناسب و لمختلف الأطراف ما يبنى أساس لنظام حوكمة يعمل بدوره على تفعيل و تحسين الأداء في المؤسسة.

المطلب الأول: مساهمة الحوكمة في تحسين الأداء المالي

إثر انخيار أكبر الشركات العالمية بدأ التوجه نحو الإقرار بضرورة إعداد قواعد و معايير تدفع بهذه المؤسسات للريادة و ترشيد قراراتها بما يحسن من أدائها المادي و المالي، عرفت هذه القواعد بحوكمة الشركات و عليه قد خصص هذا المطلب لتوضيح مساهمة هذه المبادئ في رفع و تحسين الأداء المالي للمؤسسة.

الفرع الأول: الأسس النظرية لحوكمة الشركات

أولاً: مفهوم حوكمة الشركات

عندما تم تعريف المصطلح Governance Corporate شمل عدة معاني: كحوكمة الشركات، الحاكمة المؤسسية، الحكم الراشد، و قد تم استقرار المصطلح من طرف مجمع اللغة العربية على مصطلح

حوكمة المؤسسات و معناه الحكم أو التحكم أي السيطرة على الأمور بوضع ضوابط و قيود تحكم العلاقات داخل المؤسسة.¹

أما اصطلاحا فقد عرفت الحوكمة اهتمام كبير من عدة أطراف فقد عرفتها مؤسسة التمويل الدولية IFC أنها « النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات و التحكم في أعمالها »

في حين عرفها صندوق النقد الدولي « الإدارة الرشيدة للمؤسسات أو الاقتصاد بصورة عامة عبر حزمة من القوانين و القواعد التي تؤدي إلى الشفافية » و عرفت منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية OECD « مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة و مجلس الإدارة و حملة الأسهم و غيرهم من المساهمين » و منه نلاحظ أنه ليس هناك تعريف موحد لهذا المفهوم نظرا لتعدد الأطراف من ملاك، مساهمين و مستثمرين بما يخدم الإقتصاد ككل.

و منه فإن الأهداف المحققة في المؤسسة عن طريق الحوكمة قد تمثلت في:

ثانيا: أهداف حوكمة المؤسسات.

- بلوغ الأداء المالي الجيد من خلال محاسبة الإدارة أمام المساهمين؛
- رقابة الجيدة و الفعالة لأداء المؤسسة بهدف تحسين قدراتها؛
- محاربة التصرفات سواء مادية، إدارية أو أخلاقية غير محترمة؛
- حماية حقوق المساهمين في المؤسسة بعد توفير كل من قواعد و هياكل مساءلة الإدارة أمام الجمعية العامة؛
- تعميق الثقة في الأسواق المالية بتوفير نمو و ترقية الاستثمارات؛
- تنمية المدخرات و تعظيم الربحية و إيجاد فرص عمل جديدة؛
- تحقيق كفاءة المؤسسة من خلال مساهمة متخذي القرار في إعداد إستراتيجية متطورة و فعالة لتحقيق ذلك؛
- تحسين أداء المؤسسات و ضمان حصولها على الأموال بتكلفة معقولة.

¹ يجاوي إلهام بوحديد ليلي، الحوكمة ودورها في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية مجلة أداء المؤسسات الجزائرية العدد 052014، ص 03.

الفرع الثاني: مبادئ حوكمة الشركات.

و التي تم إصدارها من طرف منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية OECD تمثلت في:

- توفير و ضمان الإطار الفعال لحوكمة الشركات؛
- حماية حقوق حملة الأسهم ؛
- المعاملة المتكافئة لحملة الأسهم؛
- دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات ؛
- الإفصاح و الشفافية ؛
- مسؤوليات مجلس الإدارة .

يجب أن توفر الحوكمة الخطوط العريضة لممارسة نشاط إدارة المؤسسة التي تعتمد في نشاطها على رعاية مصلحة المساهمين و معاملتهم معاملة عادلة و متساوية، و ممارسة المهام التالية: متابعة تحقيق ممارسات الحوكمة و اعتماد الشفافية في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.

الفرع الثالث : مساهمة مبادئ حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي

أولاً: دور مجلس الإدارة في تحسين الأداء المالي:

نظرا للدور الذي يلعبه مجلس الإدارة في التأثير على الأداء المالي بناء على القرارات التي يتخذها و لكن بتوفر خصائص ضرورية فيه يؤكد نظام الحكومة و التي تتعلق بالضرورة بحجمه، مهامه أو تركيبته.

1- حجم و مهام مجلس الإدارة:

يتم الحكم على كفاءة مجلس الإدارة بناء لحجمه، و هو ما يختلف فيه حيث هناك من يفضل المجالس صغيرة الحجم لإسهامه في تحسين الأداء من خلال التنسيق بين أعضائه كون أن المجالس الكبيرة تكون أرضية لنمو النزاعات حول المصالح ما يصعب عملية اتخاذ القرارات ما ينعكس سلبا على الأداء بما فيه المالي، على عكس الرأي الأول فإن من يشجع المجالس الكبيرة لأنها تتيح الفرصة للمجلس القيام بمهامه و مسؤولياته بفعالية توفر الخبرات و المهارات اللازمة لتحسين الأداء.¹

¹ محمد الصالح فروم، أثر تطبيق حوكمة المؤسسات على أدائها المالي، مجلة العلوم الإدارية و المالية، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، الجزائر، المجلد 01، العدد 01 ديسمبر 2017 ص 138

2- تركيبة مجلس الإدارة:

لتحقيق دور فعال للمجلس يجب اعتماد التوازن في تشكيلة عن طريق تعيين عدد من الأعضاء المستقلين لضمان الحكم الموضوعي على شؤون المؤسسة، ففي حالة سيطرة المديرين التنفيذيين على الأغلبية في مجلس الإدارة فإنه يسمح لهم باستغلال السيطرة لتعظم مصالحهم الخاصة على حساب مصالح المساهمين و أصحاب المصالح الأخرى¹.

و في نفس السياق يمكن القول أن وجود مجلس إدارة مستقل فهو يضمن التزام المؤسسة أكثر بحماية حقوق المساهمين و يعمل بالتالي على زيادة صافي الإرباح و تعظيم قيمة المؤسسة في الأجل الطويل. فضلاً على أن الدمج بين دور المدير العام و رئيس مجلس الإدارة سيجعل المؤسسة تحت إدارة شخص واحد ما يسمح له بالسيطرة على المعلومات المتعلقة بنشاط المؤسسة و يقدمها إلى مستخدميها بالطريقة التي تناسب، ما يضعف الدور الرقابي للمجلس مما ينعكس سلباً على أداء المؤسسة، و هذا ما برهنته دراسة (Rechner et Dalton 20) أين إعتبرت أن المؤسسة التي تفصل بين الوظيفتين تتمتع بأداء مالي يفوق الأداء المالي للمؤسسات التي تجمع بينهما و ذلك انطلاقاً من مجموعة من المؤشرات هي العائد على الاستثمار، العائد على حق الملكية هامش الربح الصافي.²

3- دور لجان مجلس الإدارة:

إن ما جاء في تقرير Cadbury سنة 1992 تحت عنوان « الجوانب المالية للإجراءات الحاكمة للشركات » أقر بأهمية تعيين لجان مجالس الإدارة كلجنة التدقيق، لجنة التعيينات و لجنة المكافآت تتألف من أعضاء مستقلين من خارج المؤسسة، و تعد لجنة التدقيق، النقطة المركزية في تطوير التقارير المالية بممارسة نشاط الرقابة على أداء المؤسسة و الذي ينعكس إيجاباً على الأداء المالي.³

¹مطر محمد، نور عبد الناصر، مدي إلتزام شركات المساهمة العامة الأردنية بمبادئ الحوكمة المؤسسية، دراسة تحليلية مقارنة بين القطاعين المصرفي و الصناعي، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، الأردن، المجلد3، العدد1، 2007، ص53.

²Rechner and Dalton. CEO Duality and organizational performance in construction, journal management in engineering N°22 ,2006, p 25-26

³عوض بن سلامة الرحيلي، لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات حالة السعودية، مجلة الاقتصاد و الإدارة، جامعة الملك عبد العزيز السعودية، المجلد22، العدد12008، ص196.

كما تعتبر المكافآت حافز للمدراء للعمل لصالح المساهمين إذ أن امتلاك الإدارة جزء من رأس المال سيحفزها على تعظيم ربحية المؤسسة مما يسمح لها بالحصول على عائد في شكل أرباح موزعة و هو ما يحسن صورة المؤسسة عند المتعاملين في سوق الأوراق المالية ما يرفع من أسعار أسهمها.¹

ثانيا: دور الإفصاح و الشفافية في تحسين الأداء المالي

يعمل كل من الإفصاح و الشفافية على تعزيز الثقة بين المستثمرين المحتملين و المؤسسة كون أهم أموالهم تستخدم بعقلانية من طرف مؤسسة مسيره بمجلس إدارة مسؤول.

من جهة أخرى فإن إهمال الإفصاح و الشفافية قد تساهم حسب عديد المحللين في الضعف المالي للمؤسسات و اختلال هياكل التمويل على كل من المستوى الجزئي و الكلي ما يدل على ارتباط وثيق بين الإفصاح و الشفافية و عمليات التمويل.

كما أن نظم الإفصاح القوية تساعد على جذب رؤوس الأموال و الحفاظ على الثقة بين أسواق رأس المال، حيث أن المساهمين المحتملين يطلبون الحصول على المعلومات المتضمنة بدرجة كبيرة المصادقية و القابلية للمقارنة مع المعلومات المماثلة، و بدرجة كافية من الوضوح للحكم على مدى كفاءة الإدارة ما يسمح لهم باتخاذ القرارات الرشيدة و المبنية على معلومات شاملة و كافية حيث في حالة عدم تحقق ذلك فإنه يعيق الأسواق عن عملها، كما يدفع من تكلفة رأس المال و عن سوء تخصيص مواردها المختلفة و هو ما يؤثر على أدائها.²

ثالثا: مساهمة دور أصحاب المصالح في تحسين الأداء المالي

يعتبر توطيد العلاقة بين المؤسسة و أصحاب المصالح مكسب هام لها قد يفوق أهمية الموارد المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة، فهو مصدر لتحسين سمعة المؤسسة و علامتها التجارية، كما يمكن اعتمادها كمؤشر لقدرة المؤسسة في بلوغ مواردها المالية الضرورية.³

¹ محمد مؤيد الفضل، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية و قيمة الشركة: دراسة حالة الأردن، مجلة آفاق إقتصادية، مركز البحوث و التوثيق، الإمارات العربية المتحدة، المجلد 20، العدد 112، 2007 ص 28.

² محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات و معالجة الفساد المالي و الإداري، دراسة مقارنة، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر الطبعة الأولى 2006 ص 59.

³ سعد العتري محاولة جادة لتأطير نظرية أصحابا لمصالح في دراسات إدارة الأعمال، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية، العراق المجلد 13، العدد 48، 2007 ص 3.

أضافة أن أصحاب المصالح يقدمون للمؤسسة مصادر ملموسة و غير ملموسة ضرورية لنجاحها في عملها، فهم يتأثرون كما يملكون القدرة للتأثير عليها كما أن المحافظة على ثقة المستثمرين و الزبائن بالمؤسسة أمر مهم للغاية، ففي حال إفلاس أي مؤسسة فإن جميع الأطراف تتأثر من موظفين مستثمرين و كذلك حتى الموردين و الزبائن المتعاملين معها.

المطلب الثاني : انعكاسات تبني حوكمة الشركات على عملية فتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية

انطلاقاً من النقاط التي ذكرناها سابقاً انطلاقاً من تأثير ممارسات الحوكمة على الأداء المالي يتضح التأثير العملي لتبني الحوكمة في المؤسسة التي تعمل على فتح رأس المال سواء عن طريق الشراكة أين تسمح الحوكمة بتحقيق معدلات نمو أعلى بنسبة 34% مقارنة بغيرها من الشركات، وهذا وفقاً لتقارير البنك الدولي الحديثة¹، من جهة كما نعمل على الزيادة في الاستثمارات الأجنبية المباشرة و بالتالي ارتفاع معدلات الشراكة بما ساهم في نقل التكنولوجيا و تحقيق مداخل إضافية للاقتصاد الوطني.

كما تسمح الحوكمة على تعزيز الشفافية من خلال ضمان تدفق المعلومات بين الأطراف ما يضمن استدامة الشراكة و نجاعتها هذا ما سمح بإقرار ضرورة وجود "لجنة حوكمة مشتركة" في عمليات الشراكة الحديثة، تعمل على مراجع القرارات بصفة فصلية.

إدارة المخاطر المشتركة من خلال تطبيق مبدأ المساءلة متعددة المستويات، بتوزيع المسؤوليات كل حسب تخصصه، مع وجود آليات تقييم متبادلة².

مما لا يخفى أن المؤسسات المتبنية للحوكمة و التي تعمل على فتح رأس مالها تجد سهولة و سلاسة في الاكتتاب في سوق البورصة من خلال سهولة جذب الاستثمارات بعد كسب ثقة المستثمرين، هذا ما أشارت إليه الدراسات إلى أن المؤسسات التي تطبق معايير الحوكمة تجذب استثمارات أكثر بنسبة 30%.

إدارة تضارب المصالح من خلال تبني سياسات محددة مسبقاً لتوزيع الأسهم الجديدة للمساهمين الحاليين أو المحتملين .

تاريخ الإطلاع : أوت 2024. | [الحوكمة-مفهومها-](http://spskills.com/rticles/-الحوكمة-مفهومها-)

²<http://www.unodc.org/e4i/ar/anti-corruption/module-2/key-issues/what-is-good-governance.html>

كما أن فتح رأس المال يعتبر أساس لتحسن أنظمة الحوكمة ،و ذلك بعد زيادة أصحاب المصلحة ما يتطلب تعزيز آليات الرقابة لمراعاة مصالح الأطراف الجديدة .

كما يعمل المستثمرين الجدد على المطالبة على الإفصاح على الأداء المالي و استراتيجيات إدارة المخاطر .

في حين أن تعدد المساهمين يلزم المؤسسة بإجراء مراجعة دورية لهيكل الحوكمة وتحسين الممارسات .

يمكن للاكتتاب العام أن يساهم في حوكمة المؤسسات الاقتصادية بوضع نظام للمكافآت والحوافز في إطار قواعد الإفصاح المالي والمساءلة بين أصحاب المصالح.

يمكن للاكتتاب العام أن يساهم في زيادة الثقة بين أصحاب المصالح في إطار شفافية التعاملات المالية التي تفرضها أسواق الأوراق المالي.¹

المطلب الثالث :مقومات تقييم المؤسسة في إطار فتح رأسمالها

يعد موضوع تقييم المؤسسات خطوة أساسية و مهمة في عملية تمويل ملكية المؤسسة، فعند اعتماد قرار فتح رأس المال تلجأ المؤسسة للتقييم كمرحلة ضرورية تبدأ بتشخيص الوضع و اختيار طرق التقييم .

ما لا يخفى أنه توجد عدة طرق للتقييم بعضها على الإمكانات المادية و المعنوية، كما تتميز بعدم إمكانية تحديد القيمة الدقيقة للمؤسسة ،هذا ما يسمح بتنوعها من طرق و مقاربات كلاسيكية تتمثل في مقاربات الذمة المالية و مقارنة التدفقات النقدية،و أخرى حديثة تعتمد على منظور خلق القيمة ونموذج الخيارات .

الفرع الأول: مفهوم تقييم المؤسسات

أولاً: تعريف قيمة المؤسسة : تتمثل قيمة المؤسسة في ذلك المبلغ النقدي العادل الذي يخلص إليه خبير مختص ،حيث يعكس القيمة العادلة لحاصل جمع قيم أصولها المادية الملموسة و قيم أصولها المعنوية غير الملموسة وذلك في ظل استمرارية النشاط² ، أين تملك المؤسسة عدة قيم انطلاقاً من مختلف المفاهيم،نوجزها فيما يلي:³

¹ بلعشي عبد المالك ،أثر الاكتتاب العام كآلية لفتح رأس المال على حوكمة المؤسسات الاقتصادية،شركة بيوفرم أنغودجا،مجلة دراسات في الاقتصاد و إدارة الأعمال،المجلد 7 ،العدد 2،ديسمبر 2024 ص 344.

² هوارى سويسى،تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر،دكتوراه علوم جامعة الجزائر ،2008،ص 37.

³ راجحي رانية كوثر،بومزايد ابراهيم،مقاربات تقييم المؤسسات الاقتصادية،مجلة الباحث الاقتصادي،المجلد 6،العدد 10،ديسمبر 2018،ص ص

القيمة السوقية العادلة : هو المبلغ التقدي أو ما يقابله و الذي يتم به التنازل عن الأصل من بائع راضي إلى مشتري راضي ، أين يملك كل منهما معلومات كافية وذات علاقة بالأصل ودون أي نوع من الإكراه .

القيمة الاستثمارية: هي القيمة الحينة للعوائد المستقبلية لأصل ما بالنسبة للمشتري الحالي .

القيمة الدفترية: بالنسبة لقيمة المؤسسة فهي تمثل مجموع القيم الدفترية لكل الأصول ناقص القيمة الدفترية للخصوم ، في حين تمثل التكلفة التاريخية ناقص الإهلاك المتراكم لكل أصل

قيمة شهرة المحل: هي قيمة لأصول غير مادية غير قابلة للوزن أو لقياس بدقة ، أين تجذب المستثمرين .

قيمة التصفية: هي صافي المبالغ المحصلة عند التنازل عن الأصول ناقص منها جميع الالتزامات .

قيمة الإحلال: هي تكلفة امتلاك أصل جديد بمنفعة مساوية للقديم ، أين تقدر قيمة الإحلال بعد الأخذ بعين الاعتبار الكيفية المتبعة للحصول على أصل أحدث وتكنولوجيا متطورة .

القيمة المتبقية: المبلغ المتحصل عليه بعد التنازل عن أصل عديم الفائدة بالنسبة للمؤسسة .

مفهوم تقييم المؤسسات: هو عملية تشخيص لقيمة المؤسسة و التي تنعكس في معرفة قيمة ربحية السهم و الوقوف على أداء المؤسسة بالنسبة للمساهمين ، كما يسمح بتوجيه المستثمرين الراغبين في الخروج من المؤسسة في حالة تضارب المصالح أو رفع أو خفض رأس المال، كما تساعد المؤسسة التي ترغب في الاندماج اتخاذ القرار من عدمه .

إذ يعرف تقييم المؤسسات بأنه "عملية تحليلية من طرف شخص متخصص بهدف تحديد قيمة معينة للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة، بغض النظر عن القيمة التي يمكن إتباعها لتقدير تلك القيمة.¹

ثانيا: أغراض تقييم المؤسسة

انطلاقا من مفهوم أن عملية التقييم هي عبارة عن وسيلة تستخدم لغرض الوقوف على قيمة المؤسسة لأغراض مختلفة تتمثل في:²

- الحيازة أو البيع الكلي للمؤسسة؛
- التنازل عن شهرة المحل؛
- إعادة هيكلة المؤسسة لتخفيض التكاليف و زيادة الأرباح؛

¹ بن سعد وسيلة ،تقييم المؤسسة ودوره في تحقيق ميزة تنافسية ، 2016، ص 56

² كشرود بشير،إنجاح خصوصية مؤسسة عمومية لصالح عمالها،دراسة انتقادية مع وضع نموذج تصحيحي ،دكتوراه علوم في علوم التسيير،جامعة الجزائر ،2008،ص 151.

- فتح رأسمالها أو جزء منه للاكتتاب العام في البورصة؛
- اتخاذ قرار شراء وبيع الأسهم والسندات للمستثمرين الماليين، في إطار تسيير المحافظ الاستثمارية؛
- تصفية المؤسسة في حالة الإفلاس لدفع مستحقات الأطراف الدائنة؛
- الاندماج أو بيع جزء من أصول و إقامة الشراكة بين المؤسسات ؛
- لتحديد سعر إصدار الأسهم في حالة رفع رأس المال.

ثالثا: معايير تقييم المؤسسات

ترتكز عملية تقييم المؤسسة الاقتصادية على معيارين أساسيين و هما:¹

1- صافي قيمة رأس المال المستثمر: هو الفارق بين الأصول الاقتصادية للمؤسسة و ما عليها من التزامات تجاه الغير، أي أنه يمثل صافي القيم المالية المملوكة للمؤسسة بعد الوفاء بكل ما عليها من التزامات ما عدى الملاك.

2- قيمة صافي الأرباح المحققة: يتم تحديده انطلاقا من الحسابات الختامية، الذي يسمح بمعرفة اتجاه تطور عناصر الإيرادات و النفقات المختلفة للوصول إلى صافي الأرباح المتوقع تحقيقها على مدى السنوات القادمة.

الفرع الثاني: مقاربات و طرق تقييم المؤسسات

تعددت مقاربات و وجهات نظر الخبراء في مجال تقييم المؤسسات و التي تعتمد في عملية التقييم أو حساب النتيجة، ونظرا لتنوع الأساليب قد يكون الأسلوب المتبع في تقدير القيمة في إحدى الحالات غير مناسب في حالة أخرى، عموما تصنف أساليب التقييم عادة إلى ثلاث فئات رئيسية.

أولا: مقارنة الذمة المالية (تقييم الأصول)

ترتكز هذه المقاربة على ممتلكات المؤسسة، بحيث تعتمد على ماضي و حاضر المؤسسة، توجد وفق هذه المقاربة الطرق الموالية:

1- مبدأ الأصل المحاسبي الصافي

¹ بوخيدوني وهيبه، أساليب و طرق تقييم المؤسسات الاقتصادية العمومية الجزائرية و حدود تطبيقها في ظل سياسة الخصوصية، مجلة الأبحاث الاقتصادية، جامعة سعد دحلب البلدية، العدد 05، ص 25.

تحدّد قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة اعتمادا على المعلومات المستخرجة من الميزانية أين تعطي قيمة محاسبية

$$\text{قيمة المؤسسة} = (\text{مجموع الأصول} - \text{مصاريف التأسيس}) - \text{مجموع الديون (الخصوم المستحقة)}$$

صافية مبسطة للمؤسسة وفق العلاقة التالية:¹

2- مبدأ الأصل المعاد تقيّمه

تعتبر هذه الطريقة امتداد للسابقة، إلا أنّها تسجل عناصر الميزانية تبعا لمبدأ الكلفة التاريخية، ما ينعكس على حقيقة العناصر التي تدوم طويلا في الميزانية، منها الاستثمارات و ديون طويلة الأجل ما يجعلها أقل تعبير عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة نتيجة تدني قيمة النقود و كذا نماذج الإهلاك المصنفة و كذا الارتفاع المستمر في بعض العناصر، لذلك يجب إعادة تصحيح عناصر الميزانية لتصبح العلاقة كالآتي:

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

3- القيمة الجوهرية:

هي القيمة التي تكون الذمة المالية للمؤسسة، أي تمثل مجموع الأصول المادية للمؤسسة و المستعملة من أجل تحقيق أهداف المؤسسة بدون الأخذ بعين الاعتبار طرق و كفاءات تمويل هذه الأصول، إذ تحسب القيمة الجوهرية للمؤسسة وفق العلاقة التالية:²

$$\text{القيمة الجوهرية} = \text{الأصول الإجمالية المصححة} + \text{مصاريف الاستثمار الضرورية للاستغلال المستأجرة} + \text{مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة و تجديد و الحفاظ على المعدات} - \text{العناصر خارج الاستغلال}$$

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال :

اعتمد هذا المفهوم من قبل (G Calba و A Barnary) كبديل بعد الانتقادات الموجهة لطريقة القيمة الجوهرية، خاصة ما يتعلق بمشكل تمويل العناصر الضرورية للاستغلال، إذ تنطلق من مفهوم التوازن المالي للمؤسسة، تحسب كالآتي:³

$$\text{الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال} = \text{القيم الثابتة للاستغلال} + \text{الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال}$$

¹ جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الطبعة الأولى، دار الهدى لنشر و التوزيع، 2011، ص 176

² بن الدين عبد الرحمان، أهمية التحليل المالي عن طريق تقييم المؤسسات في إطار عمليات الاندماج، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية و التنمية

المستدامة، المجلد 4 العدد 2022، ص 88

³ بنالدين عبد الرحمان، نفس المرجع أعلاه، ص 88.

ثانيا: مقارنة رسملة التدفقات (التدفقات النقدية)

تعتمد هذه المقاربة على عكس سابقتها أساسا على ما ستحققه المؤسسة من أرباح مستقبلا، وفيما يلي أهم الطرق التي تتضمنها:

1- العائد أو المردودية:

تعكس المردودية القياس النقدي لكفاءة الوسائل من خلال عملية اقتصادية معينة، من خلال مقارنة النتائج مع الوسائل المستخدمة تعتمد هذه الطريقة لتحديد قيمة المؤسسة على رسملة متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين، تبنى هذه الطريقة معظم الخبراء و تكتب وفق العلاقة التالية:¹

$$V = \sum B(1 + i)^n$$

V قيمة المؤسسة
B: متوسط الربح المتوقع
i: معدل الاستحداث
N عدد السنوات.

2- التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي:

يستعمل هذا المفهوم في حساب مردودية المؤسسة بدلا من الربح إذ تستخدم CAF نظرا للانتقادات الموجهة لنسبة السعر إلى الربح نتيجة سياسة الاهتلاكات التي تميز بعض المؤسسات، فإن CAF هي أكثر تمثيلا للقدرة الربحية كما تعلمنا بالقدرة المحتملة لنمو المؤسسة، يعبر عنه بالعلاقة التالية:²

$$\sum_{T=1}^n \frac{CAFT}{(1 + i)}$$

ثالثا: مقاربات التقييم المرتكزة على مفهوم فائض القيمة

يعرف "بريلمان و مار" فائض القيمة على أنه القدرة التي تتمتع بها المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال استغلال مختلف العناصر سواء كانت مادية أو معنوية و التي تكون مستقلة بقيمتها عن نشاط المؤسسة.³ يعتمد تقييم المؤسسة بناء على مفهوم فائض القيمة على نوعين من الطرق:

¹ رابحي رانية كوثر، بومزايد إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص 37

² بن الدين عبد الرحمان، أهمية التحليل عن طريق تقييم المؤسسات في إطار عمليات الاندماج، مرجع سبق ذكره، ص 89.

³ هوارى سويسى، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سبق ذكره ص 98.

1- الطرق المباشرة:

1-1: الطريقة الأنجلوساكسونية: تتمثل قيمة المؤسسة في مجموع قيمة أصولها الصافية المصححة، يقدر الفائض بالفرق بين الربح الصافي و المكافأة المحصلة نتيجة التوظيف بمعدل (i) بدون خطر للأصل الصافي المصحح، ذ تكتب العلاقة كالتالي:

$$V = ANC + \frac{1}{t}(B - i \times ANC)$$

$$GW = \frac{1}{t}(B - i \times ANC)$$

V: قيمة المؤسسة NC : الأصل الصافي المصحح t: معدل الاستحداث بمخطر مضاف إليه من 25 إلى 50 في المائة كعلاوة مخطر. CB: القدرة الربحية، i: سعر الفائدة بدون مخطر، VS: القيمة الجوهرية، B: الربح المصحح.

حيث تعبر قيمة (i x ANC) عن الربح الأدنى و عند طرحه من الربح الحقيقي B نحصل على فائض القيمة (Good Will).

2-1: طريقة الربح المختصرة لفائض القيمة

و هي الطريقة المعتمدة لاتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين، من خلال حساب فوائض الربح الناتجة عن توظيف الأموال في السوق المالية لفترة معينة.¹

ت حسب كما يلي :

- عندما يكون فائض القيمة ثابتا: $V = ANCC + a_n (B - i \cdot ANCC)$

- عندما يكون فائض القيمة غير ثابت: $V = ANCC + \sum_{t=1}^n \left(\frac{Bt - i \cdot ANCC}{(1+i)^t} \right)$

2- الطرق غير المباشرة:

توجد طريقة واحدة معتمدة من طرف الممارسين، من خلال حساب فائض القيمة و الذي يمثل الفرق بين القيمة الإجمالية للمؤسسة و القيمة الصافية المصححة لأصولها و بين القيمة الإجمالية و الجوهرية للمؤسسة. يت

$$V = ANC + \frac{1}{2i}(B - i \times ANC)$$

¹ هوارى سويسى، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سبق ذكره ص 102.

V: قيمة المؤسسة، B: الربح الصافي المصحح، ANC: الأصل الصافي المصحح، i: معدل الرسملة

رابعا: نموذج الخيارات

هو من الممارسات الحديثة في تقييم المؤسسات ،إذ يرى أن الأموال الخاصة تمنح المساهمين الحق في امتلاك الأصول لكن بعد تسديد الدين ،أي أن المساهمين عند دفع الدين يصبحون مالكين ،أين يقررون الاحتفاظ بالمؤسسة حين تكون قيمة المؤسسة الإجمالية عند الاستحقاق أكبر من قيمة المديونية و في حال العكس يتنازل المساهمون عن المؤسسة للدائنين أين يسترجعون جزء من أموالهم.

و بمأن قيمة المؤسسة = قيمة الأموال الخاصة + الدين

و قيمة الأموال الخاصة هي قيمة الخيار و قيمة الدين = قيمة الدين المخصوص بمعدل بدون خطر - قيمة خيار البيع ،فإن قيمة المؤسسة وفقا لهذا النموذج هي:¹

قيمة المؤسسة = قيمة خيار الشراء + قيمة الدين

الفرع الثالث: تأثير عملية فتح رأس مال المؤسسة على منهجية تقييم المؤسسة

بعد فتح رأس مال المؤسسة تتأثر بذلك عملية تقييم المؤسسة باعتبار أن التغيير في هيكلية الملكية له عدة انعكاسات على حوكمتها و على طريقة التقييم بظهور عدة أطراف تشارك في إدارة المؤسسة و يتضح ذلك من خلال:

- 1- رفع رأس المال: دخول أموال جديدة عبر طرح أسهم جديدة أو الدخول في شراكة يؤدي إلى زيادة الموارد المالية المتاحة للمؤسسة، وبالتالي يرفع من قيمة المؤسسة عند التقييم.
- 2- تحسين الصورة المالية وتقليل المخاطر المالية: فتح رأس المال عادة يعني الاعتماد على الأموال الخاصة ، وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال، هذا ينعكس إيجاباً على التقييم .

¹ نعيمة غلاب و زينات دراجي، تحليل مقاربات تقييم المؤسسة، الملتقى الدولي اقتصاديات الخصوصية و الدور الجديد للدولة ،جامعة فرحات عباس، سطيف ،الجزائر، يومي 03-04 أكتوبر 2004، ص 12.

- 3- إعتماء الشفافية والحوكمة: دخول مستثمرين جءء يعزز الإفصاح والالتزام بمعايير السوق المالية يرفع من مستوى الشفافية والمساءلة، هذا يعزز ثقة السوق والمستثمرين في المؤسسة، مما ينعكس على قيمة المؤسسة السوقية والتقييم الداخلي لها.¹
- 4- سهولة الاطلاع على المعلومات: فتح رأس المال غالباً ما يصاحبه نشر تقارير مالية ، أي إشارات إيجابية للسوق تعزز الطلب على الأسهم وتؤدي إلى زيادة القيمة السوقية.
- 5- تغيير هيكل الملكية وتنويع المستثمرين: تعدد المساهمين يقلل من مخاطر الملكية ويزيد من الاستقرار المالي، ما يجعل المؤسسة أكثر جاذبية ويعزز من تقييمها.
- 6- التأثير على تقدير التدفقات النقدية المستقبلية: فتح رأس المال يكون غالباً بهدف تمويل المشاريع الجديدة، ما يرفع التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة.

¹ بلعشي عبد المالك، أثر الاكتتاب العام كآلية لفتح رأس المال على حوكمة المؤسسات الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 344.

خلاصة الفصل الثاني:

يعد قرار رفع رأس المال قرار مالي هام يتخذ بناءً على عدة اعتبارات انطلاقاً من طبيعة نشاط المؤسسة و أهدافها المستقبلية، من جهة و سياسة التمويل المعتمدة انطلاقاً من طبيعة المؤسسة سواء خاصة أو عامة من جهة أخرى.

و باعتبار قرار فتح رأس المال قرار استراتيجي فهو بالتزامن و تشخيص و تحليل الوضعية المالية للمؤسسة انطلاقاً من مبدأ التمويل فقد تلجأ المؤسسة لفتح رأس المال في حالة رغبة مجلس الإدارة تعظيم عوائد المساهمين خصوصاً إذا كانت مؤسسة كبيرة و عكس ذلك في حالة مؤسسة صغيرة، كما يعد قرار الاستثمار محدد من محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة ففي حالة تبني مبدأ تمويل الأصول الثابتة عن طريق الأموال الخاصة فإنه كلما زادت نسبة الأصول الثابتة مقارنة بمجموع الأصول تنخفض قيمة الأصول في حالة التصفية.

كما يمكن أن تعتمد أسلوب الاستدانة لضبط سلوك المسيرين و تضارب المصالح بينهم و بين المساهمين، ونظراً للتربط بين القرارات المالية فقد يعد كل من قرار الاستثمار أو توزيع الأرباح دافع من دوافع التمويل عن طريق رفع رأس المال أو فتحه، فانطلاقاً من قرار توسيع الاستثمارات كقرار استثماري تنشأ أول خطوة لاتخاذ قرار فتح رأس المال لتحقيق التمويل الملائم، كما يعمل قرار توزيع الأرباح كذلك كسياسة لتمويل الاستثمارات الجديدة من خلال استغلال الأرباح كرأس مال لتمويل المشاريع الجديدة و رفع قيمة رأس مال المؤسسة.

من جهة أخرى تعددت مختلف تعاريف الأداء المالي لكن تصب في مفهوم واحد و هو تشخيص حالة المؤسسة للحكم على قدرتها في إنشاء قيمة و مجابهة المستقبل باعتماد القوائم المالية بالتوازي مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الاقتصادية و القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة و معدل نمو الأرباح، و في مفهوم آخر هي تجسيد ضيق لأداء المؤسسات من خلال المؤشرات المالية للحكم على مدى تحقيق الأهداف، فهو أساس الأنشطة المختلفة للمؤسسة من خلال إتاحة الموارد المالية لاستغلال الفرص الاستثمارية لتحقيق الأهداف المشتركة لمختلف الأطراف

يعد تقييم الأداء كوسيلة لمراقبة مسار تحقيق الأهداف المرسومة، كون الوظيفة المالية حجر أساس نشاط المؤسسة حيث تتوقف نجاعة عملية التقييم على التوظيف الأمثل و الأدق للمؤشرات التي تعكس نشاط

المؤسسة بعد تحليلها و دراستها لتعطي صورة عن الأداء من عدة جوانب تتمثل في السيولة، إدارة الأصول، المديونية و الربحية لتحديد النقائص و تصحيحها.

و نظرا للنقائص التي تتميز بها المؤشرات المالية التقليدية لاعتمادها على البيانات المحاسبية ما ألح اعتماد أساليب تدعم التقييم المحاسبي لعل أهمها هم مؤشري القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة.

و بعد عديد الأزمات التي عرفتتها حتى الشركات العالمية بدأ التوجه نحو ترشيد قرارات المؤسسة لتحسين أدائها المالي و المادي في إطار تداخل جميع المصالح بين كل الأطراف من خلال تبني أفكار الحوكمة من تشاور، إفصاح و شفافية في تسيير الموارد و نزاهة السوق من خلال تحديد واضح للمسؤوليات و حماية حقوق المساهمين و المعاملة المتكافئة.

فمن خلال الطرح النظري لموضوع الأداء المالي و الأساليب المستخدمة في التقييم انطلقا من طبيعة دراستنا سوف يتم اعتماد هذه الأساليب في تقييم الأداء المالي للمؤسستين مجال الدراسة في الفصول اللاحقة انطلاقا من المعلومات المتاحة و بناءا على طبيعة كل حالة من حالات فتح رأس المال.

الفصل الثالث

دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق
الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات
الجزائرية للاتصالات)

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

تمهيد

يعد أسلوب تمويل المؤسسة من خلال فتح رأس المال عن طريق الشراكة من أهم الأساليب المعتمدة في تغيير نمط ملكية المؤسسة، إذ يسمح باتساع قاعدة المساهمين في حالة مؤسسة خاصة و تحول المؤسسات العمومية المملوكة للدولة إلى مؤسسات سواء خاصة تابعة للقطاع العام أو مختلطة الملكية و ذلك في سياق المشروع الذي تبنته الدولة في اعتماد نظام خوصصة المؤسسات العمومية مع الحفاظ على أغلبية الملكية لصالح الدولة و هو نتاج سياسة تنويع القاعدة الاستثمارية و تبني التكنولوجيا الحديثة عن طريق الشراكة الأجنبية في ظل التوجه نحو اقتصاد السوق و مواكبة القاطرة العالمية

و في ذات السياق و لضمان التحرر من التبعية لقطاع المحروقات ،اعتمدت الدولة نظام الشركات القابضة لتسيير حزمة المؤسسات التي تنشط في قطاعات متكاملة لنقل الخبرات الأجنبية بغية تحسين استغلال الموارد بأقل التكاليف لتطوير الأداء لهذه المؤسسات بما فيه المالي و الذي يعكس مقومات تطور الأداء.

و انطلاقا من طبيعة موضوع الدراسة و تأسيسا لما سبق ،جاءت هذه الدراسة الميدانية لتسليط الضوء عن حالة من حالات الشراكة الأجنبية في إطار تبني نظام الخوصصة بناء على الأمر (01-04) المؤرخ في 2001/08/20 ، انطلاقا من مقارنة الأداء المالي للمؤسسة قبل الشراكة و بعدها للوقوف على أثر العملية على الأداء المالي للمؤسسة بتحليل المرحلتين باستخدام مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة لمعرفة تأثير عملية الشراكة على الأداء المالي للمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) CATELSPA؛ضمن ثلاثة مباحث أساسية كما يلي:

المبحث الأول: تقديم عام للمؤسسة مجال الدراسة

المبحث الثاني: تحليل واقع الأداء المالي للمؤسسة مجال الدراسة قبل عملية الشراكة

المبحث الثالث: تحليل الأداء المالي للمؤسسة مجال الدراسة بعد عملية الشراكة

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

المبحث الأول: تقديم عام للمؤسسة مجال الدراسة.

كان قانون المالية التكميلي لسنة 1994 أول من سمح بالتنازل عن المؤسسات العمومية لمساهمة الخواص في رأس مالها في حدود 49 % لكن قانون 1995 سمح بمساهمة غير محدودة و قد كانت الخوصصة مقتصرة على 8 فئات منها قطاع الصناعات التحويلية في مجالات معينة الميكانيك ،الكهرباء و الالكترونيك ،الكيمياء ،البلاستيك الخشب و مشتقاتها ،الورق و الجلود لتتسع بعدها و تشمل جميع المؤسسات العمومية ما عدا السيادية ،و قد عرفت سنة 1996 أول برنامج خوصصة بالتعاون مع البنك العالمي بعد تجميع المؤسسات العمومية في 11 مؤسسة قابضة قطاعية ،أين يتولى المجلس الوطني لمساهمات الدولة توجيه تلك المؤسسات و تسيير مساهمات الدولة

غير أن الأمر (01-04) المؤرخ في 20/05/2001 و المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية و تسييرها و خوصصتها فقد كان الإطار القانوني لخوصصة الشركة ذات الأسهم (الكابلات الجزائرية للاتصالات) مجال دراستنا.

المطلب الأول: نظرة عامة عن مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

تعد المؤسسة الاقتصادية الكابلات الجزائرية للاتصالات (كاتيل) من المؤسسات العمومية التي قامت بعملية شراكة في إطار خوصصة المؤسسات انطلاقا من سياسة الدولة .

الفرع الأول: تقديم مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) CATEL SPA

هي مؤسسة عمومية اقتصادية أخذت شكل شركة ذات أسهم كطابع قانوني لها ،تمارس نشاط صناعة و تسويق كوابل لشبكات الاتصالات تنشط في إطار تسيير الشركة القابضة ELEC EL DJAZAIR و ذلك منذ 2015 ،في إطار إعادة تشكيل القطاع العام من خلال تسيير محفظة مكونة من 29 مؤسسة تنشط في مجال كل من الإلكترونيك ،الاتصالات الالكترو كيمياوي و شبكات الاتصال ،لكن عملية الشراكة كانت سنة 2007 ،أين كانت تنشط تحت ملكية شركة تسيير المساهمات SGP

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

CABELEQ ، و هي شركة ذات أسهم برأس مال يقدر ب 100 مليون دينار تم إنشاؤها في 1998/01/01 بعد إعادة هيكلة ENICAB.

عملت الشركة على التطوير في نشاطها حتى سنة 2007 أين عملت على تحقيق شراكة مع مؤسسة لبنانية HOLDING SAL. وذلك لمواجهة التحديات المتمثلة في :

- التركيز على منتج وحيد و موجه في أغلبه إلى زبون وحيد؛
 - التحولات التكنولوجية التي يعرفها العالم بإدخال منتجات جديدة عملت على تخفيض الطلب على الكوابل التقليدية ؛
 - الإصلاحات العديدة التي عرفت بها البلاد من الاحتكار و فتح السوق.
- و التي دفعتها بالعمل على عصنة وأدوات الإنتاج من جهة، و التطوير في المنتجات و تنويعها لتلبية احتياجات السوق و توسيع شبكة الزبائن، من جهة أخرى .

الفرع الثاني :النشأة التاريخية و تطور المؤسسة

مرت الشركة بعدة تغييرات و تحويلات فهي شركة عمومية اقتصادية تنشط في ميدان صناعة كوابل ، كانت أول بداية لنشاطها سنة 1928 كشركة فرنسية "خيوط تلغرافية و تليفونية"، حيث كانت تضم 1500 عامل حيث عرف العدد تراجع بعد الأزمة العالمية ليصل إلى 800 عامل سنة 1950 ، و بعدها تقلص إلى 350 عامل سنة 1965.

تم تأميم المصنع سنة 1968 وإصالة بالشركة الوطنية SN METAL و التي حولت بدورها إلى شركة SONELEC سنة 1969.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

بعدها تم إعادة هيكلة الشركة و بروز شركة ENICAB سنة 1983 لتتحول بعدها إلى شركة عمومية إقتصادية و التي تم حلها لاحقا و بروز ثلاثة مؤسسات بطابع قانوني في شكل شركات ذات أسهم (SPA) كانت CATEL SPA واحدة منها برأس مال يقدر ب 50 مليون دينار.

و قد مرت عملية رفع رأس مال المؤسسة بعدة مراحل ،ففي سنة 2004 تم رفعه إلى 180 مليون دينار كما قامت سنة 2007 برفعه من 180 مليون دينار إلى 367 مليون دينار و ذلك في شهر جويلية ،تبعته عملية أخرى في ديسمبر من نفس السنة أين بلغت قيمة رأس المال 1.002 مليار دينار و ذلك عن طريق الشراكة مع الشركة اللبنانية HOLDING SAL MATELEC LIBAN .

و بناء على سياسة الدولة من خلال إعادة تشكيل القطاع العام عن طريق نظام الشركات القابضة من خلال التعليم رقم 142 لمجلس مساهمات الدولة و المتعلقة بإعادة تنظيم القطاع العام أوكلت للشركة القابضة (تسيير المساهمات)¹ (DJAZAIR ELEC EL) تسيير محفظة مؤسسات تنشط في قطاعات متكاملة تعمل على تصميم ،إنتاج ،توزيع و كذا تسويق كل المعدات المتعلقة بمجال نشاطها و كذا القيام بكل المهام المرتبطة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة بما فيها إستيراد و تصدير الأجهزة المرتبطة بميدان تخصصها،تنشط المؤسسة في تسيير 7 ميادين نشاط هي :

- الأجهزة الكهربائية المنزلية؛
- الاتصالات؛
- الإلكترونيك؛
- الالكتروكيميائية؛
- المعلوماتية؛
- الكهروتكنيك؛
- الخدمات.

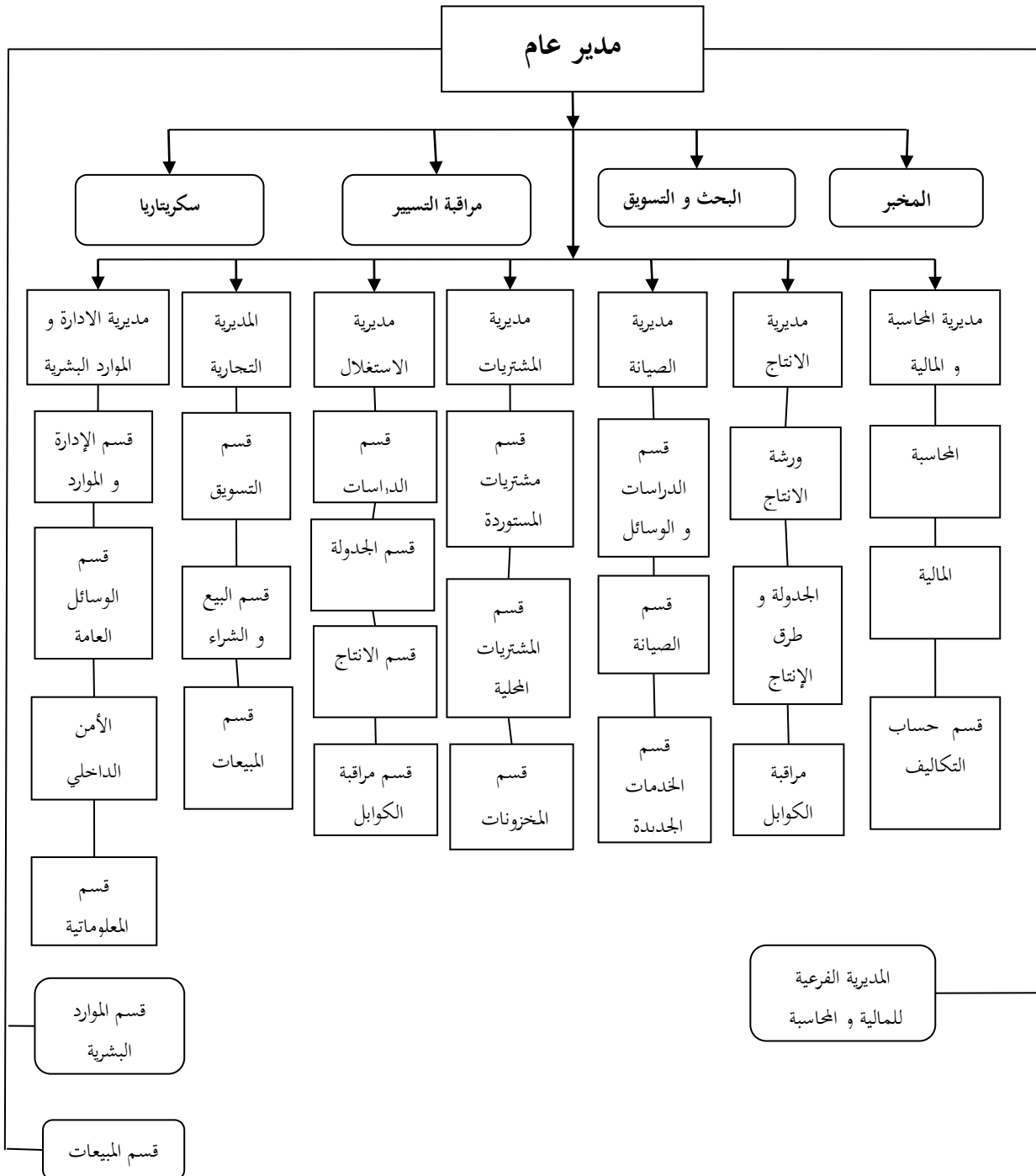
¹و هي شركة ذات أسهم تم تأسيسها في 23 فيفري 2015 ،في إطار إعادة هيكلة القطاع العام التجاري ،برأس مال عمومي يقدر ب 39 750 مليون دينار جزائري و هي عبارة عن شركة قابضة صناعية تضم 19 فرع و 10 مؤسسات،مختصة في صناعة و تسويق المنتجات الالكترونية،الكهرومنزلية ، الكهربائية و الاتصالات بشبكة تجارية تغطي معظم مناطق الوطن.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي للمؤسسة

نستعرض من خلال الشكل الموالي الهيكل التنظيمي للمؤسسة :

الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي لمؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على وثائق مقدمة من طرف ELECELDJAZAIR

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

الفرع الرابع: مؤشرات مالية حول وضعية المؤسسة في إطار عملية فتح رأس المال

أولاً: تحليل تطور رقم الأعمال.

تعد مديرية التجارة من أهم المصالح ،فهي المسؤولة عن تسويق المنتج النهائي ،وعليه فإن تقييم النتائج التجارية المحققة من طرف المؤسسة خلال فترة الدراسة يتحقق بمتابعة تطور رقم الأعمال و تحليل المبيعات :

جدول رقم (3-1):تطور رقم أعمال مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2004-2007)

الوحدة :مليون دينار

البيان	2004	2005	2006	2007
مبيعات تجارية	1499	1699	2100	2412
مبيعات .صناعية	7	8	14	12
أداء الخدمات	13	21	16	12
رقم الأعمال	1519	1728	2130	2436
نسبة تغير رقم الأعمال	-	%13.68	%23.28	% 14.30
الانتاج السنوي	-	1750	2200	2290
نسبة تغير الإنتاج	-	-	%26	%4

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على تقارير شركة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

نلاحظ من خلال الجدول أن رقم الأعمال في تطور مستمر ،قد عرف ارتفاع بنسبة 13.68% سنة 2005 نظرا لارتفاع حجم المبيعات سواء تجارية أو صناعية كما عرف تطور سنة 2006 و بدرجة أكبر و هو ما يؤكد أن المؤسسة صناعية بالدرجة الأولى، فهو يتبع بذلك التطور في الانتاج السنوي لكن ليس بنفس القدر ،فقد كان تطور الإنتاج سنة 2006 بنسبة 26 % و هي متقاربة مع تطور رقم الأعمال الذي بلغت 23 %، لكن سنة 2007 فقد كان ارتفاع المبيعات 14% في حين أن تطور الإنتاج كان 4 %، هذا بسبب

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

بيع المؤسسة لمخزون نهاية سنة 2005 و منه نستنتج أن المؤسسة تلجأ إلى مخزون نهاية السنة و بذلك فهي غير موفقة في تقديراتها بتصريف المنتج و بالتالي تجنب تكاليف التخزين الإضافية.

ثانيا: تشخيص و تحليل تطور الموارد البشرية.

فيما يتعلق بتطور اليد العاملة في المؤسسة يمكن توضيحها في الجدول التالي:

جدول رقم (3-2): تطور عدد العمال في مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2004-2007)

البيان	2004	2005	2006	2007
عدد العمال	315	306	308	329
نسبة التغير	-	-2.85%	0.65 %	6.81 %

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على تقارير شركة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

من الجدول نلاحظ تراجع عدد العمال ليعرف بعد ذلك استقرار ما يعكس استقرار الانتاج و الوضعية المالية للمؤسسة في غياب مشاريع جديدة تمنح دفعة لعملية التوظيف حتى سنة 2006 ، لكن سنة 2007 تم خلق مناصب جديدة و ذلك في إطار عملية الخوصصة ، و هو من بين الأهداف المقرر تحقيقها قبل عملية فتح رأس المال في إطار الحفاظ على مناصب الشغل الحالية بالمؤسسة وخلق فرص تشغيلية جديدة .

ثالثا: تشخيص و تحليل تطور الاستثمارات

فيما يتعلق بتطور حجم الاستثمارات لمؤسسة كاتيل قبل الشراكة فقد تم توضيحه في الجدول الموالي:

جدول رقم (3-3): تطور حجم الاستثمارات لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2004-2007)

الوحدة: مليون دينار

البيان	2004	2005	2006	2007
صافي الاستثمارات	229	366	297	908
نسبة التغير	-	59.82 %	-18.85 %	205 %

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على تقارير شركة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

ومنه نلاحظ أن حجم الاستثمارات قد عرف تطور معتبر سنة 2005 مقارنة بسنة 2004 ليتراجع بعدها ما يوضح الصعوبات التي واجهت المؤسسة و ما لزم عليها تحديد الاستثمارات ،من خلال البحث عن شريك استراتيجي للنهوض بالنشاط الانتاجي للمؤسسة و تنويعه باعتماد تكنولوجيا جديدة ،هذا ما حققته سنة 2007 من خلال رفع رأس المال لتمويل الاستثمارات الجديدة

الفرع الخامس :مقومات فتح رأس مال المؤسسة في إطار الشراكة

انطلاقا من تحليل المعطيات السابقة و التي توفرت لدينا يمكن تبرير اعتماد المؤسسة أسلوب الشراكة عن باقي الأساليب بناء على عدة معايير أهمها :

أولا: نقاط القوة و الضعف:

- محدودية قائمة المنتجات و الاعتماد على منتج واحد (كوابل الاتصالات).
- ضيق قنوات التسويق في إطار التركيز على زبون وحيد.
- غياب التقنيات الحديثة في ميدان الإنتاج.
- تعدد و تنوع المنتجات الحديثة و التي تنافس الهواتف التقليدية و بالتالي تقلص حجم الطلب.
- ارتفاع تكاليف الإنتاج في ظل صعوبة التمويل بالمواد الأولية و محدودية مصادرها.
- إمكانية التعدد في المنتجات و تنويعها.
- تسهيل عملية استيراد التكنولوجيا من خلال الانفتاح في ظل اقتصاد السوق.
- الإصلاحات الاقتصادية التي عرفتها البلاد.
- توفر العقار للتوسع في النشاط الاستثماري.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

ثانيا: الأهداف التي تعمل المؤسسة على تحقيقها.

و عليه و للتذليل من الصعوبات السابق ذكرها و في إطار تحقيق الأهداف الآتي ذكرها و بناء على المقومات التي تزخر بها المؤسسة، تم اعتماد أسلوب الشراكة عن طريق رفع رأس مال المؤسسة لتمويل تنويع المنتجات و نقل التكنولوجيا في إطار برنامج خوصصة المؤسسات العمومية مع الحفاظ على مناصب الشغل بالمؤسسة لتفادي فخ البطالة.

- السعي لتطوير وسائل الإنتاج ؛
- توسيع و تكييف المنتجات الحالية مع ما يتماشى و تقنيات الإنتاج الحديثة؛
- زيادة حجم السوق الوطني من خلال تحقيق أنشطة تكميلية ككوابل معلوماتية ، كوابل لقطاع النقل بالسكك الحديدية و كوابل خاصة؛
- البحث عن منافذ خارجية .
- الاستثمار في مشاريع ذات قيمة مضافة كبيرة و موفرة لمناصب شغل معتبرة .
- اللجوء للشراكة الوطنية و الأجنبية للتحسين في الجانب التقني و كذا في جانب المورد البشري.
- منح الزبون حلول متكاملة في الهندسة و الخدمات المرتبطة.
- الاعتماد على العامل البشري من خلال الشراكة بهدف نقل المعرفة. .

ثالثا: إستراتيجية الدولة في خوصصة المؤسسات العمومية

تستمد الدولة إستراتيجيتها في خوصصة القطاع العام من خلال الدوافع التي كانت حجر الأساس لهذا التغيير في النسيج المؤسساتي ، إذ تمثلت أهم هذه الدوافع في :

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

- كفاءة القطاع الخاص في إدارة الموارد المالية وتعبئتها لإنشاء المشاريع المربحة و بالتالي خلق سوق مالي نشط ما يمثل قناة تمويلية مستدامة و هو ما يخفف الضغط على الدولة التي تعمل على تطهير ديون المؤسسات الاقتصادية؛¹
- التقليل من عجز الميزانية العامة للدولة الناتج عن نشاط المؤسسات العمومية و التي لم تستطع تمويل الميزانية العامة للدولة ما دفع بالدولة لتكبد الخسائر وهو ما جعل من الخصوصية ملجأ عند إلغاء المساعدات و استغلال حصيلتها لسداد الديون و بالتالي استقرار موارد الدولة على المدى الطويل؛²
- التقليل في عجز ميزان المدفوعات من خلال مساهمة القطاع الخاص في تحسين و زيادة الانتاج و بالتالي ارتفاع الواردات و تقليل حجم الاستيراد؛
- تراجع دور السياسة في التدخل في النشاط الاقتصادي من خلال عدم قدرة السياسيين من استخدام مراكزهم لتحسين صورههم؛
- احتفاظ الدولة بدور الرقابة على الشركة المخصصة من خلال مراجعة قرارات مجلس الإدارة في إطار احتفاظها بالسهم الذهبي لتضمن حقوق المساهمين و العمال؛³
- جذب الاستثمار الأجنبي المباشر و العملة الصعبة و الاطلاع على آخر التكنولوجيا الانتاجية المتطورة؛
- تفعيل الحافز الشخصي على الإنتاج و تحقيق الانضباط في السلوك داخل العمل كما تشجع في القضاء على الإهمال و التلاعب الاجتماعي .

¹ شيماء مبارك، إستراتيجية الخصوصية في المؤسسة الجزائرية، مجلة العلوم الانسانية، العدد 26، سبتمبر 2016 جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر ص 438.

² قمرية دوي، أثر الخصوصية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، فندق الأوراسي، مجلة اقتصاديات الأعمال و التجارة، المجلد 4، العدد 2، 2019، ص 121.

³ نفس المرجع أعلاه، ص 122

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

المطلب الثاني: فتح رأس مال مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) عن طريق الشراكة مع مؤسسة ماتيليك

تعد مؤسسة كاتيل مؤسسة عمومية إقتصادية، قد تم تحويل ملكيتها إلى الشركة القابضة (شركة تسيير المساهمات) إيلاك الجزائر في إطار إيجاد بديل لصناديق المساهمة من خلال نزع العقبات عن عملية فتح رأس مال المؤسسات العمومية الاقتصادية أمام القطاع الخاص و بنسبة 40% بتبني الشركات القابضة بموجب الأمر 95-25 المؤرخ في 1995/09/25 و المتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة.

الفرع الأول: التعريف بالمؤسسة الشريكة MATELAC SAL

هي مؤسسة لبنانية تنشط في ميدان صناعة الكوابل تابعة لمجمع DOUMET، و هو مجمع متخصص في الهندسة الصناعية يشغل أكثر من 4000 موظف في الشرق الأوسط و أوروبا و أمريكا الشمالية تتمثل أنشطته في: مجال الانتاج

- الاسمنت و مواد البناء؛
- المواد الكيميائية و المبيدات ؛
- الأنسجة ؛
- الكوابل الالكترونية ،تحويل و توزيع المعدات الالكترونية .
- أما مجال الخدمات فيغطي:
- مؤسسة خدمات؛
- توزيع ؛
- الفنادق.

تنشط مؤسسة MATELEC في لبنان و هي متخصصة في صناعة الكوابل و إعادة تهيئة شبكات MT/BT وكذلك الخدمات العمومية.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

و سوف تقتصر في الدراسة على تقديم أنشطة المجمع في ميدان الكهرباء و الذي تنقسم إلى

✓ **ميدان الصناعة:** و الذي يضم:

- مصنعين للكوابل الأول في لبنان والثاني في مصر

- 4 مصانع في صناعة المحولات الكهربائية في كل من لبنان، مصر ،الأردن و فرنسا.

- مصنع في السعودية لصناعة محولات التوزيع.

✓ **الهندسة:** و يضم :

- وحدة للهندسة الصناعية (MATELEC DRE) مكلفة بتنفيذ مختلف المشاريع الصناعية

- وحدة (MELAC SAL) بلبنان مكلفة بانتاج الكوابل و إعادة تأهيل الشبكات BT/MT

- وحدة (MELAC SAA) مكلفة بتموين المجمع، مقرها بفرنسا.

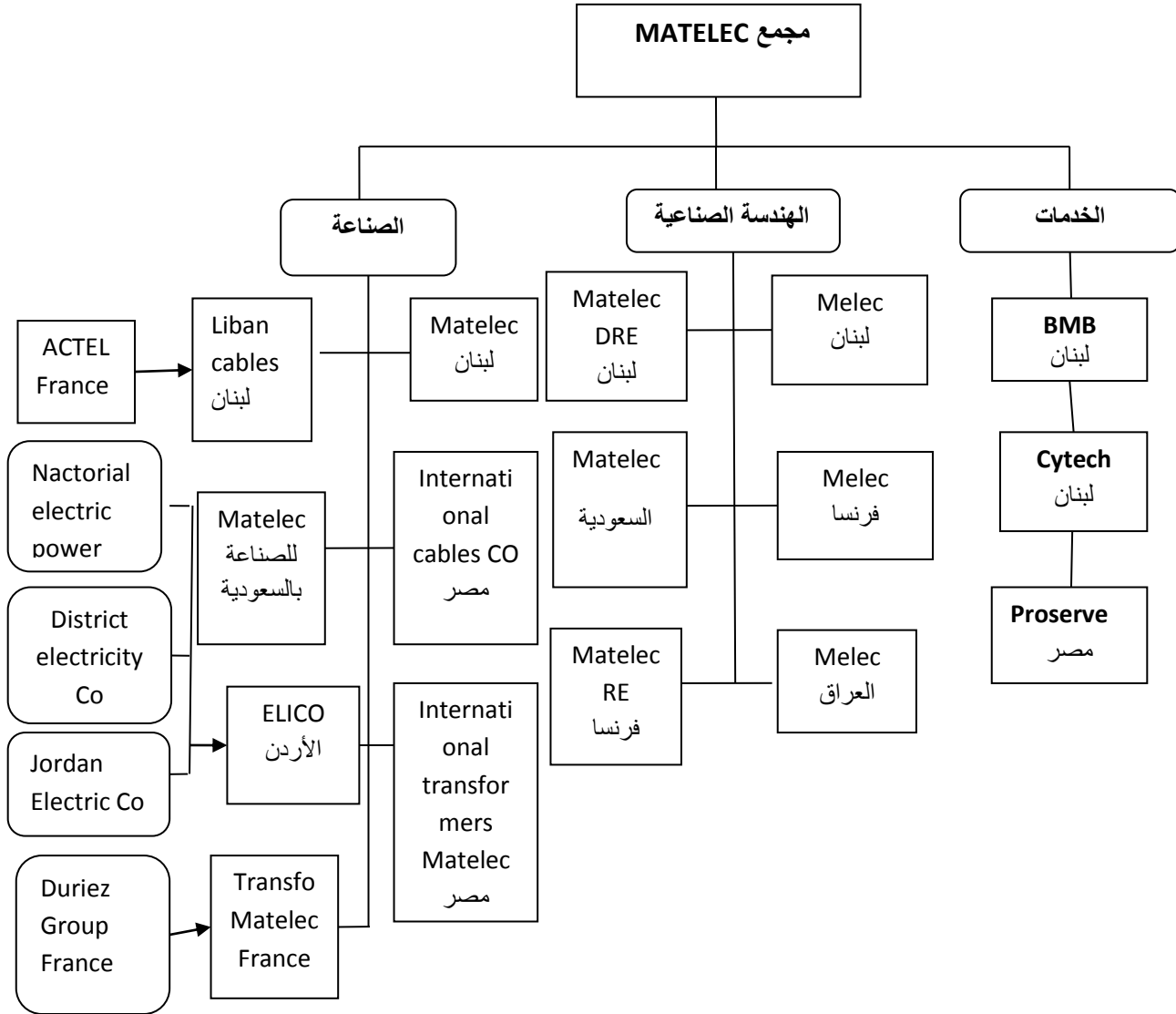
✓ **الخدمات:** و يضم :

- وحدة متخصصة في الفوترة و التوزيع ،الأرشفة و الشبكات الرقمية.

- وحدة لتطوير أنشطة المجموعة و لصيانة المعدات بلبنان

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

الشكل رقم (3-2) : الهيكل التنظيمي لـ MATELEC GROUP



المصدر: وثائق مقدمة من طرف شركة تسيير المساهمات DJAZAIR ELEC EL

الفرع الثاني: تنظيم و إجراءات فتح رأس مال مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) في إطار عملية الشراكة

نظرا لطبيعة المؤسسة فقد تمت عملية الشراكة من خلال التنظيم المعمول به في إطار تطبيق الأمر 04-01 المؤرخ في 20/08/2001 و المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية و تسييرها.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

فقد تمت عملية الشراكة عن طريق مرافقة شركة تسيير المساهمات (SGP CABLEQ) باعتبارها المسؤولة عن تسيير و مراقبة محفظة الأسهم من جهة و السلطة المخولة لتنفيذ برامج إعادة هيكلة و خصوصية المؤسسات العمومية باتخاذ كافة التدابير القانونية و المالية ،من جهة أخرى.

و عليه يمكن إبراز أهم الإجراءات و المراحل المتبعة في عملية فتح رأس المال عن طريق استقراء لجميع الخطوات التي اعتمدها المؤسسة من خلال :

المرحلة الأولى:القرار الأولي

بدأت هذه المرحلة انطلاقا من إجتماع الجمعية العامة غير العادية لمؤسسة تسيير مساهمات الدولة المنعقدة بتاريخ 2003/04/02 ،و التي قررت باعتبار شركة CABLEQ SGP المساهم الوحيد في رأس مال مؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات فتح رأس مال المؤسسة في إطار عملية الشراكة .

المرحلة الثانية :تقديم الملف للسلطة الوصية

تطبيقا للأمر رقم 01-04 المؤرخ في 2001/08/20 و المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية و تسييرها و خصوصتها ،تم تقديم ملف المؤسسة لمجلس مساهمات الدولة يتضمن تقييم أصول المؤسسة و كذا الإجراءات و النتائج المنتظرة من العملية من خلال تقييم المؤسسة من طرف مكتب خبير (CETIC)بناء على طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح و طريقة التدفقات النقدية

المرحلة الثالثة:قرار مجلس مساهمة الدولة

كان القرار من خلال لائحة لمجلس مساهمات الدولة تحت رقم 06 بتاريخ 2004/06/29 و المتضمنة الموافقة الممنوحة لشركة تسيير المساهمات (SGP CABLEQ) للتفاوض على فتح رأس مال مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) و ذلك بعد الإقرار بجميع الشروط من طرف شركة تسيير المساهمات و كذا الأسباب القوية التي تستدعي ضرورة تحسين الوضعية المالية للمؤسسة بتجديد استثماراتها لتنويع العملية الإنتاجية.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

المرحلة الرابعة: طلب العروض

تتمثل هذه الخطوة و بعد الحصول على موافقة المجلس في طلب العروض لرفع رأس مال المؤسسة بتاريخ
2005/07/14

في إطار تحقيق عدة شروط تكون معايير في عملية تقييم العروض

المرحلة الخامسة: تقييم العروض.

بعد تلقي العروض قامت شركة المساهمة برفع تقرير تقديمي لمجلس مساهمات الدولة يتضمن تقييم العرضين
المقدمين من خلال التفصيل في كل من الجانب المالي و الجانب التقني ليتم اختيار عرض المستثمر اللبناني
.MATELEC SAL

المرحلة السادسة: موافقة مجلس مساهمات الدولة

تجسد ذلك من خلال اللائحة رقم 01 للدورة 64 المنعقدة بتاريخ 2006/04/04 و المتضمنة الموافقة
على رفع رأس مال المؤسسة بمعدل مساهمة قدر ب 70% بمبلغ إجمالي يقدر ب 1 483 000 000 دج
لصالح المساهم اللبناني و الذي يتم على مراحل :

أولاً: مساهمة MATELEC SAL عن طريق رفع رأس المال بمساهمة نقدية تدفع عند إمضاء العقد
بتحرير مبلغ (1 080 000 000 دج) ما يمثل نسبة مساهمة ب 51% .

ثانياً: التنازل عن 9% من الأسهم بمبلغ 191 000 000 دج ، بقيمة اسمية تقدر ب 576 545 دج
ليرتفع معدل المساهمة في رأس مال مؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات إلى 60% .

ثالثاً: رفع معدل مساهمة الشريك إلى 70% من رأس مال CATEL SPA و CATEL
FIBROPTIC بدمج الوحدتين و ذلك بمبلغ 212 000 000 دج ما يمثل 10% من رأس مال
CATEL SPA تليها مساهمة أخرى بنفس النسبة في رأس مال CATEL FIBROPTIC .
(أنظر الملحق 02)

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

المرحلة السابعة: إمضاء العقد

بعد موافقة المجلس على الملف و بعد استيفاء جميع الإجراءات القانونية تم إمضاء عقد التنازل بين شركة
تسيير المساهمات SGP CABELEC و الشريك اللبناني MATELEC SAL بتاريخ
2007/07/31 بالجزائر

الفرع الثالث: تشخيص و تحليل وضعية المؤسسة بعد عملية فتح رأس المال في إطار الشراكة

أولاً: تشخيص و تحليل تطور رقم الأعمال

جدول رقم (3-4): تطور رقم أعمال مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2008-2020)

الوحدة :مليون دينار

اليان	2008	2009	2010	2011	2012	2013
رقم الأعمال	2580	2151	3378	3505	2821	3133
نسبة تغير رقم الأعمال	%6.02	% 16.62-	%57.01	%3.74	%19.51-	%911.0
2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
3604	4739	3662	2973	3808	3897	2531
%015.0	%51.31	%1-22.7	%-18.82	28.08%	%52.3	-35.05%
اليان	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الإنتاج السنوي	2277	2640	3325	3552	2784	3032
نسبة تغير الإنتاج	%0.56-	%15.94	%25.94	%6.82	%21.62-	8.90%
2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
3663	4761	3904	2840	2976	4025	2378
20.81%	29.97%	-18%	-27.25 %	% 4.78	35.24 %	-40.91 %

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على تقارير مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

نلاحظ من خلال الجدول أن رقم الأعمال في تطور مستمر ،قد عرف ارتفاع بنسبة 6% سنة 2008
نظرا لارتفاع حجم المبيعات سواء تجارية أو صناعية لكن عرف تراجع سنة 2009 و بدرجة أكبر و هو ما

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

يؤكد أن المؤسسة صناعية بالدرجة الأولى، لكن سنة 2010 عرفت ارتفاع معتبر في المبيعات و ذلك بعد عملية الشراكة و استقرار سياسة التسويق للمنتجات ليترجع سنة 2011 و 2012 بسبب التراجع في الإنتاج السنوي و بالتالي عملت المؤسسة على تصريف المخزون ، فهو يتبع بذلك التطور في الإنتاج السنوي لكن ليس بنفس القدر ، فقد كان تطور في الإنتاج مستمر حتى سنة 2010 ليترجع بعد ذلك آخر ، هذا بسبب بيع المؤسسة لمخزون نهاية سنة 2011 ، كما نلاحظ تطور رقم الأعمال بالتوازي مع الإنتاج و منه نستنتج أن المؤسسة تلجأ إلى مخزون نهاية السنة و بذلك فهي غير موفقة في تقديراتها بتصريف المنتج و بالتالي تجنب تكاليف التخزين الإضافية.

ثانيا: تشخيص و تحليل تطور حجم الاستثمارات

فيما يتعلق بتطور حجم الاستثمارات لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) بعد الشراكة فقد تم توضيحه في الجدول الموالي:

جدول رقم (3-5): تطور حجم الاستثمارات لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2008-2020)

الوحدة: مليون دينار

اليان	2008	2009	2010	2011	2012	2013
صافي الاستثمارات	857	1107	1171	1415	1204	972
نسبة التغير	-5.61%	29.17%	5.78%	11.35%	-19.63%	-19.26%
2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
847	1208	1192	1292	1409	1461	1640
-12.86%	42.62%	-1.32%	8.36%	9.13%	3.69%	12.25%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على تقارير شركة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

ومنه نلاحظ أن حجم الاستثمارات قد عرف تطور معتبر سنة 2009 مقارنة بسنة 2008 بعد عملية الشراكة نتيجة لضم استثمارات جديدة تمثلت في الأراضي، لتستمر في الارتفاع نتيجة التدريج في عملية رفع رأس المال حيث وصلت نسبة الارتفاع سنة 2011 إلى 11% بالتزامن مع اكتساب معدات جديدة للعملية الإنتاجية بتوسيع وتنويع المنتجات ليترجع بعدها سنة 2012 نتيجة لاهتلاك المعدات المكتسبة

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

سنة ، 2007 لتستمر في التذبذب من سنة لأخرى لتعاود الارتفاع بدءا من سنة 2015 لاقتناء استثمارات جديدة

المبحث الثاني: تحليل واقع الأداء المالي للمؤسسة مجال الدراسة قبل عملية الشراكة

يعد تحليل الأداء قبل عملية فتح رأس المال أول خطوة لمعرفة أثر و صحة القرار المتخذ من دونه بتحليل الأداء لتأكيد الدور الفعال للعملية على تطور الأداء، ولذلك سنتطرق من خلال المبحث إلى تحليل الأداء المالي قبل عملية الشراكة بهدف الإحاطة بمختلف جوانب إشكالية البحث بالوقوف على أهم التغيرات التي عرفها الأداء المالي انطلاقا من نمط فتح رأس المال، فقد تم تحليل الوضعية من خلال:

المطلب الأول: تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة قبل الشراكة

انطلاقا من طبيعة الدراسة و في إطار البيانات المتوفرة ،سوف نعتمد على التشخيص المالي لوضعية المؤسسة معتمدين على الميزانيات الثلاثة الأخيرة للمؤسسة قبل عملية الشراكة أي من سنة 2004 حتى 2007.

الفرع الأول :تحليل الميزانية من منظور وظيفي

يسمح تحليل الميزانية من منظور وظيفي لحساب مؤشرات التوازن المالي للحكم على قدرة المؤسسة في تغطية احتياجاتها بمواردها .

أولا :حساب رأس المال العامل الإجمالي

جدول رقم (3-6) رأس المال العامل الصافي الإجمالي لمؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات للفترة (2004-2007)

البيان	2004	2005	2006	2007
الموارد الدائمة	790 736 649.29	1088 398 227.65	1 027 437 602.54	3 064 516 682.07
الأصول الغائبة	270 822 146.22	400 632 472.47	308 045 264.37	924 762 504.32
رأس المال العامل الصافي	519 914 503.07	687 765 755.18	719 392 338.17	2 139 754 177.75

من إعداد الباحثة باعتماد ميزانيات المؤسسة 2004-2007

من خلال الجدول نلاحظ أن رأس المال العامل موجب خلال السنوات الثلاث فقد كان سنة 2004 (519 914 503.07) ليرتفع سنة 2005 نتيجة ارتفاع الاحتياطات و زيادة ديون الاستثمار ،كما

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

أن تراجع الأصول الثابتة بانخفاض الأراضي نتيجة التنازل عنها بالتزامن مع الارتفاع المعتبر في الموارد الخارجية لتغطية الاستثمارات الجاري استغلالها باعتماد الديون طويلة الأجل أدى إلى استمرار ارتفاع رأس المال العامل الصافي ،ومنه بناء على استقراء بيانات ميزانيات المؤسسة نلاحظ أنها تملك هامش أمان لمواجهة احتياجات دورة الاستغلال فيما يتعلق بالسيولة ،لكن عاجزة عن تمويل استثماراتها و احتياجاتها المالية باستخدام مواردها الدائمة ،فقد تمت تغطية الاستثمارات الجديدة بتمويل خارجي و هو ما أدى لارتفاع رأس المال العامل سنة 2007 مع رفع موارد المؤسسة بفتح رأس المال .

ثانيا: حساب احتياجات رأس المال العامل

جدول رقم (3-7) احتياجات رأس المال العامل الصافي الإجمالي لمؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات للفترة (2004-2007)

البيان	2004	2005	2006	2007
الأصول المتداولة	820 444 335.63	871 722 695.68	871 988 578.34	1 598 682 384.84
الخصوم المتداولة	561 600 539.74	314 191 577.16	197 315 634.70	334 550 516.66
احتياجات رأس المال الصافي	258 843 795.89	557 531 118.52	674 672 943.64	1 264 131 868.18

من إعداد الباحثة باعتماد ميزانيات المؤسسة 2004-2007

انطلاقا من الجدول نلاحظ أن الاحتياجات كانت سنة 2004 موجبة (258 843 795.89) و هذا يعني أن المؤسسة غير قادرة على تغطية احتياجات دورة الاستغلال عن طريق الخصوم الجارية ما يجعلها تعتمد على رأس المال العامل ، ، كما قد شهد الاحتياج ارتفاع خلال سنتي 2005 و 2006 نتيجة ارتفاع الاحتياجات مقارنة بالموارد التي تراجعت ، ما يعني عدم قدرة الديون قصيرة الأجل تغطية دورة الاستغلال ،فهو راجع لطبيعة نشاط المؤسسة و الذي يتطلب احتياجات كبيرة للمواد الأولية مع ارتفاع كذلك الفضلات الإنتاجية فبالتالي المؤسسة دائما في حاجة لرأس مال عامل لاستمرار الوحدات الصناعية في الإنتاج ،وذلك انطلاقا من هيكل المؤسسة الذي يعتمد على الديون طويلة الأجل بصورة كبيرة في هذه الفترة نظرا للسياسة الاستثمارية طويلة الأجل المتمثلة في اقتناء معدات إنتاج جديدة باستغلال الأراضي لإعداد وحدات إنتاجية

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

ثالثا: حساب تطور الخزينة

جدول رقم (3-8) تطور خزينة مؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات للفترة (2004-2007)

البيان	2004	2005	2006	2007
رأس المال العامل الصافي	519 914 503.07	687 765 755.18	719 392 338.17	2 139 754 177.75
احتياجات رأس المال الصافي	258 843 795.89	557 531 118.52	674 672 943.64	1 264 131 868.18
الخزينة الصافية	261 070 707.18	130 234 636 .66	44 719 394.53	875 622 309.57

من إعداد الباحثة باعتماد ميزانيات المؤسسة 2004-2007

نلاحظ أن المؤسسة قد حققت خزينة موجبة لكن في تراجع و ذلك نتيجة ارتفاع الاحتياجات في رأس المال العامل ما يعني عدم قدرة الخصوم المتداولة في تغطية و تمويل مخزون المؤسسة و المدينين لها و بالتالي يجب على المؤسسة إعادة التوازن لتجنب التعثر المالي و عدم القدرة على تسديد التزاماتها المالية باعتماد مصدر تمويل و بتكاليف أقل لتغطية دورة الاستثمار و بالتالي إعادة التوازن بتغطية الاحتياجات الاستثمارية بموارد طويلة الأجل بالموازاة مع رفع الفرص للحصول على تمويل قصير الأجل لتغطية دورة الاستغلال نتيجة ارتفاع معدل الإنتاجية و هو ما بدأ التماسه سنة 2007 بعد رفع رأس المال و بالتالي زيادة فرص تمويل دورة الاستثمار و تغطية دورة الاستغلال.

الفرع الثاني: تحليل الميزانية من منظور مالي

أولا :نسب السيولة

الجدول رقم (3-9): مؤشرات الأداء المتعلقة بالسيولة لمؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات خلال الفترة (2004-2007)

الرقم	المؤشرات	2004	2005	2006	2007
S1	نسبة السيولة العامة	% 146.09	%277.45	%441.93	%477.86
S2	نسبة السيولة المحددة	% 69.28	%130.62	%231.03	%288.95
S3	نسبة السيولة الفورية	46.49 %	%41.45	22.66 %	% 261.73
S4	نسبة ص ر م ع /مجموع الأصول	%51.46	%56.79	%61.88	%84.46

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على تقارير مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

اعتمادا على مؤشرات السيولة في فترة الملكية العامة للدولة تم التوصل للنتائج التالية:

1- تحليل مؤشر السيولة العامة: S1

من خلال الجدول يتضح أن نسبة السيولة العامة أكبر من الواحد خلال سنتي 2004 و 2005، وهو ما يشير إلى أن الأصول المتداولة تغطي إجمالي الديون قصيرة الأجل، ما يعكس تحسن رأس المال العامل حيث سجلت نسبة من 146 % و فهي نسبة جيدة فقد حدد الخبراء النسبة بين (1-2) و إذا كانت أقل فهي تواجه مشاكل في السيولة، أما سنتي 2005 و 2006 قد بلغت النسبة 277 % و 442 % على التوالي و هو ما يعكس الفائض الكبير في الأصول المتداولة مقارنة بالخصوم المتداولة و بالتالي عدم قدرة الديون قصيرة الأجل تغطية احتياجات دورة الاستغلال ما يدفع بالمؤسسة لإعادة النظر في سياسة التخزين ، كما و قد استقرت النسبة سنة 2007 فبلغت 477.86 % و هي نسبة كبيرة تعكس الاحتياج الكبير لرأس المال.

2- تحليل مؤشر السيولة المحددة: S2:

تعتمد هذه النسبة على سرعة تحويل الأصول الجارية إلى سيولة نقدية ، تكون مقبولة عندما تكون مساوية للواحد فمن خلال الجدول نلاحظ أن النسبة في ارتفاع مستمر فقد بلغت 69 % سنة 2004 ما يدل أن الأصول الجارية ما عدا المخزونات قادرة على تغطية التزامات المؤسسة قصيرة الأجل لكن سنة 2005 عرفت تحسن نتيجة تراجع حجم الديون قصيرة الأجل مع ثبات احتياجات الدورة لتبلغ سنة 2007 نسبة معتبرة جدا لارتفاع المدينون الآخرون ، و عليه لا بد على المؤسسة من تحصيل حسابات المدينون الآخرون.

3- تحليل مؤشر السيولة الفورية: S3

تعد مرجع لقياس السيولة انطلاقا من اعتماد القيم الجاهزة المتوفرة دون اللجوء إلى بيع جزء من المخزونات أو تحصيل المدينين (تتراوح النسبة بين 0.2 - 0.6) ما يدل بعد استقراء نتائج المؤسسة للفترة المعنية أن الوضعية جيدة كما يعكس قدرتها في مواجهة الالتزامات الفورية و هو ما يمنحها ثقة الجهات التمويلية .

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

4- تحليل مؤشر رم ع ص: S4

من خلال الجدول نلاحظ أن المعدل في تحسن و ذلك لزيادة قيمة رم ع ص فقد بلغ 51 % سنة 2004 ما يدل أن الفائض الموجه لتغطية دورة الاستغلال يمثل 51 % من حجم أصول المؤسسة لكن هذا الفائض كان نتيجة الموارد الخارجية المعتمدة في تمويل الاستثمارات المقرر استغلالها لتحسين الموارد الإنتاجية و هو بذلك سبب من أسباب الدخول في عملية الشراكة لتجنب مصاريف التمويل الإضافية.

ثانيا :نسب التمويل

للحكم على الأداء المالي من خلال هيكل رأس المال ارتأينا تناول المؤشرات المتعلقة باعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي نظرا لدوره في التأثير على العائد و المخاطر و الموضحة في الجدول الموالي :

الجدول رقم (3-10):مؤشرات الأداء المتعلقة بتمويل مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)خلال الفترة
(2004-2007)

الرقم	المؤشرات	2004	2005	2006	2007
S5	نسبة قابلية التسديد	% 65.76	% 51.74	% 49.71	%42.88
S6	نسبة الاستقلالية المالية	% 66.11	% 93.42	% 93.27	%213.18
S7	نسبة الرافعة المالية	% 171.92	% 170.94	% 184.93	%110.78
S8	نسبة الهيكل المالي	% 151.25	% 107.04	% 107.21	%46.91
S9	نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة	% 32.88	% 55.95	% 71.15	%32.57
S10	نسبة التمويل الدائم	% 291.98	% 271.67	% 333.53	%331.38
S11	نسبة د و م أ إلى المديونية الإجمالية	% 21.74	% 52.27	% 66.37	%69.44
S12	نسبة د و ق أ إلى المديونية الإجمالية	% 78.26	% 47.73	% 33.63	%30.56

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

1-تحليل مؤشر نسبة قابلية التسديد: S5

تمثل هذه النسبة مدى مساهمة المديونية في تمويل أصول المؤسسة ،نلاحظ أن النسبة في تراجع حيث كانت 65 % سنة 2004 لتتخفض إلى 50% سني 2005 و 2006 بسبب تراجع معدل الديون قصيرة الأجل بالنسبة للخصوم لكن تبقى نسبة كبيرة ما يدل أن المؤسسة تعتمد على التمويل الخارجي بشكل كبير كما أنها غير قادرة على تسديد جميع التزاماتها من ديون و فوائد في تاريخ الاستحقاق ،و بالتالي عليها مراجعة سياسة التمويل ،لتبدأ في التراجع سنة 2007 بسبب ارتفاع الأموال الخاصة .

2- تحليل مؤشر الاستقلالية المالية : S6

نلاحظ أن النسبة تتجه نحو الارتفاع فقد بلغت 93 % أي تقترب إلى الواحد، ما يعني اقتراب قيمة الديون من حجم الموارد الخاصة أي تعتمد على كل من الموارد الذاتية و الخارجية تقريبا بالتساوي و بالتالي فالمؤسسة غير مستقلة ماديا لعدم قدرتها الاكتفاء بمواردها الخاصة في مواجهة التزاماتها المالية ،لكن سنة 2007 ارتفعت النسبة إلى 213 % ما يدل على اعتماد المؤسسة على مواردها الخاصة .

3- بالنسبة لمؤشر الرافعة المالية: S 7

نفس التعليق بالنسبة للرافعة المالية حيث شهدت النسبة استقرار نوعا ما حتى سنة 2006 أين ارتفعت النسبة إلى تقريبا الضعفين ما يدل أن موارد المؤسسة الخاصة تمثل ثلث الموارد التي تعتمد عليها المؤسسة لتتراجع سنة 2007 لتصل إلى 117 % لارتفاع نسبة مساهمة الموارد الخاصة بعد فتح رأس المال .

4 - بالنسبة لمؤشري نسبة الهيكل المالي نسبة الديون طويلة الأجل: S8 و S9

لقد شهد هذا المؤشر تراجع إيجابي فبعدما كانت 151% سنة 2004 انخفضت في السنتين الموالتين ما يعكس تراجع الديون مقارنة بالأموال الخاصة لكن يبقى تقريبا بالتساوي و بذلك يمكن اعتماد نفس التعليق على الاستقلالية المالية،و هو ما تأكد سنة 2007 بعد تراجع حجم الديون مقارنة بالأموال الخاصة ، أما عن حجم الديون طويلة الأجل فهو في تزايد ما يؤكد اعتماد المؤسسة على التمويل طويل الأجل انطلاقا من سياسة تحديد المعدات الإنتاجية.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

5 - تحليل مؤشر التمويل الدائم: S 10

تعكس النسبة مدى تغطية الأصول الدائمة بالأموال الدائمة، ومن خلال قياس النسبة خلال فترة الدراسة فقد تبين أنها كبيرة فقد بلغت 292% سنة 2004 أي فاقت الواحد لتراجع قليلا سنة 2005 وتستقر بعدها سنة 2007 وهو ما يعكس قدرة الموارد الدائمة في تمويل الأصول غير الجارية و بالتالي تحقيق فائض رأس المال العامل لتمويل دورة الاستغلال، لكن تبين هذه الوضعية أن المؤسسة غير متوازنة ماليا، لأن الأصول الجارية تم تغطيتها بالخصوم الجارية و بالتالي على المؤسسة استغلال الديون طويلة الأجل في تغطية أصول غير جارية جديدة.

6- بالنسبة لمؤشري نسبة الديون طويلة و قصيرة الأجل: S11 و S12.

يتضح أن سنة 2004 كانت نسبة الديون قصيرة الأجل تمثل أغلب الديون بنسبة معتبرة لتراجع سنة 2005 باعتماد المؤسسة المزج بين كلا الموردين بالتساوي تقريبا بعدها شهدت الديون قصيرة الأجل تراجع بعد دفع الأقساط لتتعاادل سنة 2007 نسبة كل من الديون الطويلة و القصيرة الأجل.

المطلب الثاني: تقييم النشاط و النتائج.

يتم تقييم النشاط و تحليل النتائج من خلال اعتماد مجموعة من النسب المالية انطلاقا من الميزانية و جدول حسابات النتائج نظرا لخصوصية النتائج التي يمنحها انطلاقا من طبيعة الأنشطة سواء تجارية، تشغيلية أو مالية

الفرع الأول: تحليل مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات التسيير.

وقد تم الاستعانة بمجموعة من النسب نوضحها في الجدول الموالي:

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

الجدول رقم (3-11): مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات التسيير لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)
خلال الفترة (2004-2007)

الرقم	المؤشرات	2004	2005	2006	2007
S13	معدل نمو رقم الأعمال	-	%13.68	%23.28	%14.30
S14	معدل نمو القيمة المضافة	-	%0.87-	%20.36-	%3.27-
S15	معدل القيمة المضافة	%32.44	%28.29	%18.27	%15.46
S16	معدل النتيجة الصافية إلى القيمة المضافة	%32.52	%26.47	%23.37	%7.8-
S17	معدل نتيجة الاستغلال	%13.76	%10.91	%3.23	%2.14-
S18	معدل الفائض الإجمالي للاستغلال على رقم الأعمال	%19.68	%17.85	%9.04	%6.16
S19	معدل نتيجة الاستغلال إلى الفائض الإجمالي للاستغلال	%69.88	%61.14	%35.70	%34.71-
S20	معدل المصاريف المالية	16.24%	%22.49	%38.27	%73.49
S21	معدل الفائض الإجمالي للاستغلال	%60.68	%63.10	%49.49	%39.84

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

انطلاقاً من معطيات الجدول أعلاه فقد بينت النتائج تطورات الأداء كما يلي:

1- بالنسبة لمؤشرات حجم النشاط S13، S14 و S15

نلاحظ أن مؤشر تطور نمو رقم الأعمال قد عرف ارتفاع ملحوظ حيث بلغ 23.28 % سنة 2006 لكن تراجع سنة 2007 و يعود ذلك لتراجع المبيعات سواء التجارية أو الصناعية، كذلك بالنسبة لمؤشر نمو القيمة المضافة فهو مؤشر يعكس نشاط المؤسسة المباشر و المتعلق بالمعدات المستعملة فقد عرف تراجع مستمر

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

ليصل إلى -3.27 % و ذلك لارتفاع استهلاكات الدورة ، و بالتالي على المؤسسة الأخذ بعين الاعتبار تطوير القيمة المضافة لاعتبارها مرجع للمحللين الماليين .

و هو ما نتج عنه تراجع في معدل القيمة المضافة لينتقل من 32.44% إلى 15.46 % ومنه يمكن الحكم على أداء المؤسسة التسييري أنها حققت رقم أعمال موجب و متزايد لكن بتكلفة مرتفعة للمواد الأولية بالنسبة لمؤشرات نشاط المؤسسة: S16 و S17 و S19.

فإن النتيجة الصافية إلى القيمة المضافة فهو في انخفاض مستمر و ذلك لتراجع كل من نتيجة الدورة و القيمة المضافة من خلال تحقيق نتيجة خارج الاستغلال سالبة سنتي 2004 و 2005 نفس التغيير عرفه معدل نتيجة الاستغلال إلى الفائض الإجمالي ذلك لتراجع كل من الفائض الإجمالي للاستغلال و نتيجة الاستغلال نتيجة ارتفاع المصاريف المالية و مصاريف المستخدمين.

2- بالنسبة لمعدل الفائض الإجمالي إلى رقم الأعمال S18:

و هو ما يعكس حجم المردودية التجارية من خلال قدرة كل وحدة نقدية من رقم الأعمال توليد فائض إجمالي للاستغلال حيث سجل المؤشر تراجع مستمر خلال سنوات الدراسة بسبب تراجع الفائض نتيجة ارتفاع المصاريف.

3- بالنسبة لمعدل المصاريف المالية S20

فهو في ارتفاع فقد انتقل من 16% إلى 73.5% و هي نسبة كبيرة و غير مقبولة تعكس الحجم الكبير للمصاريف المالية مقارنة بالقيمة المضافة المحققة و ذلك نتيجة عملية فتح رأس المال و ما ترتب عنها من تكاليف متعلقة بالإجراءات.

4- بالنسبة لمعدل الفائض الإجمالي للاستغلال: S21

فقد حقق سنة 2004 ما نسبته 60.68 % ما يعكس تطور المؤسسة، ثم عرف ارتفاع طفيف ليتراجع و بمعدل أكثر سنة 2006 ليصل إلى تقريبا 40 % ما يعكس الحجم المعتبر لمصاريف المستخدمين و

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

الضرائب المحصلة من القيمة المضافة المحققة ما يدفع بالمؤسسة لتحقيق قيمة مضافة أعلى لتعزيز مكانتها في السوق.

الفرع الثاني: تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات الأداء الربحي.

الجدول رقم (3-12): مؤشرات الأداء المتعلقة بالأداء الربحي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) خلال الفترة (2004-2007)

الرقم	المؤشرات	2004	2005	2006	2007
S22	معدل العائد على حقوق الملكية	25.26 %	17.38 %	14.25 %	-1.27 %
S23	معدل العائد على الأصول	14.69 %	10.17 %	7.71 %	-1.15 %
S24	نسبة هامش الربح الصافي	10.55 %	7.49 %	4.27 %	-1.21 %
S25	معدل العائد على مصادر التمويل ط ا	14.33 %	9.99 %	7.67 %	-0.98 %
S 26	القدرة على التسديد	99.28 %	99.14 %	115.64 %	19.32 %

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

انطلاقاً من اعتماد مؤشرات الربحية في تحليل الأداء المالي فقد توصلنا إلى النتائج التالية:

1- فيما يخص مؤشر العائد على حقوق الملكية: S22

فقد عرف هذا المؤشر تراجع مستمر و بمعدل متناقص فقد انتقل من 25 % سنة 2004 إلى 14 % سنة 2006 و هو ما يعكس تراجع العائد المحقق لحملة الأسهم بعد تراجع النتيجة الصافية، فهي نسبة متوسطة جداً و تدل على عدم وجود خيارات أمام المؤسسة على المدى القصير، ما دفع بالمؤسسة بالبحث عن موارد تمويلية من خلال فتح رأس المال عن طريق الشراكة سنة 2007 ما دفع بالمؤشر للتراجع نتيجة زيادة رأس المال مع تحقيق نتيجة صافية سالبة.

2- بالنسبة لمعدل العائد على الأصول: S23

نفس التعليق بالنسبة لمعدل العائد على الأصول و الذي استمر في التراجع من 14 % حتى 7 % ما يبرهن تراجع قدرة المؤسسة في تحقيق الأرباح ما و يؤكد تراجع أنشطتها الاستثمارية و التشغيلية ما يتطلب

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

منها إعطاء دفعة جديدة للأنشطة الإنتاجية، بالنسبة لسنة 2007 فقد كان المعدل سالب لتحقيق نتيجة صافية سلبية .

3- بالنسبة لهامش الربح الصافي :S24.

وهو نسبة تقيس حجم الأرباح الناتجة عن كل دينار من صافي المبيعات ،ما يعكس كفاءة الإدارة من ناحية الإنتاج ،البيع و التمويل وهو ما لم تأكده المؤسسة نظرا لتراجع هذه النسبة من سنة لأخرى حيث كانت 10 % سنة 2004 لتراجع إلى 4.27 % سنة 2006 وتدهور بعدها إلى -1.21 % سنة 2007.

4- بالنسبة لمؤشر معدل العائد على مصادر التمويل طويلة الأجل:S25

من خلال الجدول يتضح التراجع المستمر في معدل العائد على مصادر التمويل طويلة الأجل ليصل إلى - 1 % وهي نسبة محدودة و هو راجع لضعف النتائج المحققة مقارنة بالموارد المعتمدة.

5- بالنسبة لمؤشر القدرة على التسديد:S26.

فقد عرف ارتفاع من سنة 2004 حتى 2006 ،أين وصل إلى 115 % وهو راجع لارتفاع قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة و انخفاض إجمالي الديون ،لتراجع إلى 19.32 % سنة 2007.

الفرع الثالث: تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات أداء عناصر الاستغلال.

و هو ما يمكننا الحكم على كفاءة المؤسسة في استخدام موجوداتها لتحقيق مبيعات و لذلك ارتأينا و في إطار المعطيات المتوفرة تقديم المؤشرات الموضحة في الجدول أدناه:

الجدول رقم (3-13): مؤشرات الأداء المتعلقة بأداء عناصر الاستغلال لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) خلال الفترة (2004-2007)

الرقم	المؤشرات	2004	2005	2006	2007
S27	معدل دوران الأصول	138 %	134.11 %	179.15 %	94.92 %
S28	معدل دوران الأموال الخاصة	237.25 %	229.25 %	331.3 %	105.15 %
S29	معدل دوران الأصول الثابتة	556.06 %	425.92 %	686.28 %	262.02 %

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

S30	معدل دوران الأصول المتداولة	349.12%	369.89%	508.03%	383.40%
S31	سرعة دوران المواد الأولية	4.57	5.01	7.22	7.78
S32	نسبة دوران رقم الأعمال بالنسبة للمخزونات	28.38%	26.70%	19.54%	25.96%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

1- بالنسبة لمعدل دوران الأصول: S27

و الذي كان معتبرا سنة 2004 بنسبة 138% ليتراجع إلى 134 % لانخفاض المبيعات ليرتفع من جديد سنة 2006 بارتفاع المبيعات ما يعكس قدرة المؤسسة تحقيق المبيعات باستغلال الاستثمارات، لكن سنة 2007 تراجع العائد بسبب حجم الاستثمارات الجديدة في انتظار استغلالها.

2- بالنسبة لمعدل دوران الأموال الخاصة: S28

نفس التعليق ينطبق على هذا المؤشر و الذي حقق معدل 331.1 % سنة 2006 ما يعكس قدرة الموارد الخاصة في توليد مبيعات من خلال تحقيق ما قيمته 330 دج مبيعات من كل 1 دج من الموارد، كما يعود التراجع سنة 2007 لحجم الموارد الخاصة الجديدة .

3- بالنسبة لمعدل دوران الأصول الثابتة و المتداولة : S 29 و S30

حيث يوضح هذا المؤشر مساهمة الأصول الثابتة في خلق المبيعات أين سجل نسب كبيرة جدا ما يؤكد وزن الأصول الثابتة من استثمارات في تحقيق المبيعات، نفس التعليق بالنسبة للأصول المتداولة لكن بتأثير أقل .

4- بالنسبة لسرعة دوران المواد الأولية: S31

سجلت النسبة ما قيمته 4.5 أضعاف 2004 ما يعني اعتماد المؤسسة تخزين 20% من المواد الأولية المشتراة لتعرف بعد ذلك ارتفاع وصل إلى 7 أضعاف ما معناه تقريبا ما نسبته 15 % ما يجعل المؤسسة تحقق تكاليف تخزين أقل.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

5- بالنسبة لنسبة دوران رقم الأعمال بالنسبة للمخزونات: S32

نلاحظ تحقيق نسبة 28.38 % وهي نسبة معتبرة تدل على ارتفاع حجم قيمة المخزونات ، حيث عرفت انخفاض حتى سنة 2006 لكن تبقى كبيرة نوعا ما سنة 2007 ما يدل على موازنة المؤسسة في جدولة المخزونات ما يرفع من تكاليف التخزين و تجميد المبيعات بدون تحقيق أرباح .

المطلب الثالث: تحليل المردودية بمؤشرات النسبية.

تعتبر المردودية المالية أحد المؤشرات الاقتصادية المعبرة عن أداء المؤسسة و من أهم مؤشراتنا نجد المردودية المالية و هي مردودية المستثمرين و المردودية الاقتصادية المتعلقة بالاستثمارات .

الفرع الأول: تحليل المردودية المالية.

تشمل المردودية المالية إجمالي أنشطة المؤسسة و ما تحققه من عوائد لصالح المساهمين ، و فيما يلي الجدول الموضح لتطور المردودية المالية للمؤسسة :

الجدول رقم (3-14): تطور المردودية المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2004-

2007)

البيان	2004	2005	2006	2007
النتيجة الصافية	160.71 325 833	129 37 484.13	90 943 449.67	29 358 538. 55-
الأموال الخاصة	474 424 071.05	614 948 783.77	547 170 434.30	2 333 702 103.26
المردودية المالية	%33.79	%21.04	%16.62	% 1.26-
نسبة التغير	-	37.73%-	%21-	% 107.56-

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

تحدد المردودية المالية مساهمة الأموال الخاصة في تحقيق النتيجة الصافية أي أن كل دينار من الأموال الخاصة كم يولد من المردودية المالية ، وما يلاحظ من خلال الجدول أن النسبة كانت 33.79 % سنة 2004 و

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

هي مقبولة حيث أن كل المستثمرين يحققون عائد يقدر ب 0.33 دج لكل دينار مستثمر لكن قد عرفت تراجع في السنتين الموالتين بنسب معتبرة حيث خسر كل من المستثمرين و المقرضين 0.12 دج و 0.5 دج على التوالي عن كل 1 دينار مستثمر كما سجلت سنة 2007 معدل سالب لتحقيق نتيجة خسارة و بالتالي قد خسر كل مساهم 0.012 دج عن كل دينار مستثمر لذلك على المؤسسة الاستغلال الأمثل لمواردها، و ما لا يمكن تجاهله أن المؤسسة سنة 2007 قد عملت على فتح رأس المال بدخول شريك أجنبي و قد تمخضت عن العملية تحديد في المعدات الإنتاجية و هو ما تأمل المؤسسة من وراء تحقيق القفزة الإنتاجية و تحقيق أرباح معتبرة و نأمل نحن تحققه عند دراسة السنوات الموالية .

الفرع الثاني: تحليل المردودية الاقتصادية.

يعتمد تحليل المردودية الاقتصادية على استبعاد لتمويل الخارجي، فهي مرتبطة بالاستثمارات الثابتة و المتداولة دون الأخذ بعين الاعتبار التمويل الخاص أو الخارجي، فهي تلعب دور مقياس لأداء المؤسسة كوحدة اقتصادية مستقلة، و فيما يلي عرض لمعدل المردودية الاقتصادية للمؤسسة خلال الفترة المتعلقة بالدراسة.

الجدول رقم (3-15): تطور المردودية الاقتصادية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2004-2007)

البيان	2004	2005	2006	2007
الفائض الإجمالي للاستغلال	248 782 367.06	233 104 774.37	115 421 659.74	122 819 265.62
الأصول الثابتة + الاحتياج لرأس المال	529 665 942.11	958 163 590.99	982 718 208.01	2 188 894 372.50
المردودية الاقتصادية	46.97%	24.33%	11.75%	5.61%
نسبة التغير	-	-48.20%	-51.72%	-52.22%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

من خلال الجدول يتضح لنا أن النسبة كانت سنة 2004 معتبرة لتحقيق احتياج لرأس المال المعتبر لكن تراجعت خلال السنوات الموالية نتيجة تراجع الفائض الإجمالي للاستغلال أين سجلت سنة 2007 أدنى مستويات نتيجة الارتفاع المعتبر في الأصول بعد عملية فتح رأس المال لتمويل الاستثمارات الجديدة

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

المبحث الثالث: تحليل الأداء المالي للمؤسسة مجال الدراسة بعد عملية الشراكة

سنتطرق من خلال المبحث إلى تحليل الأداء المالي بعد عملية الشراكة بهدف الإحاطة بمختلف جوانب إشكالية البحث بالوقوف على أهم التغيرات التي عرفها الأداء المالي انطلاقا من نمط فتح رأس المال، فقد تم تحليل الوضعية بعد فتح رأس المال لمعرفة أثر العملية على أداء المؤسسة و منح مدة معتبرة لتحقيق عوائد عن الاستثمارات المحققة و لإضفاء الحداثة على المعطيات ارتأينا دعم عملية التقييم من خلال تحليل نتائج نشاط المؤسسة من بدأ الشراكة حتى السنوات الأخيرة (2008-2020) في إطار المعلومات المتحصل عليها.

المطلب الأول: تحليل الهيكل المالي على أساس الميزانية

من خلال تحليل ميزانية المؤسسة عن طريق تحليل تغير مؤشرات التوازن المالي من جهة، و مؤشرات الأداء المالي من جهة أخرى

الفرع الأول: تحليل الميزانية من منظور وظيفي

يسمح تحليل الميزانية من منظور وظيفي بعد عملية الشراكة لحساب مؤشرات التوازن المالي للحكم على قدرة المؤسسة في تغطية احتياجاتها بمواردها المستثمرة .

أولا :حساب رأس المال العامل الإجمالي

جدول رقم (3-16) رأس المال العامل الصافي الإجمالي لمؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات للفترة (2008-2020)

السنوات	اليان	الموارد الدائمة	الأصول الثابتة	رأس المال العامل الصافي
2008	2 793 336 519.75	921 407 710.70	1 871 928 809.05	
2009	2 780 662 986.35	1 205 234 432.65	1 575 428 553.70	
2010	3 247 155 986.70	1 426 851 579.58	1 820 304 407.12	
2011	3 163 616 232.74	1 426 929 287.54	1 736 686 945.20	
2012	3 114 368 851,80	1 232 307 988,84	1 882 060 862.96	
2013	2 913 274 751.91	1 007 074 577.30	1 906 200 174.61	
2014	3 091 165 820.75	897 705 976.85	2 193 459 843.90	
2015	3 477 016 390.97	1 248 321 754.33	2 228 694 636.64	
2016	3 708 116 325.90	1 225 230 700.07	2 482 885 625.83	

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

2 281 863 474.39	1 319 209 088.17	3 601 072 562.56	2017
2 239 953 460.13	1 438 267 988.35	3 678 221 448.48	2018
2 285 628 586.03	1 490 242 773.84	3 775 871 359.87	2019
1 826 739 842.48	1 670 030 437.93	3 496 770 280.41	2020

من إعداد الباحثة باعتماد ميزانيات المؤسسة 2008-2020.

من خلال الجدول نلاحظ أن رأس المال العامل موجب خلال سنوات الشراكة و في ارتفاع مستمر حتى سنة 2019 لينخفض قليلا سنة 2020 نتيجة ارتفاع الموارد الدائمة بعد تسجيل ارتفاع معتبر في نتيجة الدورة و كذا ارتفاع القروض طويلة الأجل لتغطية الاستثمارات الجديدة ،ومنه بناء على استقراء بيانات ميزانيات المؤسسة نلاحظ أنها تملك هامش أمان لمواجهة احتياجات دورة الاستغلال فيما يتعلق بالسيولة.

جدول رقم (3-17) إحتياجات رأس المال العامل الصافي الإجمالي لمؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات للفترة (2008 - 2020)

البيان السنوات	الأصول المتداولة	الخصوم المتداولة	إحتياجات رأس المال العامل الصافي
2008	1 855 535 037.38	438 738 223.16	1 416 796 814.22
2009	1 635 186 992.76	534 976 286.04	1 100 210 706.72
2010	2 553 194 954.21	566 631 641.60	1 986 563 312.61
2011	2 809 259 930.18	413 221 485.48	2 396 038 444.70
2012	2 583 485 924.29	153 710 104.22	2 429 775 820.07
2013	1 744 186 598.19	210 454 920.12	1 533 731 678.07
2014	1 560 254 140.57	204 848 854.87	1 355 405 285.70
2015	2 637 651 653.54	465 539 144.28	2 172 112 509.26
2016	3 284 779 881.23	240 074 968.65	3 044 704 912.58
2017	2 025 527 885.50	249 889 049.46	1 775 638 836.04
2018	2 506 316 614.86	288 163 846.63	2 218 152 768.23
2019	2 540 368 517.89	505 719 432.95	2 034 649 084.94
2020	1 768 354 252.65	238 271 694.57	1 530 082 558.08

من إعداد الباحثة باعتماد ميزانيات المؤسسة 2008-2020

**الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)**

انطلاقاً من الجدول نلاحظ أن الاحتياجات كانت سنة 2008 موجبة (1416 796 814.22) و هذا يعني أن المؤسسة غير قادرة على تغطية احتياجات دورة الاستغلال عن طريق الخصوم الجارية ما يجعلها تعتمد على رأس المال العامل ، ، كما قد شهد الاحتياج ارتفاع خلال السنوات الموالية نتيجة ارتفاع الاحتياجات مقارنة بالموارد التي تراجعت ، ما يعني عدم قدرة الديون قصيرة الأجل تغطية دورة الاستغلال ، فهو راجع لطبيعة نشاط المؤسسة و الذي يتطلب احتياجات كبيرة للمواد الأولية مع ارتفاع كذلك حقوق الزبائن فبالنظر إلى المؤسسة دائماً في حاجة لرأس مال عامل لاستمرار الوحدات الصناعية في الإنتاج ، وذلك انطلاقاً من هيكل المؤسسة الذي يعتمد على الديون طويلة الأجل بصورة كبيرة في هذه الفترة نظراً للسياسة الاستثمارية طويلة الأجل المتمثلة في اقتناء معدات إنتاج جديدة باستغلال الأراضي لإعداد وحدات إنتاجية بعد عملية الشراكة .

جدول رقم (3-18) تطور خزانة مؤسسة الكابلات الجزائرية للاتصالات للفترة (2008-2020)

البيان السنوات	رأس المال العامل الصافي	إحتياجات رأس المال العامل الصافي	الخزينة الصافية
2008	1 871 928 809.05	1 416 796 814.22	455 131 994,8
2009	1 575 428 553.70	1 100 210 706.72	475 217 846,9
2010	1 820 304 407.12	1 986 563 312.61	-166 258 905.49
2011	1 736 686 945.20	2 396 038 444.70	-659 351 499.50
2012	1 882 060 862.96	2 429 775 820.07	-547 714 957.11
2013	1 906 200 174.61	1 533 731 678.07	372 468 496.54
2014	2 193 459 843.90	1 355 405 285.70	838 054 858.20
2015	2 228 694 636.64	2 172 112 509.26	56 582 127.38
2016	2 482 885 625.83	3 044 704 912.58	-561 819 286.75
2017	2 281 863 474.39	1 775 638 836.04	506 224 638.35
2018	2 239 953 460.13	2 218 152 768.23	21 800 691.90
2019	2 285 628 586.03	2 034 649 084.94	250 979 501.09
2020	1 826 739 842.48	1 530 082 558.08	296 657 284.40

من إعداد الباحثة باعتماد ميزانيات المؤسسة 2008-2020

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

نلاحظ أن المؤسسة قد حققت خزينة موجبة أي قدرة رأس المال تمويل الاحتياج في دورة الاستغلال لكن في تراجع حتى سنة 2012 و ذلك نتيجة ارتفاع الاحتياجات في رأس المال العامل ما يعني عدم قدرة الخصوم المتداولة في تغطية و تمويل مخزون المؤسسة و المدينين لها، وقد بقيت الوضعية في تذبذب إذ كانت أفضل نتيجة سنة 2014 لارتفاع حجم الاستثمارات و انخفضت سنة 2016 لتراجع حقوق الزبائن و بالتالي يجب على المؤسسة إعادة التوازن لتجنب التعثر المالي و عدم القدرة على تسديد التزاماتها المالية باعتماد مصدر تمويل قصير الأجل و بتكاليف أقل لتغطية دورة الاستغلال و بالتالي إعادة التوازن و كذا تخفيض تكاليف التخزين

الفرع الثاني: تحليل الميزانية من منظور مالي

أولا :نسب السيولة

يعد تحليل الأداء بعد عملية فتح رأس المال خطوة مهمة لمعرفة أثر و صحة القرار المتخذ من دونه بتشخيص الوضعية لتأكيد الدور الفعال للعملية على تطور الأداء، و لذلك فقد تم تحليل الوضعية من خلال:
الجدول رقم (3-19): مؤشرات الأداء المتعلقة بالسيولة لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) خلال الفترة
(2008-2020)

البيان السنوات	نسبة السيولة العامة	نسبة السيولة المحددة	نسبة السيولة الفورية	نسبة ص ر م ع /مجموع الأصول
2008	% 422.93	% 256.23	% 103.74	% 67.41
2009	% 305.66	% 208.42	88.83%	55.46%
2010	% 450.59	% 323.47	79.37%	45.74%
2011	% 648.46	% 496.68	75.17%	41.00%
2012	% 1680.75	% 1255.33	% 118.14	% 49.32
2013	% 828.77	% 584.59	% 321.37	% 69.28
2014	% 761.66	% 526.70	% 438.57	% 89.24
2015	% 566.58	% 442.33	% 81.29	% 57.35
2016	% 1368.23	% 988.12	% 375.67	% 67.10
2017	% 810.57	% 525.07	% 263.57	% 68.22
2018	% 869.75	% 541.80	% 59.96	% 56.79

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

2019	% 502.33	% 310.17	% 89.21	% 56.71
2020	% 742.16	% 369.28	% 350.37	% 53.13

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على تقارير مؤسسة (الكابلات الجزائرية)

اعتمادا على مؤشرات السيولة في فترة الملكية العامة للدولة تم التوصل للنتائج التالية:

1- تحليل مؤشر السيولة العامة: (S1)

من خلال الجدول يتضح أن نسبة السيولة العامة أكبر من النسبة المثالية (1-2) خلال طول الفترة حيث بلغت سنة 2008 نسبة 422 % لتعرف تذبذب في السنوات الموالية و ذلك نتيجة ارتفاع حساب الموردين و حساب الزبائن و ارتفاع حجم المخزون و الذي بدوره يعرف بطيء في التحول إلى سيولة و بالتالي على المؤسسة ضبط سياسة تسير المخزون و التي يبدو أنها لم تتمكن من ذلك رغم مرور مدة معتبر من فتح رأس المال و توسع تسويق المنتجات ما جعل شبكة التوزيع كبيرة و تتطلب تسير أحسن و أدق بالتنسيق مع سياسة تحصيل الحقوق .

2- تحليل مؤشر السيولة المحددة (S2):

نفس التعليق بالنسبة للسيولة المحددة و التي قد عرفت هي كذلك تذبذب لكن بنسب أكبر من المقبول ما يعكس قدرة الأصول المتداولة ما عدا المخزونات في تغطية الديون قصيرة الأجل و ذلك لارتفاع المدينون الآخرون و بالتالي على المؤسسة اعتماد سياسة أكثر فعالية لتحصيل الحقوق .

3- تحليل مؤشر السيولة الفورية (S3) :

من خلال الجدول نلاحظ أن النسبة كبيرة ما يعكس أن المؤسسة تعتمد على سيولتها دون اللجوء لبيع المخزونات و بالتالي قدرة في مواجهة الالتزامات الفورية ما يعطي مصداقية للمؤسسة أمام الممولين.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

4- تحليل مؤشر رم ع ص (S4) :

من خلال الجدول نلاحظ أن المعدل في استقرار نوعا ما و ذلك لزيادة قيمة رم ع ص فقد بلغ 67 % سنة 2008 ما يدل أن الفائض الموجه لتغطية دورة الاستغلال يمثل 67 % من حجم أصول المؤسسة ، و يعود الارتفاع في هذا المعدل للنتائج الإيجابية التي حققتها المؤسسة خلال سنوات الشراكة .

ثانيا :نسب التمويل

للحكم على الأداء المالي من خلال هيكل رأس المال ارتأينا تناول المؤشرات المتعلقة باعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي نظرا لدوره في التأثير على العائد و المخاطر و الموضحة في الجدول الموالي :

الجدول رقم (3-20):مؤشرات الأداء المتعلقة بتمويل مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)خلال الفترة
(2008-2020)

البيان السنوات	نسبة قابلية التسديد	نسبة الاستقلالية المالية	نسبة الرافعة المالية	نسبة الهيكل المالي	نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة
2008	31.51 %	267.01%	117.81%	37.45%	18.67%
2009	29.17 %	259.03 %	128.11%	38.61%	13.68%
2010	32.92 %	191.06%	149.68%	52.34%	29.71%
2011	23.54 %	258.75 %	159.49%	38.65%	22.63%
2012	16.30 %	425.44 %	140.68 %	23.50 %	17.70 %
2013	14.88 %	663.00 %	98.88 %	15.08 %	7.33 %
2014	16.02 %	736.92 %	79.54 %	13.57 %	6.51 %
2015	16.62 %	510.51 %	101.16 %	19.59 %	5.47 %
2016	20.01 %	433.25 %	106.67%	23.08 %	15.60 %
2017	19.4 %	493.33 %	97.06 %	20.27 %	12.47 %
2018	17.94 %	460.55 %	112.20 %	21.71 %	12.87 %
2019	23.23 %	357.37 %	109.47 %	27.98 %	12.87 %
2020	20.86 %	420.69 %	113.60 %	23.77 %	15.87 %

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

تابع الجدول رقم (3-20): مؤشرات الأداء المتعلقة بتمويل مؤسسة (الكابلات الجزائرية

للاتصالات) خلال الفترة (2008-2020)

البيان السنوات	نسبة التمويل الدائم	نسبة د و م أ إلى المديونية الإجمالية	نسبة د و ق أ إلى المديونية الإجمالية
2008	%303.16	%49.85	50.15%
2009	230.72%	35.43%	%64.57
2010	227.57%	56.76%	43.24%
2011	221.71%	58.56%	% 43.45
2012	%252.73	%75.29	%24.71
2013	%289.28	%48.59	%51.41
2014	%344.34	%47.99	%52.01
2015	%278.54	%27.91	%72.09
2016	%302.65	%67.58	%32.42
2017	%272.97	%61.50	%38.50
2018	%255.74	%59.28	%40.72
2019	%253.37	%45.98	%54.02
2020	%209.38	%66.78	%33.22

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

1- تحليل مؤشر نسبة قابلية التسديد (S5) :

تمثل هذه النسبة مدى مساهمة المديونية في تمويل أصول المؤسسة ، نلاحظ أن النسبة في تراجع حيث كانت 31 % سنة 2008 لتتخفّف إلى 20% سنة 2020 بسبب تراجع معدل الديون قصيرة الأجل بالنسبة للخصوم ما يدل أن المؤسسة لا تعتمد على التمويل الخارجي بشكل كبير كما أنها قادرة على تسديد جميع التزاماتها من ديون و فوائد في تاريخ الاستحقاق ، بسبب ارتفاع الأموال الخاصة بعد عملية الشراكة .

2- تحليل مؤشر الاستقلالية المالية (S6) :

نلاحظ أن النسبة تتجه نحو الارتفاع فقد بلغت 267 % بعد الشراكة لتواصل في نفس المستوى حيث فاقت الضعف سنة 2020 ما يعكس التطور الكبير للأموال الخاصة مع تراجع حجم الديون و ذلك بعد

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

اعتماد المؤسسة على دعم الاستثمار من خلال اعتماد الشراكة كأسلوب تمويل ما منحها استقلالية بمعدلات معتبرة جدا ما يدل على اعتماد المؤسسة على مواردها الخاصة .

3- بالنسبة لمؤشر الرافعة المالية (S7) :

من خلال استقرار نتائج الجدول قد شهدت النسبة تذبذب من سنة لأخرى لكن عرفت استقرار أين بلغت سنة 2020 نسبة 113 % ما يعني أن الأصول المستثمرة قد حققت عوائد بعد فتح رأس المال.

4- بالنسبة لمؤشري نسبة الهيكل المالي نسبة الديون طويلة الأجل (S8-S9) :

لقد شهد هذا المؤشر تراجع إيجابي فبعدما كانت 37% سنة 2008 انخفضت في السنة الأخيرة إلى 21 % ما يعني تراجع حجم الديون مقارنة بالأموال الخاصة التي عرفت بدورها ارتفاع مستمر و العائد للأرباح المسجلة نفس التغيير عرّفه تطور الديون طويلة الأجل يؤكد اعتماد المؤسسة على التمويل طويل الأجل انطلاقا من سياسة تحديد المعدات الإنتاجية.

5 - تحليل مؤشر التمويل الدائم (S10) :

تعكس النسبة مدى تغطية الأصول الدائمة بالأموال الدائمة ،ومن خلال قياس النسبة خلال فترة الدراسة فقد تبين أنها كبيرة فقد بلغت 300% سنة 2008 أي فاقت الواحد لتراجع إيجابيا حتى وصلت 209 % سنة 2020 وهو ما يعكس قدرة الموارد الدائمة في تمويل الأصول غير الجارية و بالتالي تحقيق فائض رأس المال العامل لتمويل دورة الاستغلال ،لكن تبين هذه الوضعية أنه على المؤسسة استغلال الفائض لدورة الاستثمار.

6 - بالنسبة لمؤشري نسبة الديون طويلة و قصيرة الأجل (S11-S12) :

كانت النسبة سنة 2008 متساوية بين النمطين لتبقى تعرف تذبذب من سنة لأخرى لتستقر في آخر سنة باعتماد المؤسسة التمويل طويل الأجل.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

المطلب الثاني: تقييم النشاط و النتائج.

يتم تقييم النشاط و تحليل النتائج من خلال اعتماد مجموعة من النسب المالية المتعلقة بتسيير نشاط المؤسسة الموضحة في الجدول أدناه :

الفرع الأول : تحليل مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات (بحسابات) التسيير

و قد تم الاستعانة بمجموعة من النسب نوضحها في الجدول الموالي :

الجدول رقم (3-21): مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات تسيير مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)
خلال الفترة (2008 – 2020)

البيان السنوات	معدل نمو رقم الأعمال	معدل نمو القيمة المضافة	معدل القيمة المضافة	معدل النتيجة الصافية / ق م	معدل نتيجة الاستغلال
2008	6.02 %	74.59%	25.46%	3.21%	9.07%
2009	-16.62 %	-22.99%	23.52%	14.03%	4.30%
2010	57.01%	53.03%	22.92%	20.10%	7.33%
2011	3.74%	-2.83%	21.47%	10.14%	5.00%
2012	-19.51%	-0.25%	26.61%	8.83%	4.76%
2013	11.09%	5.68%	25.31%	8.60%	3.45%
2014	15.00%	17.55%	25.87%	20.15%	6.72%
2015	31.51%	41.65%	27.87%	41.23%	14.55%
2016	-22.71%	-3.38%	34.84%	20.45%	9.59%
2017	-18.82%	-40.21%	25.66%	32.00%	11.04%
2018	28.08%	26.34%	25.31%	26.65%	9.58%
2019	2.35%	11.28%	27.52%	31.38%	11.64%
2020	-35.05%	-36.22%	27.03%	1.30%	2.54%

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

تابع لنفس الجدول:

البيان السنوات	معدل ف إ / رقم الأعمال	معدل نتيجة الاستغلال إلى ف إ إ	معدل المصاريف المالية	معدل ف إ إ
2008	15.59%	58.18%	17.84%	61.22%
2009	11.39%	37.73%	21.77%	48.44%
2010	10.81%	67.86%	15.06%	47.15%
2011	9.58%	52.26%	22.91%	44.60%
2012	13.67%	34.82%	18.81%	51.38%
2013	12.31%	28.03%	6.02%	48.65%
2014	14.41%	46.63%	1.26%	55.68%
2015	17.77%	81.92%	0.64%	63.75%
2016	22.57%	42.49%	3.41%	64.79%
2017	11.83%	93.32%	7.36%	46.09%
2018	13.78%	69.49%	9.00%	54.45%
2019	15.31%	76.07%	6.17%	55.62%
2020	10.84%	23.41%	18.62%	40.09%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

انطلاقاً من معطيات الجدول أعلاه فقد بينت النتائج تطورات الأداء كما يلي:

1- بالنسبة لمؤشرات حجم النشاط (S13-S14-S15)

نلاحظ أن مؤشر تطور نمو رقم الأعمال قد عرف تذبذب طوال فترة الدراسة يعود ذلك لتراجع المبيعات سواء التجارية أو الصناعية، نفس التعليق بالنسبة لمؤشر نمو القيمة المضافة فهو مؤشر يعكس نشاط المؤسسة المباشر و المتعلق بالمعدات المستعملة فقد عرف ارتفاعات و انخفاضات مستمر ليصل إلى

35- % و ذلك لارتفاع استهلاكات الدورة ، و هو مؤشر يعكس قدرة المؤسسة في تسديد مستحقاتها اتجاه العمال الدولة و المقرضين. بالنسبة للمؤشر (S15) هو يعكس مساهمة رقم الأعمال في القيمة المضافة فقد كانت مستقرة و هي نسبة ضعيفة تتطلب من المؤسسة تخفيض الاستهلاكات المحققة في عملية الانتاج.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

2- بالنسبة لمؤشرات نشاط المؤسسة (S16-S17)

فإن النتيجة الصافية إلى القيمة المضافة هو في تذبذب و ذلك لتراجع كل من نتيجة الدورة و القيمة المضافة من خلال تحقيق نتيجة استغلال متذبذبة نفس التعليق بالنسبة إلى الفائض الإجمالي ذلك لتراجع كل من الفائض الإجمالي للاستغلال و نتيجة الاستغلال نتيجة ارتفاع المصاريف المالية و مصاريف المستخدمين غير أن سنة 2019 عرفت تحقيق نتائج معتبرة ما حقق ارتفاع في المؤشرين لكن سنة 2020 عرفت تراجع كبير لضخم المصاريف المالية بعد الحصول على قروض جديدة سنة 2020 .

3- بالنسبة لمعدل الفائض الإجمالي إلى رقم الأعمال (S18)

و هو ما يعكس حجم المردودية التجارية من خلال قدرة كل وحدة نقدية من رقم الأعمال توليد فائض إجمالي للاستغلال حيث سجل المؤشر تذبذب لكن استقر عند نسبة 15 % سنة 2019 ليتراجع سنة 2020 نتيجة انخفاض رقم الأعمال لتراجع المبيعات بالتزامن و جائحة كوفيد 19 .

4- بالنسبة لمعدل نتيجة الاستغلال إلى الفائض الإجمالي للاستغلال (S19)

فقد بلغ المؤشر سنة 2008 معدل 58 % أي أن نتيجة الاستغلال تمثل أكثر من النصف ما يعكس انخفاض تكاليف الاستغلال لتراجع بعدها ، كما سجلت سنة 2015 أعلى نسبة لتراجع بعدها إلى 23 % سنة 2020 لارتفاع تكاليف الاستغلال .

5- بالنسبة لمعدل المصاريف المالية (S20)

فهو في تذبذب من سنة لأخرى بالتزامن و اعتماد قروض جديدة في الأنشطة الاستثمارية أين شهدت سنة 2008 و التي تلت عملية الشراكة فقد بلغ تقريبا 18 % أي تراجعت لتستقر سنة 2020 عند نفس المعدل

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

6- بالنسبة لمعدل الفائض الإجمالي للاستغلال: (S21)

فقد حقق سنة 2008 ما نسبته 61 % ما يعكس تطور المؤسسة فبعد تحقيق قيمة مضافة تلتزم المؤسسة بمختلف المستحقات ، ثم عرف تراجع في السنوات الموالية ليصل إلى 40 % ما يعكس الحجم المعتبر لمصاريف المستخدمين و الضرائب المحصلة من القيمة المضافة المحققة ما يدفع بالمؤسسة لتحقيق قيمة مضافة أعلى لتعزيز مكانتها في السوق من خلال معدل فائض للاستغلال كمؤشر للتقييم مع المنافسين.

الفرع الثاني: تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات الأداء الربحي.

الجدول رقم (3-22): مؤشرات الأداء المتعلقة بالأداء الربحي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) خلال الفترة (2008-2020)

البيان السنوات	معدل العائد على حقوق الملكية	معدل العائد على الأصول	نسبة هامش الربح الصافي	معدل العائد على مصادر التمويل ط ١	القدرة على التسديد
2008	0.90%	0.76%	0.82%	0.80%	57.05%
2009	3.20%	2.50%	3.30%	2.50%	64.33%
2010	5.85%	3.91%	4.61%	4.26%	58.82%
2011	2.87%	1.80%	2.18%	2.01%	91.30%
2012	2.44%	1.74%	2.35%	1.65%	183.02%
2013	2.45%	2.48%	2.18%	1.69%	338.24%
2014	6.08%	7.64%	5.21%	4.26%	428.82%
2015	14.18%	14.01%	11.49%	11.02%	337.38%
2016	7.52%	7.05%	7.13%	6.96%	309.79%
2017	7.08%	7.30%	8.21%	4.74%	352.56%
2018	7.31%	6.51%	6.74%	4.57%	336.36%
2019	9.14%	8.35%	8.64%	5.99%	277.16%
2020	0.29%	0.26%	0.35%	0.15%	345.22%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

انطلاقاً من اعتماد مؤشرات الربحية في تحليل الأداء المالي فقد توصلنا إلى النتائج التالية:

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

1- فيما يخص مؤشر العائد على حقوق الملكية (S22) :

نلاحظ أن المؤشر قد عرف هو كذلك في السنوات الثلاثة الأولى بعد فتح رأس المال ارتفاع معتبر ليتراجع بعدها لكن شهد ارتفاع معتبر سنتي 2014 و 2015 نتيجة الارتفاع الكبير في النتيجة الصافية ، ما سمح المساهمين بتحقيق عائد معتبر ، لكن سنة 2020 عرفت تراجع كبير جدا في أرباح المؤسسة .

2- بالنسبة لمعدل العائد على الأصول (S23)

نفس التعليق بالنسبة لمعدل العائد على الأصول و الذي استمر في الارتفاع في السنوات الأولى ليتراجع بعدها حتى سنة 2015 أين حقق ما نسبته 14 % ما يبرهن تراجع قدرة المؤسسة في تحقيق الأرباح ما و يؤكد تراجع أنشطتها الاستثمارية و التشغيلية ما يتطلب منها إعطاء دفعة جديدة للأنشطة الإنتاجية .

3- بالنسبة لهامش الربح الصافي (S24)

وهو نسبة تقيس حجم الأرباح الناتجة عن كل دينار من صافي المبيعات، ما يعكس كفاءة الإدارة من ناحية الإنتاج ، البيع و التمويل وهو ما لم تأكده المؤسسة نظرا لتراجع هذه النسبة من سنة لأخرى حيث بلغت آخر سنة نسبة 0.35. %

4- بالنسبة لمؤشر معدل العائد على مصادر التمويل طويلة الأجل (S25) :

من خلال الجدول يتضح التراجع المستمر في معدل العائد على مصادر التمويل طويلة الأجل ليصل إلى 0.15 % وهي نسبة محدودة و هو راجع لضعف النتائج المحققة مقارنة بالموارد المعتمدة.

5- بالنسبة لمؤشر القدرة على التسديد (S26) :

فقد عرف ارتفاع من سنة 2008 حتى 2020 ، أين وصل إلى 345 % وهو راجع لارتفاع قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة بعد الاعتماد على الشراكة كأسلوب التمويل و انخفاض إجمالي الديون .

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

الفرع الثالث: تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات عناصر الاستغلال

و هو ما يمكننا الحكم على كفاءة المؤسسة في استخدام موجوداتها لتحقيق مبيعات و لذلك ارتأينا و في إطار المعطيات المتوفرة تقديم المؤشرات الموضحة في الجدول أدناه

الجدول رقم (3-23): مؤشرات الأداء المتعلقة بأداء عناصر الاستغلال لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) خلال الفترة
(2008-2020)

البيان السنوات	معدل دوران الأصول	معدل دوران الأموال الخاصة	معدل دوران الأصول الثابتة	معدل دوران الأصول المتداولة	معدل إرم ع	سرعة دوران المواد الأولية	نسبة دوران رقم الأعمال بالنسبة للمخزونات
2008	92.45%	108.91%	278.62%	138.35%	422.93%	647.21%	28.34%
2009	75.27%	96.43%	177.40%	130.75%	305.66%	463.61%	24.17%
2010	84.89%	127.06%	236.79%	132.33%	450.59%	508.84%	21.32%
2011	82.74%	131.96%	245.64%	124.77%	679.84%	386.88%	18.76%
2012	73.93%	104.01%	228.93%	109.20%	1680.75%	298.28%	23.18%
2013	113.91%	112.63%	311.19%	179.68%	828.77%	367.39%	16.40%
2014	146.63%	116.63%	401.48%	230.99%	761.66%	525.06%	13.35%
2015	121.97%	123.38%	379.67%	179.69%	566.58%	621.65%	12.20%
2016	99.00%	105.60%	298.96%	111.51%	1368.23%	331.43%	24.91%
2017	88.90%	86.29%	225.40%	146.80%	810.57%	231.98%	23.99%
2018	96.55%	108.33%	264.79%	151.95%	869.75%	345.35%	24.81%
2019	96.71%	105.86%	261.56%	153.44%	502.33%	293.20%	24.93%
2020	73.63%	83.64%	151.58%	143.16%	742.16%	298.90%	35.10%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

1- بالنسبة لمعدل دوران الأصول (S27):

و الذي كان معتبرا سنة 2008 بنسبة % 92 ليتراجع إلى % 73 لانخفاض المبيعات ليرتفع من جديد سنة 2013 حتى سنة 2015 بارتفاع المبيعات ما يعكس قدرة المؤسسة تحقيق المبيعات باستغلال

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

الاستثمارات، لكن تراجع في السنوات الأخيرة أين وصلت سنة 2020 إلى 73 % لتراجع العائد و كبر حجم الاستثمارات الجديدة في انتظار استغلالها.

2- بالنسبة لمعدل دوران الأموال الخاصة (S28):

نفس التعليق ينطبق على هذا المؤشر و الذي حقق معدل 108 % سنة 2008 ما يعكس قدرة الموارد الخاصة في توليد مبيعات من خلال تحقيق ما قيمته 108 دج مبيعات من كل 1 دج من الموارد، كما يعود التراجع في السنوات الموالية لحجم الموارد الخاصة الجديدة .

3- بالنسبة لمعدل دوران الأصول الثابتة و المتداولة (S29-S30) :

حيث يوضح هذا المؤشر مساهمة الأصول الثابتة في خلق المبيعات أين سجل نسب كبيرة جدا ما يؤكد وزن الأصول الثابتة من استثمارات في تحقيق المبيعات، نفس التعليق بالنسبة للأصول المتداولة لكن بتأثير أقل ليتقارب التأثير سنة 2020 بمساهمة كل الأصول المتداولة و الثابتة في تحقيق عوائد مقدرة ب 143 دج و 151 دج عن كل 1 دج .

4- فيما يتعلق بمعدل إرم ع (S31) :

فقد عرف نسبة كبيرة تعكس الاحتياج في دورة الاستغلال حيث بلغت الأصول المتداولة ما حجمه 422 % من الخصوم المتداولة سنة 2008 ، لتواصل في الارتفاع حتى سنة 2016 أين بلغت تقريبا 4 أضعاف و الذي يتطلب تغطية من طرف الموارد الدائمة و هو ما يعكس عدم التحكم في دورة الاستغلال من مدة و سرعة تسيير المخزونات، أما عن التراجع في السنوات الأخيرة فقد يرجع لارتفاع حقوق الزبائن و الديون قصيرة الأجل ما يعكس بدأ المؤسسة التحكم في دورة الاستغلال .

5- بالنسبة لسرعة دوران المواد الأولية (S32) :

سجلت النسبة تراجع مستمر بعد عملية فتح رأس المال ما يعني اعتماد المؤسسة سياسة دوران في المواد الأولية تعتمد على الاحتفاظ بمتوسط يبلغ 3 أضعاف المخزون لتخفيض تكاليف التخزين .

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

6- بالنسبة لنسبة دوران رقم الأعمال بالنسبة للمخزونات (S33):

نلاحظ تحقيق نسبة 28.34 % وهي نسبة معتبرة تدل على ارتفاع حجم قيمة المخزونات ، حيث عرفت انخفاض حتى سنة 2015 لكن تبقى كبيرة في السنوات الأخيرة أين بلغت الذروة سنة 2020 بمعدل قدر ب 35 % نوعا ما سنة 2007 ما يدل على ارتفاع تكاليف التخزين و تجميد المبيعات بدون تحقيق أرباح .

المطلب الثالث: تحليل المردودية بمؤشراتها النسبية

تعتبر المردودية المالية أحد المؤشرات الاقتصادية المعبرة عن أداء المؤسسة و من أهم مؤشراتنا نجد المردودية المالية و هي مردودية المستثمرين و المردودية الاقتصادية المتعلقة بالاستثمارات .

الفرع الأول: تحليل المردودية المالية

تشمل المردودية المالية إجمالي أنشطة المؤسسة و ما تحققه من عوائد لصالح المساهمين ، و فيما يلي الجدول الموضح لتطور المردودية المالية للمؤسسة :

الجدول رقم (3-24): تطور المردودية المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2008-2020)

البيان	النتيجة الصافية	الأموال الخاصة	المردودية المالية	نسبة التغير
2008	21 120 375.48	2 336 063 328.03	0.90 %	-171.86%
2009	71 004 602.81	2 146 111 934.08	3.31 %	265.94%
2010	155 655 827.59	2 503 468 104.32	6.22 %	87.92 %
2011	76 333 261.04	2 579 801 365.36	2.96 %	-52.41 %
2012	66 313 523.06	2 646 114 888.42	2.51 %	-15.30 %
2013	68 215 047.12	2 714 329 935.54	2.51 %	/
2014	187 856 781.48	2 902 186 717.02	6.47 %	157.56 %
2015	544 588 258.72	3 296 774 975.74	16.52 %	155.19 %
2016	261 007 929.46	3 207 782 905.20	8.14 %	-50.74 %
2017	244 133 162.54	3 201 916 067.74	7.62 %	-6.29 %
2018	256 875 387.04	3 258 791 454.78	7.80 %	3.38 %
2019	336 647 583.69	3 345 439 038.47	10.06 %	27.66 %
2020	8 919 431.47	3 017 710 886.25	0.30 %	-97.06 %

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

يلاحظ من خلال الجدول أن النسبة كانت 0.90% سنة 2008 و هي نسبة ضعيفة و ذلك بالتزامن مع فتح رأس المال أين كانت الأموال الخاصة معتبرة مع تسجيل نتيجة صافية رغم أنها موجبة لكن لا تغطي عوائد كبيرة للمساهمين حيث أن كل المستثمرين يحققون عائد يقدر ب 0.009 دج لكل دينار مستثمر لكن قد عرفت ارتفاع سنة 2009 نتيجة تحقيق أرباح سنوية معتبرة لتعاود الانخفاض بعدها حتى سنة 2014 أين حققت فقرة معتبرة بعد ارتفاع كل من الأموال الخاصة و الأرباح الصافية لكن شهدت بعدها تراجع كبير لعدم قدرة الأرباح تغطية الأموال المستثمرة و بالتالي يتطلب من المؤسسة إعادة النظر في سياسة استغلال الموارد المالية و كذا تفعيل سياسة توزيع الأرباح .

الفرع الثاني: تحليل المردودية الاقتصادية.

يعتمد تحليل المردودية الاقتصادية على استبعاد التمويل الخارجي، فهي مرتبطة بالاستثمارات الثابتة و المتداولة دون الأخذ بعين الاعتبار التمويل الخاص أو الخارجي، فهي تلعب دور مقياس لأداء المؤسسة كوحدة اقتصادية مستقلة، و فيما يلي عرض لمعدل المردودية الاقتصادية للمؤسسة خلال الفترة المتعلقة بالدراسة.

الجدول رقم (3-25): تطور المردودية الاقتصادية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) للفترة (2008-2020)

البيان	الفائض الإجمالي للاستغلال	الأصول الثابتة + الاحتياج لرأس المال	المردودية الاقتصادية	نسبة التغير
2008	402 320 173.33	2 338 204 524.92	17.21%	206.65 %
2009	245 170 558.88	2 305 445 139.37	10.63 %	-38.19 %
2010	365 157 846.92	3 143 414 892.19	10.70 %	0.60%
2011	335 664 652.69	3 822 967 732.24	8.78 %	-17.92%
2012	385 694 432.52	3 662 083 808.91	10.53 %	19.95%
2013	385 937 327.29	2 540 806 255.37	15.19 %	44.22%
2014	519 205 390.36	2 253 110 962.55	23.04 %	51.71%
2015	841 985 090.82	3 420 434 263.59	24.62 %	6.82%
2016	826 852 565.21	4 269 935 612.65	19.36 %	-21.33%
2017	351 680 514.82	3 094 847 924.21	11.36 %	-41.32%
2018	524 894 661.12	3 656 420 756.58	14.36 %	26.33%
2019	596 680 360.65	3 524 891 858.78	16.93 %	17.92%

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

2020	274 294 290.02	3 200 112 996.01	8.57 %	- 49.36%
------	----------------	------------------	--------	----------

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

من خلال استقراء نتائج الجدول نلاحظ أن المردودية الاقتصادية كانت معتبرة سنة 2008 بالتزامن و الارتفاع المتغير في الفائض الإجمالي للاستغلال وتحقيق قيمة مضافة معتبرة ، أين وصل التغير إلى 200 % لتشهد تراجع سنة 2009 كذلك انطلاقا من تراجع الفائض الإجمالي للاستغلال لتستمر في التذبذب نتيجة ارتفاع حجم الأصول و الاحتياجات المعتبرة لدورة الاستغلال و عدم قدرة تحقيق فائض معتبر مما يعكس عدم قدرة المؤسسة استغلال أصولها في تحقيق نتيجة استغلال معتبرة أين تراجعت سنة 2020 إلى النصف

المطلب الرابع: التحليل المقارن لأثر فتح رأس مال المؤسسة على أدائها المالي.

تأتي هذه المرحلة بعد تحليل و تقييم الوضعية المالية للمؤسسة من خلال استقراء أهم مؤشرات الأداء المالي قبل و بعد الشراكة من خلال استعراض نتائج دراسة المقارنة المتوصل إليها انطلاقا من فترة الدراسة التي امتدت من سنة 2004 حتى 2020 ، سوف نستعرض في هذا المبحث نتائج الدراسة المقارنة المتوصل إليها باعتماد مؤشرات الأداء عن طريق تحليل معدل كل مؤشر للوقوف على أهم التغيرات للحكم على تأثير العملية على الأداء المالي.

الفرع الأول :المقارنة انطلاقا من مؤشرات السيولة

من خلال التحليل المقارن لنتائج المؤسسة قبل و بعد الشراكة تم ملاحظة التحسن الموضح في الجدول أدناه:
الجدول رقم (3-26):مؤشرات الأداء المتعلقة بالسيولة لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) قبل و بعد الشراكة

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الشراكة	المتوسط بعد الشراكة	التطور	نسبة التطور
S1	نسبة السيولة العامة	288.49%	393.06%	104.57%	36.24%
S2	نسبة السيولة المحددة	143.64%	262.70%	119.06%	82.88%
S3	نسبة السيولة الفورية	36.87%	90.64%	53.78%	145.87%
S4	نسبة ص ر م ع /مجموع الأصول	81.69%	56.20%	-25.49%	-31.19%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على تقارير مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

أين سجلت مؤشرات السيولة تحسن كبير في الأداء النقدي بارتفاع نسب السيولة العامة أين تضاعف المؤشر ما يؤكد قدرة المؤسسة تمويل احتياجات رأس المال العامل عن طريق مصادر التمويل طويلة الأجل ، بالنسبة لمؤشري السيولة المحددة و الفورية فإن تحسنهما يعكس قدرة المؤسسة مواجهة مستحقاتها قصيرة الأجل .

الفرع الثاني: المقارنة انطلاقا من مؤشرات هيكل رأس المال

نلاحظ اختلال الهيكل المالي للمؤسسة بعد فتح رأس المال و هو ما يوضحه الجدول أدناه حيث شهد كل من مؤشر الاستقلالية المالية تطور ومعتبر كما عرف معدل الديون طويلة الأجل ارتفاع طفيف مع تراجع باقي المؤشرات

الجدول رقم (3-27): مؤشرات الأداء المتعلقة بأداء هيكل رأس المال لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات) قبل وبعد الشراكة

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الشراكة	المتوسط بعد الشراكة	التطور	نسبة التطور
S5	نسبة قابلية التسديد	55.74%	31.20%	-24.54%	-44.02%
S6	نسبة الاستقلالية المالية	84.27%	239.03%	154.77%	183.66%
S7	نسبة الرافعة المالية	175.93%	131.86%	-44.06%	-25.04%
S8	نسبة الهيكل المالي	121.83%	42.80%	-79.03%	-64.87%
S9	نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة	53.33%	20.68%	-32.64%	-61.20%
S10	نسبة التمويل الدائم	299.06%	241.55%	-57.51%	-19.23%
S11	نسبة د ط و م أ إلى المديونية الإجمالية	46.79%	47.34%	0.55%	1.18%
S12	نسبة د ط و ق أ إلى المديونية الإجمالية	53.21%	52.65%	-0.55%	-1.04%

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على تقارير مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

انطلاقاً من النتائج الموضحة و التي تعكس استمرار الاختلال في الهيكل التمويلي بعد الشراكة من خلال:

- التراجع الكبير في نسبة كل من الهيكل المالي و التمويل الدائم و كذا انخفاض قابلية التسديد و ذلك راجع إلى تراجع المديونية بعد الشراكة من خلال رفع رأس مال المؤسسة و بالتالي اعتماد المؤسسة على مواردها الخاصة في تمويل المشاريع الجديدة و اقتناء معدات إنتاج حديثة .

مما سبق يتأكد لنا أنه رغم تراجع المؤشرات إلى أنها تبقى ضمن المعدل ،و هي تعكس اعتماد المؤسسة على الشراكة كأسلوب تمويل سمح بالاعتماد أكثر على الموارد الخاصة لتمويل المشاريع الاستثمارية الجديدة

كذلك اعتماد نظام الشركات القابضة سنة 2015 و الذي منح شركة ELEC EL DJAZAIR تسيير محفظة من المؤسسات و هو ما يسمح ببقاء نفس أسلوب الإدارة و الذي يعتمد على القطاع العام و هو ما يؤكد قرار الشراكة و الذي تم وفق قرارات سيادية من الدولة .

الفرع الثالث: المقارنة انطلاقاً من مؤشرات عملية التسيير

نلاحظ تراجع في الأداء من خلال تراجع معظم مؤشرات الأداء التجاري بعد عملية الشراكة و هو ما يؤكد الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-28): مؤشرات الأداء المتعلقة بعملية التسيير لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

قبل و بعد الشراكة

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الشراكة	المتوسط بعد الشراكة	التطور	نسبة التطور
S13	معدل نمو رقم الأعمال	12.32%	15.47%	3.15%	25.56%
S14	معدل نمو القيمة المضافة	-7.08%	34.87%	41.95%	592.84
S15	معدل القيمة المضافة	26.33%	23.96%	-2.37%	-8.98%
S16	معدل النتيجة الصافية إلى القيمة المضافة	27.45%	12.44%	-15.01%	-54.66%
S17	معدل نتيجة الاستغلال	9.3%	6.90%	-2.40%	-2580%
S18	معدل الفائض الإجمالي للاستغلال على رقم الأعمال	15.52%	12.59%	-2.93%	-18.85%
S19	معدل نتيجة الاستغلال /الفائض الاجمالي للاستغلال	55.58%	54.59%	-0.99%	-1.78%

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة
(الكابلات الجزائرية للاتصالات)

S20	معدل المصاريف المالية	25.67%	18.22%	-7.44%	-29%
S21	معدل الفائض الإجمالي للاستغلال	57.76%	52.27%	-5.49%	-9.49%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على تقارير مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

يتضح من خلال الجدول تحسن في نمو رقم الأعمال و ارتفاع القيمة المضافة و بمعدل معتبر و بالتالي فإن تراجع باقي المؤشرات كمعدل الفائض الإجمالي للاستغلال راجع إلى عدم قدرة القيمة المضافة تغطية كافة إلتزامات المؤسسة اتجاه الأطراف الأخرى و عليه كان لا بد من تحسين معدل تطور القيمة المضافة بتخفيض استهلاكات الدورة و هو ما يعكسه فيما بعد تراجع مؤشرات أداء دورة الاستغلال.

الفرع الرابع: المقارنة انطلاقا من مؤشرات الأداء الربحي (المردودية)

نلاحظ تراجع في الأداء الربحي بصفة عامة نتيجة ارتفاع الموارد الخاصة للمؤسسة بعد الشراكة وهو ما تقره معطيات الجدول أدناه :

الجدول رقم (3-29): مؤشرات الأداء المتعلقة بالمردودية لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

قبل و بعد الشراكة

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الشراكة	المتوسط بعد الشراكة	التطور	نسبة التطور
S22	معدل العائد على حقوق الملكية	18.96%	3.31%	-15.65%	-82.51%
S23	معدل العائد على الأصول	10.86%	2.39%	-8.47%	-77.98%
S24	نسبة هامش الربح الصافي	7.44%	2.91%	-4.53%	-60.87%
S25	معدل العائد على مصادر التمويل ط ا	10.66%	5.52%	-8.14%	-76.36%
S26	القدرة على التسديد	104.69%	60.06%	-44.62%	-42.62%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على تقارير مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

- حيث أن تراجع معدل العائد على حق الملكية يعود إلى ارتفاع رأس المال مع تسجيل ارتفاع طفيف في الأرباح المحققة .

- كما أنه دفع بتراجع العائد على الأصول بعد رفع رأس المال و ما قابله من حيازة استثمارات و هو ما يدل على عدم كفاءة المؤسسة في استغلال الاستثمارات الجديدة في تحقيق المزيد من الأرباح .

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

الفرع الخامس:المقارنة انطلاقا من مؤشرات أداء عناصر الاستغلال

يعكس الجدول الموالي التراجع الكبير في مؤشرات أداء دورة الاستغلال

الجدول رقم (3-30):مؤشرات الأداء المتعلقة بأداء عناصر الاستغلال لمؤسسة (الكابلات الجزائرية

للاتصالات) قبل و بعد الشراكة

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الشراكة	المتوسط بعد الشراكة	التطور	نسبة التطور
S27	معدل دوران الأصول	150.42%	84.20%	-	-44.02%
S28	معدل دوران الأموال الخاصة	265.93%	110.80%	-	-58.34%
S29	معدل دوران الأصول الثابتة	556.09%	230.93%	-	-
S30	معدل دوران الأصول المتداولة	207.25%	133.81%	-	-35.43%
S31	معدل إ ر م ع	288.49%	393.06%	104.57%	36.24%
S32	سرعة دوران المواد الأولية	560.60%	539.88%	-	-3.69%
S33	نسبة دوران رقم الأعمال بالنسبة للمخزونات	24.87%	24.61%	-0.26%	-1.05%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على تقارير مؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

وهذا يعود إلى تراجع المبيعات المحققة في السنوات الموالية للشراكة

- فبالنسبة لتطور معدل إحتياجات رأس المال العامل فهو يعكس ارتفاع أصول الاستغلال و التي تتم تغطيتها بالتمويل الدائم .

- أما فيما يتعلق بسرعة دوران المواد الأولية فهو متراجع بنسبة قليلة و هو ما يعكس بدأ تحسن سياسة المؤسسة في تسير مخزوناتهما مع خفض التكاليف المرتفعة و هو ما لمسناه قبل الشراكة .وهو ما يؤكده كذلك التراجع الطفيف في مؤشر دوران رقم الأعمال بالنسبة للمخزونات .

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأثر فتح رأس المال عن طريق الشراكة على الأداء المالي لمؤسسة (الكابلات الجزائرية للاتصالات)

خلاصة الفصل الثالث:

هدف هذا الفصل من الدراسة إلى دراسة أثر فتح رأس مال المؤسسة العمومية الاقتصادية CATEL SPA المسيرة من طرف الشركة القابضة ELEC EL DJAZAIR في إطار عملية الشراكة على أدائها المالي خلال الفترة (2004-2020)، حيث تم اعتماد المؤشرات المالية في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة قبل الشراكة و بعدها و إجراء الدراسة المقارنة بحساب متوسطات كل مؤشر لكل فترة للخروج بنسب التغير في أداء كل مؤشر من المؤشرات المالية أين تم اعتماد كل من مؤشرات السيولة ، مؤشرات المديونية ، مؤشرات هيكل رأس المال ، مؤشرات متعلقة بعملية التسيير و مؤشرات أداء عناصر الاستغلال .

أين خلصت الدراسة إلى تحديد التغيرات التالية على المؤشرات المالية ، بالنسبة للهيكل المالي و الاستقلالية فقد تحسنت الملاءة المالية بارتفاع نسبة الاستقلال المالي بشكل معتبر ، بالاعتماد على الأموال الخاصة بدل الديون مع التراجع في اعتماد التمويل الخارجي و الذي ترجم بتراجع نسبة قابلية التسديد.

كما شهدت مؤشرات النشاط تذبذب ، في حين ارتفع معدل رقم الأعمال و القيمة المضافة فقد تراجع مؤشر الكفاءة التشغيلية بتراجع معدل الفائض الإجمالي للاستغلال لارتفاع استهلاكات الدورة و تكاليف الإنتاج .

بالنسبة لمؤشرات الربحية فقد شهدت تراجع بعد زيادة رأس المال و انخفاض معدل العائد على حقوق الملكية و ذلك بعد ضخ رأس مال ضخيم و كذا استثمارات جديدة التي لم يتم استغلالها بالكفاءة القصوى لتحقيق أرباح في وقت أسرع، أما بالنسبة لأداء عناصر الاستغلال فقد تراجع معدل دوران الأصول بشكل كبير مع ارتفاع المخزونات و صعوبة تسويقها.

و عليه قد أكدت الدراسة أن قرار فتح رأس مال المؤسسة قد حقق أهدافه التمويلية و الهيكلية أين حل مشكل السيولة و توفير التمويل لتحديث التكنولوجيا الاستثمارية دون اللجوء للاستدانة ، بالمقابل شهد الأداء الربحي والمردودية تراجعا نتيجة التحديات التشغيلية بإدارة التكاليف و بطء معدلات الدوران و تراكم المخزونات ، مما تطلب تفعيلا سريعا و دقيقا لتسويق المنتجات و استغلال الطاقات الاستثمارية بفعالية أكبر.

الفصل الرابع

دراسة تحليلية لأثر الاكتتاب العام على
الأداء المالي ذات أسهم أوم أنفست

تمهيد:

يعد أسلوب فتح رأس مال المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة من الأساليب الحديثة التي اعتمدتها هذه المؤسسات و على غرار دول العالم تبنت الجزائر فكرة بورصة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و التي أتاحت لهذه المؤسسات فرصة لتنويع قاعدة التمويل و بشروط تلائمها .

و نظرا لحدثة الموضوع حيث تم إنشاء سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر سنة 2012 ارتأينا تسليط الضوء من خلال دراسة تحليلية للمؤسسة الوحيدة التي تنشط في هذه السوق بعد تقديم امتيازات و كذا تكييف آليات السوق بما يتناسب و الاحتياجات المالية و الخصوصيات التسييرية لهذه المؤسسات أين يمنحها الدخول وفق شروط مخففة للدفع بها لترقية النشاط الاقتصادي

و باسقاط موضوع دراستنا على حالة المؤسسة سنتناول و بالتحليل الأداء المالي لها قبل و بعد دخول سوق البورصة للوقوف على نقاط قوة الأداء و تحسنه أو تراجعها.

تأسيسا لما سبق سيتم تقديم هذا الفصل من خلال ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: تقديم عام للمؤسسة مجال الدراسة

المبحث الثاني: تحليل واقع الأداء المالي للمؤسسة مجال الدراسة قبل الاكتتاب العام

المبحث الثالث: تحليل واقع الأداء المالي للمؤسسة مجال الدراسة بعد الاكتتاب العام

المبحث الأول: تقديم عام للمؤسسة مجال الدراسة

تعتبر تجربة مؤسسة أوم أنفست أول التجارب التي عرفتتها سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لبورصة الجزائر و التي تأسست سنة 2012، رغم تأخر الدخول لكن المؤسسة كانت السبابة، ساعدها في ذلك طبيعة رأس المال المختلط بين القطاعين العام و الخاص هذا ما شجعنا على تناول الحالة بالتحليل للوقوف على انعكاسات التجربة على الأداء المالي للمؤسسة بعد اعتماد البورصة كمصدر تمويل .

و باسقاط دراستنا على الحالة سيتم تناول موضوع تحليل الأداء المالي لهذه المؤسسة قبل دخول سوق البورصة و بعدها للوقوف على أهم التطورات في الأداء .

المطلب الأول: نظرة عامة عن مؤسسة أوم أنفست

تعد مؤسسة صغيرة و متوسطة ذات رأس مال مشترك بين القطاع العام و الخاص، و هي عبارة عن مجمعا استثماري ومالي متخصص في دراسة ، تطوير و استغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية ، كما أنها مشتركة في مراكز دولية أخرى لتطوير الدراسات لبناء الوجهات السياحية و لتطوير قطاع السياحة في الجزائر يتواجد مقرها الاجتماعي في 03 شارع أغادير بولاية وهران.

و فيما يلي المؤشرات المتعلقة بتصنيفها كمؤسسة صغيرة و متوسطة.

الجدول رقم: (1-4) تصنيف شركة AOM NVEST وفق القانون 17-02 كمؤسسة صغيرة و متوسطة

شركة AOM INVEST		ما يعتمد القانون 17-02	طبيعة المعيار
2018	2017		
37	09	أقل من 250 عامل	عدد العمال
2.156 مليار دج	1.613 مليار دج	أقل من 4 ملايين دينار	رقم الأعمال السنوي
0.36 مليار دج	0.27 مليار دج	أقل من 1 مليار دينار	الحصيلة السنوية

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على

Notice d'information AOM invest, admission au compartiment PME de la bourse d'Alger ,visa COSOB
2018/02 du 10/10/2018

الفرع الأول: نشأة المؤسسة و تطور نشاطها

وقد عرف تحولها عدة مراحل فبتاريخ 2011/07/04 تم إنشاء مؤسسة ذات الشخص الوحيد و بمسؤولية محدودة (EURL THERMAL AQUA SIRENCE) برأس مال يقدر ب 100000 دج مقسم إلى 100 حصة اجتماعية بقيمة 1000 دج ،باسم عطار هشام مؤسس و صاحب المؤسسة .

- بتاريخ 2012/06/17 تم رفع رأس مال الشركة إلى 62 930 000 دج مقسم إلى 62 930 حصة بقيمة 1000 دج، من خلال دمج الفندق الموجود في ولاية معسكر و المحل المعروف باسم فندق النخيل
- بتاريخ 2013/08/04، أين اعتبرت مرحلة مفصلية في تاريخ الشركة أين تم تحويل الإطار القانوني للمؤسسة إلى شركة ذات المسؤولية المحدودة (SARL THERMAL AQUA SIRENCE) بدخول البنك الوطني الجزائري (BNA) كشريك جديد بعد فتح رأس مالها مع صندوق ولاية معسكر و الذي كانت يديره هذا الأخير، ليرتفع بذلك رأس مالها إلى 112 930 000 دج.
- في 2016/01/07 أقرت الجمعية العامة للشركة بتعديل الشكل القانوني للمؤسسة و تحويل التسمية من HOTEL THERMAL AQUA SIRENCE SARL إلى AOM INVEST SPA و الدخول إلى سوق البورصة عن طريق طرح 10% من رأس مالها للاكتتاب العام .
- بتاريخ 2016/04/19 و تنفيذاً لقرار الجمعية العامة الاستثنائية بتاريخ 2016/03/13 تم تحويل 100 حصة من ملكية السيد هشام عطار إلى السادة: زميرلي مراد، رحال عبد الوحيد، يوسف شعبان، شارف هوارى، زميرلي مونية (20 حصة لكل منهم).
- بتاريخ 2017/09/05 تم رفع رأس المال الاجتماعي مجدداً إلى 115 930 000 دج بطرح 30000 سهم مملوكة بالتساوي من طرف الجزائر للاستثمار SPA أليانس للتأمينات و ANDT (الوكالة الوطنية لتطوير السياحة) كمستثمر استراتيجي .
- الجمعية العامة للشركة بتاريخ 2018/03/12 قد تم من خلالها تفعيل القرار المتخذ سابقاً بتاريخ 2016/01/07 بدخول سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لبورصة الجزائر، والتي منحت لرئيس مجلس إدارة الشركة الصلاحيات المالية:
- تفعيل القرار و كذا تحديد سعر الإصدار، شروط و كيفية تحقيقه
- مراجعة و تعديل القانون الأساسي للشركة بما يتلاءم مع وضعية شركة بالبورصة.
- بتاريخ 2018/12/12، تم إدراج شركة AOM Invest رسمياً في سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التابعة لبورصة الجزائر.¹

¹ Rapport annuel de la bourse d'Alger, 2018 p :19

- بتاريخ 2020/12/12، تم رفع رأسمال الشركة ليلغ 170.298.900 دج، و هي زيادة لصاح المساهم الرئيسي عطار هشام عن طريق تحويل ديونه التي يحملها للشركة بقيمة 56.000.00 دج، و ذلك بإصدار أسهم جديدة قدرت ب 543 689 سهم بقيمة اسمية للسهم تقدر ب 100 دج و علاوة إصدار لكل سهم تقدر ب 3.13 دج.¹

الفرع الثاني: نشاط الشركة AOM Invest

هي مؤسسة ذات أسهم تم إنشاؤها بعقد في 2011/07/04، تنشط في قطاع دراسة تطوير و استغلال المشاريع السياحية، تمارس المؤسسة نشاطها في إطار الفندقية من خلال احترام المرسوم التنفيذي 92-101 الصادر بتاريخ 1992/03/03 و القرار الصادر في 1992/02/01 المتعلق بتصنيف المؤسسات النشطة في قطاع الإيواء و الإطعام.

يرتكز نشاطها على نموذج أعمال تقدمه لشركائها و الذي يتفرع إلى 3 أنشطة رئيسية:

- دراسة المشاريع السياحية: سياحة الحمامات المعدنية و الترفيه ؛
- تطوير المشاريع السياحية: تطوير الوجهات السياحية بامتياز؛
- استغلال المشاريع السياحية: تحديث و تجديد المنتجات الصحية لتعزيز صناعة السياحة في الجزائر.

يقع مقرها الاجتماعي و الذي يتمثل في مبنى يتكون من طابق أرضي و 5 طوابق و طابق تحت أرضي بمساحة تقدر ب 1200 م² في 03 شارع أغادير بسيدي الشحامي بوهران.

يمثل فندق THERMAL AQUA SIRENCE أول سلسلة من سلاسل فندق الشركة التي تعتمد الشركة تحقيقها كالنبع في محطة المياه الطبية بوحنيفية في ولاية معسكر بمساحة 3400 م² بمبنى يتكون من طابق أرضي و 7 طوابق دوبلاكس ، والذي تم استلامه و انطلاق عملية الاستغلال في نوفمبر 2020 .
وفيما يلي بطاقة تقنية عن عملية الإصدار:

¹ شطارة نبيلة، دور حوكمة الشركات في تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية لدخول سوق الأوراق المالية، دكتوراه علوم جامعة الجزائر 2023، ص 208.

الشكل رقم (4-1): بطاقة معلومات تقنية عن عملية الإصدار لمؤسسة أوم أنفست

AOM INVEST SPA	الاسم الاجتماعي
AOM	الترميز في البورصة
115.930.000 دج	رأس مال الشركة
1.159.300 سهم	عدد الأسهم المطروحة
السيد عطار هشام و صندوق الاستثمار لولاية معسكر	أغلبية المساهمين
520.000 سهم تمثل 44.85 %	عدد أسهم المستثمرين المؤسساتيين
أسهم عادية	فئة الأسهم
مسجلة في الحساب لحاملها معرفة و اسمية	شكل الأسهم
الإجراء العادي	إجراءات الإجراء
100 دج	القيمة الاسمية للسهم
297 دج	السعر المرجعي
بالتثبيت	طريقة الإدراج
سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة	سوق الإدراج
5 ملايين دينار	عتبة صفقات الحجم
www.aom-invest.com	الموقع الرسمي
RMG Consulting Algeria	مرفقي البورصة المكلف
رقم 2018/02 بتاريخ 2018/10/10	COSOB تأشيرة
TELL MARKET SPA	وسيط عمليات البورصة
2018/12/12	تاريخ أول تسعيرة

المصدر: من أعداد الطالبة بناء على

Notice D'information Admission Au Compartiment PMEDe La Bourse D'Alger

منذ تحويل المؤسسة إلى شركة ذات أسهم سنة 2016 و حتى 2017/09/15 برأس مال قدر ب 115 930 000 دج مقسم بين 10 مساهمين على النحو التالي:

الجدول رقم (4-2): تجزئة أسهم الشركة (ش ذ أ أوم أنفست) على المساهمين قبل الاكتتاب العام

المساهمون	عدد الأسهم	رأس المال دج	نسبة المساهمة
عطار هشام	628 300	628 000300	54.21%
البنك الوطني الجزائري	500 000	500 000 000	43.13 %
زميرلي مراد	200	20 000	0.02 %
رحال عبد الوافي	200	20 000	0.02 %
يوسف شعبان	200	20 000	0.02 %
زميرلي مونية	200	20 000	0.02 %
شارف هوارى	200	20 000	0.02 %
الجزائر استثمار ش ذ أ	10 000	1 000 000	0.86 %
أليانس للتأمينات ش ذ أ	10 000	1 000 000	0.86 %
الوكالة الوطنية لتطوير السياحة	10 000	1 000 000	0.86 %

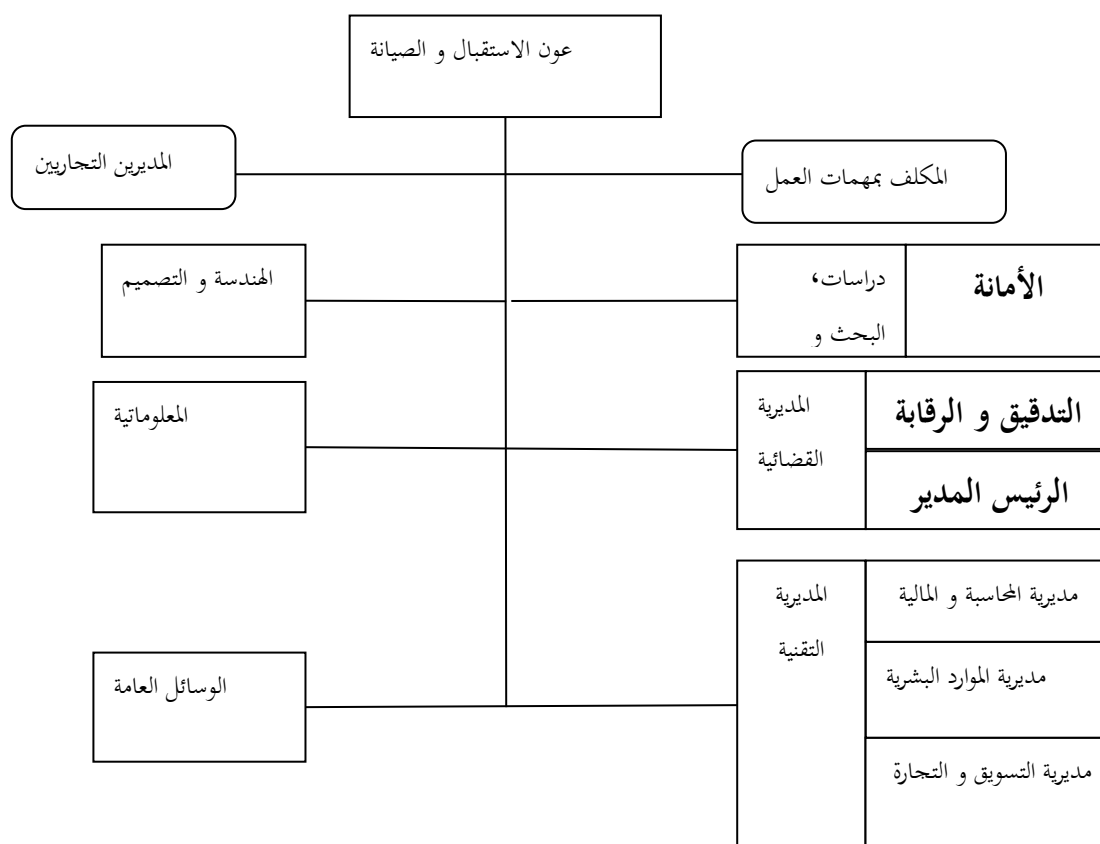
La Source : Notice D'information Admission Au Compartiment PMEDe La Bourse D'Alger P 17.

الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي لشركة أوم أنفست

نستعرض من خلال الشكل الموالي الهيكل التنظيمي للمؤسسة:

الشكل في الصفحة الموالية

الشكل رقم (4-2): الهيكل التنظيمي ل (ش ذ أ أوم أنفست)



La Source : Notice D'information Admission Au Compartiment PME De La Bourse D'Alger P 19.

من خلال الجدول نلاحظ تراجع رقم الأعمال سنة 2016 بنسبة كبيرة ليرتفع سنة 2017 بنسبة كبيرة جدا و ذلك بعد تحقيق خدمات كبيرة بالتزامن مع انطلاق النشاطو تطور الخدمات المقدمة من طرف المؤسسة، ليستمر في الارتفاع سنة 2018 بنسبة مقبولة و هذا ما يعكس الجهود المعتبرة و التي قامت بها المؤسسة بهدف دخول البورصة .

بالنسبة للانتاج السنوي للمؤسسة عرف ارتفاع كبير سنة 2016 بالتزامن و انطلاق الخدمات و مع تراجعه سنة 2017 ليتضاعف سنة 2018 بالتزامن و فتح رأس مال المؤسسة.

الفرع الرابع: مؤشرات مالية حول وضعية المؤسسة قبل عملية الاكتتاب العام

يعد تحليل بعض المؤشرات المالية و التي تعتبر كمكمل للتعريف بالمؤسسة من تطور رقم الأعمال و حجم الاستثمارات و كذا الموارد البشرية العاملة على تحقيق ذلك، وعليه فإن تقييم النتائج التجارية المحققة من طرف المؤسسة خلال فترة الدراسة يتحقق بمتابعة تطور رقم الأعمال و تحليل المبيعات و الموضحة في الجدول الموالي :

أولاً: تحليل تطور رقم الأعمال

جدول رقم (4-3): تطور رقم أعمال ل(ش ذ أ أوم أنفست) للفترة (2015-2018)

الوحدة: دينار

البيان	2015	2016	2017	2018
رقم الأعمال	549 000. 00	79 000. 00	1 613 000. 00	2 156 032. 00
نسبة تغير رقم الأعمال	-	61.85%	77.1941%	66.33%
الانتاج السنوي	4 522 000. 00	81 890 000. 00	32 065 000. 00	91 015 443. 00
نسبة تغير الإنتاج	-	1710.92%	-60.84%	84.318%

المصدر: من إعداد الباحثة بناءا Notice D'information Admission Au Compartiment PME de La Bourse D'Alger P 31 et l'état financier de la SPA AOM INVEST 2018

ثانياً: تحليل تطور الموارد البشرية

فيما يتعلق بتطور اليد العاملة في المؤسسة فهو يعتمد على مخطط تصاعدي بالتزامن و تطور المشاريع الاستثمارية و هو ما حددته المؤسسة من خلال عدد المناصب التي ستفتح حيث يمكن توضيحها في الجدول التالي:

جدول رقم (4-4): تطور عدد العمال ل(ش ذ أ أوم أنفست) للفترة (2017-2019)

البيان	2017	2018	2019
الإطارات	2	6	10
المتحكمون	2	6	12
التنفيذيون	5	25	30
المجموع	9	37	52
نسبة التطور	-	311%	93%

المصدر: من إعداد الباحثة بناءا على

Notice D'information Admission Au Compartiment PME de La Bourse D'Alger 2018 ;P

من خلال الجدول نلاحظ الارتفاع المعتبر في عدد العمال و ذلك راجع للتوسع الذي يعرفه نشاط المؤسسة أين تطور عدد التنفيذيون و هو ما يعكس حجم التوظيف للتحسين من جودة الخدمات، حيث شهدت سنة 2018 أكبر نسبة .

ثالثا: و تحليل تطور الاستثمارات

فيما يتعلق بتطور حجم الاستثمارات لمؤسسة أوم أنفست قبل الاكتتاب العام فقد تم توضيحه في الجدول الموالي:

جدول رقم (4 -5): تطور حجم الاستثمارات ل(ش ذأ أوم أنفست) للفترة (2015-2018)

الوحدة: دينار

البيان	2015	2016	2017	2018
صافي الاستثمارات	87 167 000. 00	175 855 000. 00	206 398 000. 00	293 695 444. 00
نسبة التغير	-	101. 74%	17. 36%	42. 29%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على تقارير المؤسسة

نلاحظ أن حجم الاستثمارات في ارتفاع مستمر وهذا بالتزامن مع انطلاق نشاط المؤسسة الفعلي سنة 2016 أين تضاعف حجم الاستثمارات بعد أن عملت المؤسسة على توسيع قاعدة استثماراتها حيث تم تسجيل ارتفاع متزايد في الاستثمارات الجارية ما دفع لدخول البورصة للحصول على التمويل .

المطلب الثاني: فتح رأس مال مؤسسة أوم أنفست عن طريق الاكتتاب العام في البورصة

تعتبر مؤسسة أوم أنفست أول مؤسسة صغيرة و متوسطة تدخل سوق البورصة في الجزائر، حيث تنشط في مجال السياحة الذي يعتبر قطاع يعد بالكثير إذ تم تدعيمه و تهيئته لبيئة العمل المناسبة .

ونظرا لخطط المؤسسة المستقبلية في توسيع و تحسين نشاطها، كان لا بد من تحديد و اعتماد مصدر تمويلي يضمن للمؤسسة تحقيق خططها و اكتساب شركاء جدد لتحسين الأداء و توجيهه بما يخدم مصالح المؤسسة و مساهميتها لذلك لجأت لبورصة الجزائر بفتح جزء من رأس مالها.

الفرع الأول: شروط دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة سوق البورصة

نظرا لطبيعة هذه المؤسسات فإن الدولة و من خلال النظام 01-12 للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها المؤرخ في 2012/01/12 المعدل و المتمم للنظام العام للبورصة رقم 03-97 و بعد استقراء نصوص مواده يمكن حصر شروط قبول هذه المؤسسات في:

- 1- أن تكون المؤسسة ذات نظام شركة أسهم (SPA): و هو ما لا يختلف عن المؤسسات الكبيرة؛ عن طريق تقسيم رأسمالها إلى حصص يمتلكها شركاء يتحملون الربح و الخسارة بقدر المساهمة ، ذلك من خلال و هو ما يسمح لها بفتح رأسمالها عن طريق طرح أسهم في سوق الأوراق المالية.
- 2- أن تعين مستشارا مرافقا لها بناء على اتفاقية يدعى "مرفي البورصة": و لمدة 5 سنوات ، بموجب اتفاقية يتم إعدادها وفقا للنموذج الذي وضعته لجنة COSOB ، يكلف بمساعدتها في عملية الإصدار و متابعة احترامها لالتزاماتها و هو ما يقابل دور الوسيط في بورصة الشركات الكبيرة و بالتالي له دور أوسع نظرا لأن المؤسسة الصغيرة و المتوسطة تحتاج لدعم و مرافقة بعد دخول البورصة خلال الثلاث سنوات الموالية، قد يكون المرفي إما وسيطا في عمليات البورصة، بنكا، مؤسسة مالية أو شركة استشارة في المالية و القانون يتمتع بخبرة في مجال هيكله رأسمال و الاندماج و شراء المؤسسات و معترف به من طرف لجنة COSOB ؛
- 3- أن تقوم بفتح رأس مالها الاجتماعي عند مستوى أدناه 10% يوم الإدراج أن تسبق ذلك عملية نشر للكشوفات المالية للسنتين السابقتين ما لم تعفيها اللجنة إذا كانت مؤسسة قيد التأسيس،
- 4- كما أعفتها اللجنة من بعض الالتزامات المتعلقة بالربحية و الحد الأدنى لرأس المال المطلوبان في شركات المساهمة الكبرى ؛
- 5- تقديم تقرير تقييمي لأصولها من طرف خبير خارجي عن المؤسسة يكون عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين أو خبير عضوا في لجنة COSOB ، مع إحاطتها بكل عمليات التحويل أو البيع لأصول قبل الإدراج ؛ و كذلك إعداد هيئة للرقابة الداخلية يقوم المندوب بتقييمها ؛
- 6- لقبول تداول القيم المنقولة لابد على المؤسسة أن توزع سندات رأس مالها على الجمهور أدناه 50 مساهما أو ثلاثة مستثمرين مؤسساتيين من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ؛ و ذلك يوم الإدراج.
- 7- إنشاء هيئة للمراجعة الداخلية تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات من خلال تقريره حول الرقابة الداخلية للمؤسسة ، وفي حال عدم وجودها منحت البورصة لهذه المؤسسات فرصة تنصيبها خلال السنة المالية الموالية لقبول سنداتھا للتداول.

الفرع الثاني :خصوصية عملية دخول الشركة سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر
و بناءا على الشروط السابقة فإن المؤسسة قد حضرت لكل هذا من خلال عدة مراحل نوجزها فيما يلي:

- 1- **القرار الأولي** : كانت بوادر هذا القرار انطلاقا من الجمعية العامة للمؤسسة بتاريخ 2016/01/07و التي كان هدفها تغيير الشكل القانوني للمؤسسة من شركة ذات المسؤولية المحدودة إلى شركة ذات أسهم لدخول البورصة بطرح 10% من أسهمها للاكتتاب العام .

2- **تقييم المؤسسة :**

لقد تم تحديد قيمة المؤسسة بناءا على **طريقة التدفقات النقدية المحينة** و التي تعتمد على مخطط الأعمال (2019-2023) ،المعد من طرف المؤسسة من خلال تحديد قيمة المؤسسة عن طريق خصم التدفقات النقدية المستقبلية و هي التدفقات المتاحة بعد تمويل استثمارات المؤسسة للتطوير و الصيانة،بالإضافة إلى التغيير في متطلبات رأس المال العامل نأين تتوافق مع العائد على الأصول الاقتصادية للمؤسسة.
يتم أخذها قبل النفقات المالية و بالتالي يتم خصمها عند متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) و الذي يتوافق مع تكلفة تمويل أنشطة المؤسسة.

$$WACC = \frac{(Vf+Kd)+(Vd+Kd)}{(Vf+Vd)}$$

Vf:قيمة الأموال الخاصة (حقوق الملكية)

Vd:قيمة الديون

Kf:تكلفة الأموال الخاصة

Kd:تكلفة الديون بعد الضرائب

حساب معدل التحيين:

يتم اعتماد أسلوب تقييم الأصول المالية " MEDAF لحساب معدل التحيين.

$$EP=Rf+B*(Rm-Rf)Ep$$

$$=Rf+B*ERP$$

Rf:المعدل الخالي من المخاطر ،المعدل المستخدم هو معدل سندات الخزينة لمدة 10 سنوات و الذي يتم

حسابه على أساس المعاملات في بورصة الجزائر اعتبارا من 12 سبتمبر 2017 و هو 5.40%

B: مقياس تقلب السهم مقارنة بالسوق باستخدام قاعدة بيانات DAMODARAN3 لقطاع الفنادق وهو 0.77

EPR: علاوة المخاطر في الجزائر لعام 2017 باستخدام قاعدة بيانات DAMODARAN و هي 13.79 %.

ومنه فإن معدل التحيين هو :

$$\text{معدل التحيين} = 5.40\% + 0.77 \times 13.79\% = 16.02\%$$

مؤشرات أخرى تدخل ضمن حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

- ضريبة على أرباح الشركات 23%

- معدل الديون 71%

- معدل الأموال الخاصة 29%

- تكلفة الديون 5.3%

بناء على التقييم الذي اعتمدته المؤسسة فقد قدرت التدفقات النقدية الكلية للفترة (2019-2023) ب 680 مليون دينار جزائري.

لتقدير القيمة النهائية لشركة AOM Invest، استخدمت طريقة المعاشات السنوية الدائمة، محسوبة بناء

على آخر تدفق نقدي و معدل نمو هذا التدفق النقدي إلى مالا نهاية

حسبت القيمة النهائية البالغة 1.235 مليار دينار باستخدام افتراض نمو بنسبة 0.75% مع تدفق نقدي قياسي قدره 141 مليون دينار.

وبالتالي، ووفقاً لطريقة تقييم التدفقات النقدية المخصومة، تبلغ قيمة الشركة 1.915 مليار دينار، وبطرح الدين

البالغ 278 مليون دينار، نحصل على قيمة رأسمالية قدرها 1.637 مليار دينار.

هذا يعطينا 1412 ديناراً للسهم الواحد ل 1,159,300 سهم.

أجريت اختبارات حسابية لتقدير مدى التباين في قيمة السهم.

استندت هذه الاختبارات، من جهة، إلى التباين في متوسط تكلفة رأس المال المرجح (WACC) بنسبة

0.5% زائد أو ناقص، مقارنة بالقيمة المرجعية، ومن جهة أخرى، إلى التباين في معدل النمو بنسبة 0.25%

زائد أو ناقص، مقارنة بالمؤشر الأولي.

التقييم المركب بمزج بين طريقة الأصل المحاسبي (ANC) و التدفقات النقدية (DCF):

للحصول على تقييم قائم على كل من جانب أصول الموقع و توقعات النشاط الذي سيبدأ بنهاية عام 2018، تم استخدام متوسط مرجح للطريقتين المذكورتين أعلاه. في نهج احترازي، تم اختيار ترجيحاً بنسبة 85% لصافي الأصول الدفترية و 15% لطريقة التدفقات النقدية المخصومة.

$$EV = 0.85 \times ANC + 0.15 \times DCF$$

$$\text{قيمة التعويض} = 1412 \times 0.15 + 100 \times 0.85 = 297 \text{ دج}$$

ومنه فقد حدد سعر السهم لشركة AOM Invest ب 297 دج ، و الذي صادق عليه خبراء مرقي البورصة RMG Consulting المرافق للشركة في هذه العملية.¹

3- مرقي البورصة المرافق لشركة AOM Invest

المرقي البورصة لشركة AOM Invest هو RMG Consulting بموجب اتفاقية رقم 001 الموقعة في 05 سبتمبر 2017، وفقا لأحكام لائحة COSOB رقم 01-12 المؤرخة ب 12 جانفي 2012، لمدة عامين قابلة للتجديد.

RMG Consulting هي شركة ذات مسؤولية محدودة منشأة من قبل السيد مداح سهيل في 11 فيفري 2010، يتواجد مقرها الاجتماعي بولاية وهران ،و المعتمدة بتاريخ 24 سبتمبر 2013 كمرقي البورصة من قبل لجنة COSOB ،يتمثل مجال تخصصها في المرافقة في إنشاء و تنظيم المؤسسات،لها عدة مساهمات في مساعدة المؤسسات و تشخيص عديد المؤسسات العمومية ،كما ساهمت في تطوير العديد من دلائل أنظمة التسيير و التخطيط الهيكلي ،كما مارست نشاط عملية تجميع دراسات الفرص و مخطط الأعمال.²

4- اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق للشركة

بالإضافة للمرقي فإن الشركة ملزمة باختيار وسيط لمساعدتها و مرافقتها في جميع المراحل،من خلال التعاون مع باقي الوسطاء من أجل تحسين فرص توظيف أسهم الشركة ،باستغلال شبكة الوكالات البنكية ،حيث كلفت AOM Invest الوسيط Tell Market SPA للقيام بالعملية.³

¹ Notice d'information AOM Invest,admission au compartiment PME de la bourse d'alger, visa N° 2018/02 du 10 octobre 2018 ,p12

²Notice d'information AOM Invest,Op,cit,pp :13 et 43.

³ Notice d'information AOM Invest,Op,cit,p :13 .

5- إعداد مشروع مذكرة إعلامية

تم من خلال هذه الخطوة إعداد مذكرة إعلامية لدى لجنة COSOB للمصادقة عليها قبل قبول إدراجها، وفق النموذج الذي حددته اللجنة¹، ما يلزم المؤسسة بوضع كل المعلومات المطلوبة والتي تكون موقعة من طرف المرقى، ما يسمح بوضعها تحت تصرف المستثمرين في البورصة و الوسطاء .

6- محادثات مع شركة تسيير بورصة القيم

يتم من خلال هذه المرحلة تنظيم عملية العرض التي ستقوم بها المؤسسة من خلال عقد دورة حول سير العملية من خلال الإجراءات المتبعة من طرف شركة تسيير بورصة القيم بالتعاون مع المؤسسة و كذا مرقى البورصة و إعلام الجمهور عن طريق النشرة الرسمية المتعلقة بجدول التسعيرة مرفقة بالبيانات الآتي ذكرها:

- اسم المؤسسة المصدرة ؛
- الوسطاء المكلفين بتتبع إجراءات القبول لدخول البورصة ؛
- عدد القيم المنقولة، طبيعتها، خصائصها و كذا سعر الإصدار.

7- مرحلة الاتفاق و العقد:

بعد دراسة مذكرة الشركة و التأكد من استيفائها الشروط قامت اللجنة بمنحها تأشيرة الدخول بتاريخ 2018/10/10 تحت رقم 2018/02، وقد تمثلت قيمة العرض في 10% من رأس المال المقدر ب 115 930 000 دج.

الفرع الثالث: أهداف دخول البورصة وأعباء عملية الإصدار

كان الأساس من دخول البورصة هو ضمان نمو المؤسسة و تعزيز مكانتها في السوق لدى الزبائن و الشركاء سواء المحليين أو الدوليين في ظل احترام مبادئ الحوكمة لتطوير أدائها و تقديمها و هذا انطلاقا من الاعتماد على وسيلة للتمويل تتلاءم و طموحات المؤسسة من خلال مخططها الاستراتيجي للتطور .

و نظرا للامتيازات التي تمنحها البورصة قررت المؤسسة اللجوء لهذه السوق، وقد ساعدها بالدرجة الأولى رأس مالها المختلط ما يعكس انفتاح المساهمين على النشاط الاقتصادي الشفاف ما يمنحها مصداقية أمام عامة الجمهور و لعل أهم الدوافع لدخول البورصة نجد:

- ترسيخ مكانة المؤسسة لدى الجمهور عامة و المستثمرين الماليين خاصة ؛

¹Instruction COSOB N°97-03 du 30 novembre 1997 portant application du règlement COSOB N°96-02 du 22 juin 1996 relatif à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne

- جذب الكفاءات و الشركاء الاستراتيجيين في ميدان السياحة؛
 - التمكن من تغطية المشاريع الكبيرة و التي تعزم الشركة تحقيقها و يمنحها المرونة في تحصيل القروض؛
 - سهولة الحصول على التمويل الضروري و في أقصر الآجال؛
 - اللجوء إلى البورصة في أي وقت سواء بطرح أسهم جديدة أو الحصول على قروض سنديّة لتمويل المشاريع المستقبلية؛
 - التنوع في المحفظة التمويلية للتشجيع على تحقيق العوائد المالية من طرف المساهمين الجدد.
- و قد حدد سعر الإصدار ب 297 دج يشمل جميع المصاريف، وقد تم تحديده انطلاقاً من التقييم الاقتصادي بطريقة التدفقات النقدية المحينة DFC انطلاقاً من مخطط الأعمال للسنوات الخمسة المقبلة (2019-2023).
- و فيما يتعلق بالمصاريف المرتبطة بالعرض فقد بلغت (2 090 535 دج مفصلة كما يلي:
- **مصاريف متعلقة بالعرض:** و المتمثلة في:
 - مصاريف المذكرة الإعلامية للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراجعتها 115 830. 00 دج
 - مصاريف المذكرة المدفوعة لشركة تسيير بورصة القيم والمقدرة ب 478 705. 00 دج و المتمثلة في مصاريف التسجيل الأولي و القبول.
 - مصاريف المذكرة المدفوعة للمؤتمن المركزي على السندات و للمقدرة ب 20 000. 00 دج و المتعلقة بمصاريف العضوية، التسجيل و العمليات على الأسهم.
 - **مصاريف متعلقة بالوسطاء و العقود:**
 - مصاريف مدفوعة للمرفقي في عمليات البورصة و المقدرة ب 476 000. 00 دج بكل الرسوم
 - مصاريف مدفوعة للوسيط في عمليات البورصة و المقدرة ب 1000 000. 00 دج.
- تتمثل الخطوة الأولى لدخول سوق البورصة في طرح أسهم للاكتتاب العام بما يعادل 10% من رأس المال الشركة أي بلغت قيمة العرض 11 593 000. 00 دج ما يقابله 115 930 سهم بقيمة اسمية 100 دج أين تمثلت القيمة المنقولة في أسهم اسمية محررة تماماً تمنح حاملها حق التصويت و طلب حقه من السيولة.

الفرع الرابع: مؤشرات مالية حول وضعية المؤسسة بعد عملية الاكتتاب العام

أولاً: تحليل تطور رقم الأعمال

يعكس رقم الأعمال تطور حجم الخدمات التي تقدمها المؤسسة كونها مؤسسة تنشط في قطاع السياحة، تتمثل أهم التطورات التي عرفها هذا المؤشر في البيانات الموضحة في الجدول الموالي:

جدول رقم (4-6): تطور رقم أعمال ل (ش ذ أ أوم أنفست) للفترة (2019 - 2022)

الوحدة: دينار

البيان	2019	2020	2021	2022
رقم الأعمال	6 935 504. 20	7 690 267. 00	77 026 790. 00	73 222 738. 74
نسبة تغير رقم الأعمال	% 221. 68	% 10. 88	901. 61 %	- 4. 94 %
الإنتاج السنوي	33 375 710. 73	19 512 112. 00	77 026 789. 78	73 222 738. 74
نسبة تغير الإنتاج	-63. 33%	-41. 54%	294. 76 %	-4. 94 %

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على Notice D'information Admission Au Compartiment PME de La

Bourse D'Algeret l'état financier de la SPA AOM INVEST 2018.

من خلال الجدول نلاحظ التطور الكبير في رقم الأعمال بعد دخول البورصة حيث شهدت سنة 2019 معدل ارتفاع معتبر جدا ما يعكس تطور حجم الخدمات بعد دخول البورصة و هو ما يظهر الدور الترويجي الذي تلعبه البورصة في التعريف بالمؤسسات التي تدخل السوق و باعتبار المؤسسة أول مؤسسة تدخل السوق الجديدة فقد عرفت العملية دعاية إعلامية معتبرة، كما أن المؤسسة و مع تطور المشاريع التوسعية فقد عرفت سنة 2021 أعلى نسبة ارتفاع لكن سنة 2022 عرفت تراجع طفيف.

ثانياً: و تحليل تطور الاستثمارات

فيما يتعلق بتطور حجم الاستثمارات لمؤسسة أوم أنفست بعد الاكتتاب العام فقد تم توضيحه في الجدول

الموالي:

جدول رقم (4 - 7): تطور حجم الاستثمارات لمؤسسة (أوم أنفست) للفترة (2019-2022)

البيان	2019	2020	2021	2020
صافي الاستثمارات	378 370 922. 78	718 612 136. 00	716 537 368. 00	709 559 415. 00
نسبة التغير	28. 83 %	89. 92 %	-0. 29 %	-0. 97 %

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على Notice D'information Admission Au Compartiment PME de La

Bourse D'Algeret l'état financier de la SPA AOM INVEST 2018

نلاحظ أن حجم الاستثمارات في ارتفاع و هذا بالتزامن و دخول البورصة أين وصلت النسبة إلى تقريبا الضعف سنة 2020 و ذلك بعد ضم المباني الجديدة لتتراجع بعدها في السنتين الأخيرتين بنسب ضعيفة.

المبحث الثاني: تحليل واقع الأداء المالي للمؤسسة مجال الدراسة قبل الاكتتاب العام

يعد تحليل الأداء قبل عملية فتح رأس المال أول خطوة لمعرفة أثر و صحة القرار المتخذ من دونه بتشخيص الوضعية لتأكيد الدور الفعال للعملية على تطور الأداء، ولذلك سنتطرق من خلال المبحث إلى تحليل الأداء المالي قبل الاكتتاب العام بعدها بمهدف الإحاطة بمختلف جوانب إشكالية البحث بالوقوف على أهم التغيرات التي عرفها الأداء المالي انطلاقا من نمط فتح رأس المال، فقد تم تحليل الوضعية من خلال:

المطلب الأول: تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة قبل الاكتتاب العام

انطلاقا من طبيعة الدراسة و في إطار البيانات المتوفرة، سوف نعتمد على التشخيص المالي لوضعية المؤسسة معتمدين على الميزانيات الثلاثة الأخيرة للمؤسسة قبل عملية الاكتتاب أي من سنة 2015 حتى 2017.

الفرع الأول: تحليل الميزانية من منظور وظيفي

يسمح تحليل الميزانية من منظور وظيفي لحساب مؤشرات التوازن المالي للحكم على قدرة المؤسسة في تغطية احتياجاتها بمواردها .

أولا: حساب رأس المال العامل الإجمالي

جدول رقم (4-8) رأس المال العامل الصافي الإجمالي لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2015-2018)

البيان	2015	2016	2017	2018
الموارد الدائمة	118 402 000. 00	208 451 000. 00	266 691 000. 00	358 463 00. 00
الأصول الثابتة	87 167 000. 00	175 855 000. 00	206 398 000. 00	293 695 000. 00
رأس المال العامل الصافي	31 235 000. 00	32 596 000. 00	60 293 000. 00	64 768 000. 00

المصدر: من إعداد الباحثة بناءا Notice D'information Admission Au Compartiment PME de La

Bourse D'Alger et l'état financier de la SPA AOM INVEST 2018

من خلال الجدول نلاحظ أن رأس المال العامل موجبو بمعدل متزايد نتيجة ارتفاع الموارد الدائمة بتحقيق نتائج سنوية موجبة و اعتماد ديون مالية جديدة لتمويل الاستثمارات الجديدة سنة 2017 و رفع رأس المال عن طريق الاكتتاب العام لتمويل الاستثمارات المخطط لها مستقبلا، ومنه بناءا على استقراء بيانات ميزانيات المؤسسة نلاحظ أنها تملك هامش أمان لمواجهة احتياجات دورة الاستغلال فيما يتعلق بالسيولة، و ذلك بعد

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لأثر الاكتتاب العام على الأداء المالي ذات أسهم أوم أنفست

ارتفاع الموارد الخاصة من خلال رفع رأس المال سنتي 2020 و 2021 و ضم فارق إعادة التقييم لتغطية الاستثمارات الجديدة و هو ما أدى لارتفاع رأس المال العامل .

ثانيا: حساب إحتياجات رأس المال العامل

جدول رقم (4-9) إحتياجات رأس المال العامل الصافي الإجمالي لمؤسسة
(أوم أنفست خلال الفترة (2015-2018))

البيان	2015	2016	2017	2018
الأصول المتداولة	13 756 000. 00	11 055 000. 00	11 406 000. 00	38 407 000. 00
الخصوم المتداولة	5 526 000. 00	4 252 000. 00	809 000. 00	739 000. 00
إحتياجات رأس المال الصافي	8 230 000. 00	6 803 000. 00	10 307 000. 00	37 668 000. 00

المصدر: من إعداد الباحثة بناءا Notice D'information Admission Au Compartiment PME de La Bourse D'Alger et l'état financier de la SPA AOM INVEST 2018

انطلاقا من الجدول نلاحظ أن الإحتياجات كانت موجبة و هذا يعني أن المؤسسة غير قادرة على تغطية إحتياجات دورة الاستغلال عن طريق الخصوم الجارية ما يجعلها تعتمد على رأس المال العامل ، كما قد شهد الإحتياج ارتفاع خلال سنتي 2017 و 2018 نتيجة ارتفاع الإحتياجات مقارنة بالموارد التي تراجعت، ما يعني عدم قدرة الديون قصيرة الأجل تغطية الإلتزامات قصيرة الأجل .

ثالثا: حساب الخزينة

جدول رقم (4-10) تطور خزينة مؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2015-2018)

البيان	2015	2016	2017	2018
رأس المال العامل للصافي	26 616 000. 00	32 596 000. 00	60 293 000. 00	64 768 000. 00
إحتياجات رأس المال الصافي	8 230 000. 00	6 803 000. 00	10 307 000. 00	37 668 000. 00
الخزينة الصافية	18 386 000. 00	25 793 000. 00	49 696 000. 00	27 100 000. 00

المصدر: من إعداد الباحثة بناءا Notice D'information Admission Au Compartiment PME de La Bourse D'Alger et l'état financier de la SPA AOM INVEST 2018

نلاحظ أن المؤسسة قد حققت خزينة موجبة و بمعدل متزايد حتى سنة 2017 نتيجة ارتفاع الفائض من رأس المال العامل لكن قد تراجعت سنة 2018 بعد ارتفاع الإحتياج في رأس المال نتيجة تزايد الحقوق و الضرائب ما يعني عدم قدرة الخصوم المتداولة في تغطية و تمويل المدينين لها و بالتالي يجب على المؤسسة إعادة التوازن لتجنب التعثر المالي و عدم القدرة على تسديد الإلتزامات المالية باعتماد مصدر تمويل و بتكاليف أقل

لتغطية دورة الاستثمار و بالتالي إعادة التوازن بتغطية الاحتياجات الاستثمارية بموارد طويلة الأجل بالموازاة مع رفع الفرص للحصول على تمويل قصير الأجل.

الفرع الثاني: تحليل الميزانية من منظور مالي

أولاً: نسب السيولة

الجدول رقم (4-11): مؤشرات الأداء المتعلقة بالسيولة ل(أوم أنفست) خلال الفترة (2015-2018)

الرقم	المؤشرات	2015	2016	2017	2018
S1	نسبة السيولة العامة	55.563%	60.866%	6420.12%	5507.73%
S2	نسبة السيولة المحددة	55.563%	60.886%	6420.12%	5507.73%
S3	نسبة السيولة الفورية	72.332%	61.606%	5224.42%	2301.01%
S4	نسبة ص ر م ع / مجموع الأصول	31.22%	32.15%	22.53%	17.73%

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على Notice D'information Admission Au Compartiment PME de La Bourse D'Alger et l'état financier de la SPA AOM INVEST 2018

اعتماداً على مؤشرات السيولة فقد تم التوصل للنتائج التالية:

5- تحليل مؤشري السيولة العامة و السيولة المحددة: S1 و S2

من خلال الجدول يتضح أن نسبة السيولة العامة أكبر من الواحد خلال السنوات الأربعة، وهو ما يشير إلى أن الأصول المتداولة تغطي إجمالي الديون قصيرة الأجل، لكن النسبة أكبر من المعدل المطلوب حيث حصرها الخبراء بين (1-2) و هو ما يدل قدرة المؤسسة في تحويل الأصول إلى سيولة لمواجهة الاستحقاقات قصيرة الأجل لكن النسبة كبيرة ما يتطلب إعادة النظر في سياسة تمويل دورة الاستغلال، كما و قد استقرت النسبة سنة 2017 عند نسبة 6420% و هي نسبة كبيرة و غير مقبولة.

نفس التعليق بالنسبة للسيولة المحددة فهي أكبر من الواحد بكثير .

6- تحليل مؤشر السيولة الفورية: S3

تعد مرجع لقياس السيولة انطلاقاً من اعتماد القيم الجاهزة المتوفرة دون اللجوء إلى بيع جزء من المخزونات أو تحصيل المدينين (تتراوح النسبة بين 2.0 - 6.0) ما يدل بعد استقراء نتائج المؤسسة للفترة المعنية أن الوضعية غير جيدة فهي تعكس قدرتها في مواجهة الالتزامات الفورية و هو ما يمنحها ثقة الجهات التمويلية لكن بنسب كبيرة جداً تلزم على المؤسسة إعادة النظر في سياساتها التمويلية للحفاظ على توازنها المالي.

7- تحليل مؤشر رم ع ص: S4

من خلال الجدول نلاحظ أن المعدل في استقرار نوعا ما وذلك لزيادة قيمة رم ع ص فقد بلغ 22 % سنة 2015 ما يدل أن الفائض الموجه لتغطية دورة الاستغلال يمثل 22 % من حجم أصول المؤسسة لكن هذا الفائض كان نتيجة الموارد الخارجية المعتمدة في تمويل الاستثمارات المقرر استغلالها لتحسين الموارد الإنتاجية و هو بذلك سبب من أسباب الدخول في عملية الاكتتاب العامل تسهيل عملية الحصول على التمويل من جهة و الاستفادة من الإعفاء الضريبي من جهة أخرى.

ثانيا: نسب التمويل

للكحكم على الأداء المالي من خلال هيكل رأس المال ارتأينا تناول المؤشرات المتعلقة باعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي نظرا لدوره في التأثير على العائد و المخاطر و الموضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-12): مؤشرات الأداء المتعلقة بتمويل مؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2015-2018)

الرقم	المؤشرات	2015	2016	2017	2018
S5	نسبة قابلية التسديد	4. 63%	46. 49%	57. 19%	66. 96%
S6	نسبة الاستقلالية المالية	2058. 27%	115. 06%	74. 35%	48. 81%
S7	نسبة الرافعة المالية	104. 86%	186. 88%	233. 61%	302. 71%
S8	نسبة الهيكل المالي	4. 86%	86. 91%	134. 50%	204. 86%
S9	نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة	-	83. 17%	133. 66%	203. 84%
S10	نسبة التمويل الدائم	130. 53%	118. 54%	129. 21%	121. 64%
S11	نسبة د ط و م أ إلى المديونية الإجمالية	-	95. 70%	99. 38%	99. 50%
S12	نسبة د ط و ق أ إلى المديونية الإجمالية	100. 00%	4. 30%	0. 62%	0. 50%

المصدر: من إعداد الباحثة بناءا Notice D'information Admission Au Compartiment PME de La

Bourse D'Alger et l'état financier de la SPA AOM INVEST 2018

1-تحليل مؤشر نسبة قابلية التسديد: S5

تمثل هذه النسبة مدى مساهمة المديونية في تمويل أصول المؤسسة، نلاحظ أن النسبة في تزايد حيث كانت 4% سنة 2015 لترتفع إلى 57% سنة 2017 بسبب القرض طويل الأجل، كما شهدت سنة 2018 ارتفاع الديون طويلة الأجل و كذا حقوق المدينين بالتزامن مع فتح رأس المال ما يدل على أن المؤسسة تعتمد على التمويل الخارجي بشكل كبير و بالتالي تراجع قدرتها على تسديد جميع التزاماتها من ديون و فوائد في تاريخ الاستحقاق، و بالتالي لا بد لها من تخفيض الاعتماد على نسبة مساهمة القروض في تمويل المشاريع الاستثمارية و هو ما يجعل من الاكتتاب العام وسيلة فعالة في التمويل بسبب ارتفاع الأموال الخاصة .

2- تحليل مؤشر الاستقلالية المالية S6:

نلاحظ أن النسبة تتجه نحو التراجع فقد بلغت 2058% سنة 2015 ما يعني اعتماد المؤسسة على مواردها الخاصة بصفة أساسية و هو راجع للمرحلة انطلاق النشاط لتراجع بعدها بصفة كبيرة أين وصلت إلى 74% سنة 2017 أين بدأ نشاطها في حين استمر التراجع حتى سنة 2018 بالتزامن و دخول سوق البورصة والاعتماد على القروض المحصل عليها بداية السنة فالمؤسسة غير مستقلة ماديا لعدم قدرتها الاكتفاء بمواردها الخاصة في مواجهة التزاماتها المالية .

3- بالنسبة لمؤشر الرافعة المالية: S7

بالنسبة لأثر الرافعة فهو في ارتفاع لارتفاع اعتماد المؤسسة على الموارد الخارجية في التمويل حيث انتقل المعدل من 104 % إلى 300% سنة 2018 بعد القروض الجديدة ما يعكس اعتماد المؤسسة بمقدار $\frac{3}{4}$ مواردها على التمويل الخارجي قبل دخول البورصة و الذي كان نهاية سنة 2018

4- بالنسبة لمؤشري نسبة الهيكل المالي نسبة الديون طويلة الأجل: S8 و S9

لقد شهد هذا المؤشر تزايد مستمر انطلاقا من نسبة 4 % سنة 2015 إلى 204 % سنة 2018 و الذي يعكس الاعتماد على الديون في تمويل هيكل رأس المال و بتحليل نسبة مساهمة الديون نجد أن المؤسسة تعتمد بالأساس على الديون طويلة الأجل فبعدها كانت منعدمة سنة 2015 وصلت تقريبا إلى 100 % من إجمالي الديون و هو ما يظهره كل من المؤشرين S11 و S12 .

6 تحليل مؤشر التمويل الدائم: S10

تعكس النسبة مدى تغطية الأصول الدائمة بالأموال الدائمة، ومن خلال قياس النسبة خلال فترة الدراسة فقد تبين أنها كبيرة فقد بلغت 130% سنة 1520 أي فاقت الواحد لتراجع قليلا ي السنوات الموالية وهو ما يعكس قدرة الموارد الدائمة في تمويل الأصول غير الجارية و بالتالي تحقيق فائض رأس المال العامل لتمويل دورة الاستغلال.

المطلب الثاني: تقييم النشاط و النتائج

يتم تقييم النشاط و تحليل النتائج من خلال اعتماد مجموعة من النسب المالية انطلاقا من الميزانية و جدول حسابات النتائج نظرا لخصوصية النتائج التي يمنحها انطلاقا من طبيعة الأنشطة سواء تجارية، تشغيلية أو مالية .

الفرع الأول : تحليل مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات التسيير

و قد تم الاستعانة بمجموعة من النسب نوضحها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-13): مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات التسيير ل(أوم أنفست) خلال الفترة (2015-2018)

الرقم	المؤشرات	2015	2016	2017	2018
S13	معدل نمو رقم الأعمال	-	-85.61%	1942.04%	33.65%
S14	معدل نمو القيمة المضافة	-	-18.22%	170.64%	234.49%
S15	معدل القيمة المضافة	198%	1125.32%	149.14%	373.27%
S16	معدل النتيجة الصافية إلى القيمة المضافة	3.96%	3.82%	31.21%	15.50%
S17	معدل نتيجة الاستغلال	1.33%	0.06%	3.05%	2.98%
S18	معدل الفائض الإجمالي للاستغلال على رقم الأعمال	95.45%	717.72%	88.84%	161.42%
S19	معدل نتيجة الاستغلال إلى الفائض الإجمالي للاستغلال	43.97%	52.76%	49.71%	26.64%
S20	معدل المصاريف المالية	0.42%	0.41%	1.05%	1.82%
S21	معدل الفائض الإجمالي للاستغلال	48.21%	63.78%	59.57%	43.24%

المصدر: من إعداد الباحثة بناءا Notice D'information Admission Au Compartiment PME de La Bourse D'Alger et l'état financier de la SPA AOM INVEST 2018

انطلاقا من معطيات الجدول أعلاه فقد بينت النتائج تطورات الأداء كما يلي:

- 5- بالنسبة لمؤشرات حجم النشاط S13 و S14 و S15 نلاحظ أن مؤشر تطور نمو رقم الأعمال قد عرف تراجع سنة 2016 ليرتفع بشكل ملحوظ سنة 2017 أين وصل تقريبا إلى 20 ضعف و يعود ذلك لانطلاق نشاط المؤسسة سنة 2016، كذلك بالنسبة لمؤشر نمو القيمة المضافة فهو مؤشر يعكس نشاط المؤسسة المباشر و المتعلق بالمعدات المستعملة فقد عرف تراجع ليتحسن بعدها ليستقر عند نسبة 230 % ما يدل على تحكم المؤسسة في استهلاكات الدورة ما يحسن من مكانة المؤسسة عند المحللين .
- و هو ما نتج عنه تحسن في معدل القيمة المضافة لينتقل من 118% إلى 373% سنة دخول البورصة و منه يمكن الحكم على أداء المؤسسة التسييري أنها حققت رقم أعمال موجب و متزايد مع قيمة مضافة معتبرة .
- 6- بالنسبة لمؤشرات نشاط المؤسسة S16 و S17 فإن النتيجة الصافية إلى القيمة المضافة فهو في ارتفاع مستمر حتى سنة 2017 و ذلك لتحسن من نتيجة الدورة و القيمة المضافة، بالنسبة لمؤشر نتيجة الاستغلال فهو في استقرار نوعا ما أين وصل ل 3% فقط .
- 7- بالنسبة لمعدل الفائض الإجمالي إلى رقم الأعمال S18 و هو ما يعكس حجم المردودية التجارية من خلال قدرة كل وحدة نقدية من رقم الأعمال توليد فائض إجمالي للاستغلال حيث سجل المؤشر تذبذب

أين ارتفع عند بدأ النشاط و تراجع سنة 2017 إلى 88 % لكن بعد الاكتتاب العام سنة 2018 فقد عرف المؤشر قفزة معتبرة بعدما وصل إلى ثلاث أضعاف بعد تحقيق قيمة مضافة كبيرة .

8- بالنسبة لمعدل الطاقة التمويل الذاتي S19 فهو فيتذبذب بعدما كان 43 % ارتفع قليلا سنة 2016 بعد ارتفاع القيمة المضافة بمعدل أعلى من نتيجة الدورة لتستمر في الانخفاض حتى سنة 2018 ببلوغ معدل 26 %.

9- بالنسبة لمعدل طاقة التمويل الذاتي إلى الأموال الخاصة S20 قد شهد المؤشر ارتفاع مستمر ما يعكس تحسن نتيجة النشاط من سنة لأخرى و بالتالي ارتفاع قدرة التمويل الذاتي.

10- بالنسبة لمعدل الفائض الإجمالي للاستغلال: S21 فقد حقق استقرار، حيث عرف ارتفاع طفيف ليتراجع بعدها ليصل إلى تقريبا 43% ما يعكس ارتفاع مصاريف المستخدمين و الضرائب المحصلة من القيمة المضافة المحققة ما يدفع بالمؤسسة لتحقيق قيمة مضافة أعلى لتعزيز مكانتها في السوق .

الفرع الثاني: تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات الأداء الربحي

الجدول رقم (4-14): مؤشرات الأداء المتعلقة بالأداء الربحي لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2015-2018)

(2018)

الرقم	المؤشرات	2015	2016	2017	2018
S22	معدل العائد على حقوق الملكية	0.04%	0.03%	0.65%	1.05%
S23	معدل العائد على الأصول	0.04%	0.02%	0.28%	0.35%
S24	نسبة هامش الربح الصافي	7.83%	43.04%	56.54%	57.86%
S25	معدل العائد على مصادر التمويل ط 1	37.79%	16.31%	281.53%	0.35%
S 26	القدرة على التسديد	8.65%	0.47%	0.78%	0.89%

المصدر: من إعداد الباحثة بناءا Notice D'information Admission Au Compartiment PME de La

BourseD'Algeret l'état financier de la SPA AOM INVEST 2018

انطلاقا من اعتماد مؤشرات الربحية في تحليل الأداء المالي فقد توصلنا إلى النتائج التالية:

6- فيما يخص مؤشر العائد على حقوق الملكية: S22

فقد عرف هذا المؤشر تحسن مستمر لكن ضعيف فقد انتقل من 3.0 % سنة 2015 إلى 1.05 % سنة 2018 و هو ما يعكس تحسن العائد المحقق لحملة الأسهم بعد ارتفاع النتيجة الصافية، فهي نسبة متوسطة جدا و تدل على عدم وجود خيارات أمام المؤسسة على المدى القصير، ما دفع بالمؤسسة بالبحث عن موارد

تمويلية من خلال فتح رأس المال عن طريق الاكتتاب العام سنة 2018 أين تحسن المؤشر نتيجة زيادة رأس المال مع تحقيق نتيجة صافية موجبة.

7- بالنسبة لمعدل العائد على الأصول: S23 نفس التعليق بالنسبة لمعدل العائد على الأصول و الذي استمر في التحسن ما يبرهن بدأ المؤسسة في تحقيق الأرباح و يؤكد انطلاق أنشطتها الاستثمارية و التسويقية .

8- بالنسبة لهامش الربح الصافي: S24 وهو نسبة تقيس حجم الأرباح الناتجة عن كل دينار من صافي المبيعات، ما يعكس كفاءة الإدارة من ناحية الإنتاج، التسويق و التمويل وهو ما أكدته المؤسسة بعد تحسن هذه النسبة من سنة لأخرى حيث كانت 7 % سنة 2015 لتنتقل إلى 57 % سنة 2018.

9- بالنسبة لمؤشر معدل العائد على مصادر التمويل طويلة الأجل: S25 من خلال الجدول يتضح تراجع معدل العائد على مصادر التمويل طويلة الأجل سنة 2016 نتيجة تراجع نتيجة الدورة لتحسن سنة 2017 بارتفاع معتبر وهي نسبة جيدة تأكد وزن النتائج المحققة مقارنة بالموارد المعتمدة.

10- بالنسبة لمؤشر القدرة على التسديد: S26 فقد عرف تراجع مستمر، أين وصل إلى 0.89 % سنة 2018 بسبب تراجع قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة و انخفاض ارتفاع إجمالي الديون.

الفرع الثالث: تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات عناصر الاستغلال
و هو ما يمكننا الحكم على كفاءة المؤسسة في استخدام موجوداتها لتحقيق مبيعات و لذلك ارتأينا و في إطار المعطيات المتوفرة تقديم المؤشرات الموضحة في الجدول أدناه:

الجدول رقم (4-15): مؤشرات الأداء المتعلقة بأداء عناصر الاستغلال لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2015-2018)

الرقم	المؤشرات	2015	2016	2017	2018
S27	معدل دوران الأصول	0.46%	0.04%	0.60%	0.60%
S28	معدل دوران الأموال الخاصة	0.48%	0.07%	1.41%	1.81%
S29	معدل دوران الأصول الثابتة	0.63%	0.04%	0.78%	0.73%
S30	معدل دوران الأصول المتداولة	1.76%	0.21%	2.63%	3.27%

المصدر: من إعداد الباحثة بناءا Notice D'information Admission Au Compartiment PME de La Bourse D'Alger et l'état financier de la SPA AOM INVEST 2018

6- بالنسبة لمعدل دوران الأصول: S27

و الذي كان مستقرا لكن بنسب ضعيفة جدا لارتفاع المبيعات بالموازاة مع الأصول ما يعكس عدم قدرة المؤسسة من تحقيق مبيعات معتبرة باستغلال الاستثمارات نظرا لحدثة نشاطها.

7- بالنسبة لمعدل دوران الأموال الخاصة: S28

نفس التعليق بالنسبة لمؤشر دوران الأموال الخاصة، فقد عرف المؤشر ارتفاع سنة 2017 لكن ضعيف ما يعكس القدرة المحدودة للموارد الخاصة في توليد مبيعات من خلال تحقيق ما قيمته 1.41 دج مبيعات من كل 1 فقط دج من الموارد، ليتحسن قليلا سنة 2018 بالتزامن و رفع رأس المال .

8- بالنسبة لمعدل دوران الأصول الثابتة و المتداولة: S29 و S30

حيث يوضح هذا المؤشر مساهمة الأصول الثابتة في خلق المبيعات أين سجل نسب صغيرة جدا ما يؤكد ضعف قدرة الأصول الثابتة من استثمارات في تحقيق المبيعات، نفس التعليق بالنسبة للأصول المتداولة لكن بتأثير أكبر قليلا.

المطلب الثالث: تحليل المردودية بمؤشرات النسبية

تعتبر المردودية أحد المؤشرات الاقتصادية المعبرة عن أداء المؤسسة و من أهم مؤشراتنا نجد المردودية المالية و هي مردودية المستثمرين و المردودية الاقتصادية المتعلقة بالاستثمارات .

الفرع الأول: تحليل المردودية المالية

تشمل المردودية المالية إجمالي أنشطة المؤسسة و ما تحققه من عوائد لصالح المساهمين، و فيما يلي الجدول الموضح لتطور المردودية المالية للمؤسسة:

الجدول رقم (4-16): تطور المردودية المالية لمؤسسة (أوم أنفست) للفترة (2015-2018)

البيان	2015	2016	2017	2018
النتيجة الصافية	43 000. 00	34 000. 00	751 000. 00	1 247 447. 00
الأموال الخاصة	113 783 000. 00	00 .783000113	197 .00816 311	117 567 210. 00
المردودية المالية	0. 04%	0. 03%	0. 66%	1. 06%
نسبة التغير	-	-25%	2100%	60. 60%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على Notice D'information Admission Au Compartiment PME de La Bourse

D'Alger et l'état financier de la SPA AOM INVEST 2018

تحدد المردودية المالية مساهمة الأموال الخاصة في تحقيق النتيجة الصافية أي أن كل دينار من الأموال الخاصة كم يولد من المردودية المالية، وما يلاحظ من خلال الجدول أن النسبة كانت 0.04 % سنة 2015 و هي ضعيفة حيث أن كل المستثمرين يحققون عائد يقدر ب 0.04 دج لكل دينار مستثمر لكن

قد عرفت تحسن طفيف في السنتين الموالتين حيث كسب كل مستثمر 0.66 دج و 1.06 دج على التوالي كل 1 دينار مستثمر و هذا بعد عملية رفع رأس مال المؤسسة سنة 2018.

الفرع الثاني: تحليل المردودية الاقتصادية

يعتمد تحليل المردودية الاقتصادية على استبعاد التمويل الخارجي، فهي مرتبطة بالاستثمارات الثابتة و المتداولة دون الأخذ بعين الاعتبار التمويل الخاص أو الخارجي، فهي تلعب دور مقياس لأداء المؤسسة كوحدة اقتصادية مستقلة، و فيما يلي عرض لمعدل المردودية الاقتصادية للمؤسسة خلال الفترة المتعلقة بالدراسة

الجدول رقم (4-17): تطور المردودية الاقتصادية لمؤسسة (أوم أنفست) للفترة (2015-2018)

البيان	2015	2016	2017	2018
الفائض الإجمالي للاستغلال	524 000. 00	567 000. 00	1 433 157. 00	3 480 276. 00
الأصول الثابتة + الاحتياج لرأس المال	95 397 000. 00	182 658 000. 00	216 705 000. 00	295 072 112. 00
المردودية الاقتصادية	0. 55%	0. 31%	0. 66%	1. 18%
نسبة التغير	-	-43%	113%	78%

المصدر: من إعداد الباحثة بناءا Notice D'information Admission Au Compartiment PME de La Bourse

D'Alger et l'état financier de la SPA AOM INVEST 2018

من خلال الجدول يتضح لنا أن النسبة قد سجلت سنة 2017 أعلى مستوياتها نتيجة الارتفاع المعتبر في الأصول و الفائض الإجمالي للاستغلال بعد انطلاق النشاط سنة 2016 لتستمر في التحسن بعد عملية فتح رأس المال لتمويل الاستثمارات الجديدة و بالموازاة مع تحقيق فائض، لكن تبقى نسبة ضعيفة تحتاج لتحسين بعد الاستغلال الأمثل لموارد المؤسسة .

المبحث الثالث: تحليل واقع الأداء المالي للمؤسسة مجال الدراسة بعد الاكتتاب العام

يخصص هذا المبحث لتحليل الأداء المالي بعد عملية الاكتتاب العام بهدف الإحاطة بمختلف جوانب إشكالية البحث بالوقوف على أهم التغيرات التي عرفها الأداء المالي انطلاقاً من اعتماد التمويل عن طريق فتح رأس مال باللجوء إلى سوق البورصة، فقد تم تحليل الوضعية من خلال دراسة السنوات الأخيرة بعد فتح رأس المال لمعرفة أثر العملية على أداء.

المطلب الأول: تحليل الهيكل المالي على أساس الميزانية

من خلال تحليل ميزانية المؤسسة عن طريق تحليل تغير مؤشرات التوازن المالي من جهة، و مؤشرات الأداء المالي من جهة أخرى

الفرع الأول: تحليل الميزانية من منظور وظيفي

يسمح تحليل الميزانية من منظور وظيفي بعد عملية الاكتتاب العام لحساب مؤشرات التوازن المالي للحكم على قدرة المؤسسة في تغطية احتياجاتها بمواردها المستثمرة

أولاً: حساب رأس المال العامل الإجمالي

جدول رقم (4-18) رأس المال العامل الصافي الإجمالي لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2019-2022)

البيان	2019	2020	2021	2022
الموارد الدائمة	421 170 000. 00	769 555 000. 00	840 666 000. 00	854 199 000. 00
الأصول الثابتة	378 370 922. 00	718 612 000. 00	716 537 000. 00	709 559 000. 00
رأس المال العامل للصافي	42 799 000. 00	50 943 000. 00	124 129 000. 00	144 640 000. 00

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ميزانيات المؤسسة (2019-2022)

من خلال الجدول نلاحظ أن رأس المال العامل موجب خلال السنوات الأربعة ما يعكس قدرة الموارد الدائمة في تغطية دورة الاستثمار حيث بلغ سنة 2020 مبلغ 50 مليون دينار بعد رفع رأس المال و ارتفاع الديون المالية و التي غطت الاستثمارات، و أمام المشاريع التوسعية التي تعمل عليها المؤسسة فقد عملت لتغطيتها برفع رأس المال سنتي 2020 و 2021 للحفاظ على هامش الأمان .

ثانياً: حساب احتياجات رأس المال العامل

جدول رقم (4-19) احتياجات رأس المال العامل الصافي لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2019-2022)

البيان	2019	2020	2021	2022
الأصول المتداولة	42 460 000. 00	57 465 000. 00	62 902 000. 00	48 842 000. 00

26 444 000. 00	17 668 000. 00	7 642 000. 00	7 563 000. 00	الخصوم المتداولة
58 398 000. 00	45 234 000. 00	49 823 000. 00	34 897 000. 00	إحتياجات رأس المال الصافي

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ميزانيات المؤسسة (2019-2022)

انطلاقاً من الجدول نلاحظ أن الإحتياجات كانت معتبرة و هذا يعني أن المؤسسة غير قادرة على تغطية إحتياجات دورة الاستغلال عن طريق الخصوم الجارية ما يجعلها تعتمد على رأس المال العامل، نتيجة ارتفاع الإحتياجات مقارنة بالموارد التي تراجعت، ما يعني عدم قدرة الديون قصيرة الأجل تغطية دورة الاستغلال، فالمؤسسة دائماً في حاجة لرأس مال عامل لاستمرار تسويق خدماتها، وذلك انطلاقاً من هيكل المؤسسة الذي يعتمد على الديون طويلة الأجل بصورة كبيرة في هذه الفترة نظراً للسياسة الاستثمارية باستغلال الأراضي لتوسعة القاعدة الاستثمارية

ثالثاً: حساب تطور الخزينة

جدول رقم (4-20) تطور الخزينة لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2019-2022)

2022	2021	2020	2019	البيان
144 640 000. 00	124 129 000. 00	50 943 000. 00	42 799 000. 00	رأس المال العامل الصافي
58 398 000. 00	45 234 000. 00	49 823 000. 00	34 897 000. 00	إحتياجات رأس المال الصافي
86 242 000. 00	78 895 000. 00	1 120 000. 00	7 902 000. 00	الخزينة الصافية

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ميزانيات المؤسسة (2019-2022)

نلاحظ أن المؤسسة قد حققت خزينة موجبة لكن في تراجع و ذلك نتيجة ارتفاع الإحتياجات في رأس المال العامل ما يعني عدم قدرة الخصوم المتداولة في تغطية و تمويل مخزون المؤسسة و المدينين لها و بالتالي يجب على المؤسسة إعادة التوازن لتجنب التعثر المالي و عدم القدرة على تسديد التزاماتها المالية باعتماد مصدر تمويل و بتكاليف أقل لتغطية دورة الاستثمار و بالتالي إعادة التوازن بتغطية الإحتياجات الاستثمارية بموارد طويلة الأجل بالموازاة مع رفع الفرص للحصول على تمويل قصير الأجل لتغطية دورة الاستغلال نتيجة ارتفاع معدل الإنتاجية .

الفرع الثاني: تحليل الميزانية من منظور مالي

أولاً: نسب السيولة

الجدول رقم (4-21): مؤشرات الأداء المتعلقة بالسيولة لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2019-2022)

الرقم	المؤشرات	2019	2020	2021	2022
S1	نسبة السيولة العامة	554.19 %	558.02 %	563.48 %	509.06%
S2	نسبة السيولة المحددة	554.19 %	557.61%	562.00%	505.16%
S3	نسبة السيولة الفورية	103.60 %	41.37%	328.61%	269.11%
S4	نسبة ص ر م ع / مجموع الأصول	9.94 %	6.53%	14.31%	16.26%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ميزانيات المؤسسة (2019-2022)

اعتماداً على مؤشرات السيولة تم التوصل للنتائج التالية:

1- تحليل مؤشر السيولة العامة: S1

من خلال الجدول يتضح أن نسبة السيولة العامة قد انخفضت سنة 2019 بعد فتح رأس المال أين بلغت خمسة أضعاف و هي مستقرة خلال السنوات التي تلت عملية الاكتتاب العام وهو ما يشير إلى أن الأصول المتداولة تغطي إجمالي الديون قصيرة الأجل في حالة الاستحقاق، لكن النسبة أكبر من الحد المطلوب ما يتطلب من المؤسسة ضبط سياسة تسيير دورة الاستغلال قصيرة الأجل بتحصيل حقوقها.

2- تحليل مؤشر السيولة المحددة: S2

نفس التعليق يمكن تقديمه لهذه النسبة فهي تعكس سرعة تحويل الأصول الجارية إلى سيولة نقدية، تكون مقبولة عندما تكون مساوية للواحد فمن خلال الجدول نلاحظ أن النسبة في استقرار لكن أكثر من المستوى و هذا راجع لانخفاض مستوى المخزونات انطلاقاً من طبيعة نشاط المؤسسة .

3- تحليل مؤشر السيولة الفورية: S3

تعد مرجع لقياس السيولة انطلاقاً من اعتماد القيم الجاهزة المتوفرة دون اللجوء إلى تحصيل المدينين فقد عرفت النسبة تذبذب خلال السنوات الأخيرة لتستقر عند نسبة 269 % لتسجيل فائض معتبر في الخزينة بعد استقراء نتائج المؤسسة للفترة المعنية تؤكد أن الوضعية تعكس قدرة المؤسسة في مواجهة الالتزامات الفورية فهي لا تعتمد على الديون قصيرة الأجل بل على موارد خزيتها.

4- تحليل مؤشر ر م ع ص: S4

من خلال الجدول نلاحظ أن المعدل في تحسن و ذلك لزيادة قيمة ر م ع ص فقد بلغ 9 % سنة 2019 في حين قد عرف تراجع طفيف سنة 2020 بسبب تمويل المباني الجديدة ليتحسن بعد ذلك سنتي 2021 و 2022 ما يدل أن الفائض الموجه لتغطية دورة الاستغلال يمثل 16 % من حجم أصول المؤسسة لكن هذا الفائض كان نتيجة الرفع في رأس مال المؤسسة المعتمدة في تمويل الاستثمارات.

ثانياً: نسب التمويل

الجدول رقم (4-22): مؤشرات الأداء المتعلقة بتمويل مؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2019-2022)

الرقم	المؤشرات	2019	2020	2021	2022
S5	نسبة قابلية التسديد	72. 23 %	41. 03 %	38. 61%	38. 50%
S6	نسبة الاستقلالية المالية	38. 20 %	144. 94 %	152. 90%	152. 43%
S7	نسبة الرافعة المالية	360. 13%	169. 58%	162. 88%	162. 59%
S8	نسبة الهيكل المالي	261. 78%	68. 99%	65. 62%	65. 61%
S9	نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة	253. 84%	66. 60%	60. 37%	58. 83%
S10	نسبة التمويل الدائم	111. 31%	107. 09%	117. 32%	120. 38%
S11	نسبة د ط و م أ إلى المديونية الإجمالية	96. 97%	96. 53%	92. 00%	89. 67%
S12	نسبة د ط و ق أ إلى المديونية الإجمالية	3. 03%	3. 47%	8. 00%	10. 33%

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على ميزانيات المؤسسة (2019-2022)

1- تحليل مؤشر نسبة قابلية التسديد: S5

تمثل هذه النسبة مدى مساهمة المديونية في تمويل أصول المؤسسة، نلاحظ أن النسبة في تراجع حيث كانت % 72 سنة 2019 لتتخفض إلى % 38.5 سنة 2022 لتراجع المديونية الإجمالية مع تسجيل ارتفاع معدل الديون قصيرة الأجل و تراجع الديون طويلة الأجل ما يعكس اعتماد المؤسسة على مواردها الخاصة .

2- تحليل مؤشر الاستقلالية المالية: S6 :

نلاحظ أن النسبة تتجه نحو الارتفاع فقد بلغت % 38 سنة 2019 ما يدل على هيكل تمويل يعتمد على المديونية بنسبة معتبرة، ليرتفع المعدل إلى أكثر من الواحد، ما يعني تراجع قيمة الديون مقارنة بحجم الموارد الخاصة أين أصبحت المؤسسة تعتمد على الموارد الذاتية في تمويل هيكلها المالي و بالتالي فهي مستقلة مادياً لقدرة الاكتفاء بمواردها الخاصة في مواجهة التزاماتها المالية أين بلغت نسبة الاستقلالية سنة 2022 معدل 152 %.

3- بالنسبة لمؤشر الرافعة المالية: S7

نفس التعليق بالنسبة للرافعة المالية حيث شهدت النسبة ارتفاع سنة 2019 بنسبة 360 % لتراجع بعدها لارتفاع الموارد الخاصة و تراجع المديونية ما يبرهن على تراجع أثر الرافعة بتراجع الديون و اعتماد المؤسسة على مواردها الخاصة بعدما عملت على رفع رأس المال ي عدة مرات أولها عن طريق البورصة و الأخرى بدمج فرق إعادة التقييم و ضخ رؤوس أموال جديدة

4 - النسبة لمؤشري نسبة الهيكل المالي نسبة الديون طويلة الأجل: S8 و S9

لقد شهد هذا المؤشر تراجع إيجابي فبعدما كانت 261% سنة 2019 انخفضت في السنوات الموالية ليستقر عند 65% ما يعكس تراجع الديون مقارنة بالأموال الخاصة نفس التغير عرفه المؤشر الثاني ما يوضح اعتماد المؤسسة بعد الاكتتاب العام على المديونية القصيرة لتسيير دورة الاستغلال و اعتماد الموارد الخاصة لتمويل المشاريع التوسعية الجديدة ابتداء من سنة 2020 ما سمح بحصول التراجع الكبير حيث انتقل كلا المؤشرين من 261% و 253% إلى 68% و 66% لتستقر النسبة بعدها لاستقرار الموارد الخاصة .

5 - تحليل مؤشر التمويل الدائم: S10

تعكس النسبة مدى تغطية الأصول الثابتة بالأموال الدائمة، ومن خلال قياس النسبة خلال فترة الدراسة فقد تبين أنها أكبر من 1 ما يدل على قدرة الموارد الدائمة في تمويل الأصول غير الجارية و بالتالي تحقيق فائض رأس المال العامل لتمويل دورة الاستغلال و الذي ارتفع ليصل إلى 120% سنة 2022 بعد تغطية دورة الاستثمار .

6 - بالنسبة لمؤشري نسبة الديون طويلة و قصيرة الأجل: S11 و S12

يتضح أن سنة 2019 كانت الديون طويلة الأجل تمثل أغلب الديون بنسبة معتبرة لتراجع بعدها تدريجياً لتصل إلى 92% بالمقابل ارتفاع الديون قصيرة الأجل بناء على السياسة التمويلية للمؤسسة بعد الاكتتاب العام.

المطلب الثاني: تقييم النشاط و النتائج

القرع الأول : تحليل مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات التسيير

و قد تم الاستعانة بمجموعة من النسب نوضحها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-23): مؤشرات الأداء المتعلقة بعمليات التسيير لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2019-2022)

(2022)

الرقم	المؤشرات	2019	2020	2021	2022
S13	معدل نمو رقم الأعمال	68.221%	10.88%	901.61%	-4.94%
S14	معدل نمو القيمة المضافة	50.61%	-23.95%	489.70%	2.99%
S15	معدل القيمة المضافة	174.77%	119.86%	70.57%	76.46%
S16	معدل النتيجة الصافية إلى القيمة المضافة	6.19%	-42.24%	40.88%	44.84%
S17	معدل نتيجة الاستغلال	13.28%	-50.62%	28.86%	34.29%

S18	معدل الفائض الإجمالي للاستغلال على رقم الأعمال	44.87%	1.30%	44.95%	45.46%
S19	معدل نتيجة الاستغلال إلى الفائض الإجمالي للاستغلال	13.61%	-1.64%	56.15%	83.02%
S20	معدل المصاريف المالية	1.39%	-0.03%	5.98%	8.90%
S21	معدل الفائض الإجمالي للاستغلال	25.67%	1.08%	63.70%	59.46%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ميزانيات المؤسسة (2019-2022)

انطلاقاً من معطيات الجدول أعلاه فقد بينت النتائج تطورات الأداء كما يلي:

1- بالنسبة لمؤشرات حجم النشاط S13، S14 و S15

نلاحظ أن مؤشر تطور نمو رقم الأعمال قد عرف تذبذب كبير بعد فتح رأس المال حيث بلغ % 221 سنة 2019 لكن تراجع سنة 2020 إلى 10 % و يعود ذلك لتراجع المبيعات كما عرف سنة 2022 أدنى نسبة له أين تراجع بمعدل كبير جداً، كذلك بالنسبة لمؤشر نمو القيمة المضافة فهو مؤشر يعكس نشاط المؤسسة المباشر فقد عرف تراجع مستمر ليصل إلى 2.99 % سنة 2022 و ذلك لانخفاض إنتاج الدورة، و بالتالي على المؤسسة الأخذ بعين الاعتبار تطوير القيمة المضافة لاعتبارها مرجع للمحللين الماليين .

و هو ما نتج عنه تراجع في معدل القيمة المضافة لينتقل من 77.174 % إلى 46.76 % ومنه يمكن الحكم على أداء المؤسسة التسييري أنها حققت رقم أعمال متذبذب و قيمة مضافة بنمو متناقص بسبب ارتفاع مصاريف التسيير من جهة، و انخفاض مستوى الإنتاج من جهة أخرى .

2- بالنسبة لمؤشرات نشاط المؤسسة S16 و S17

فإن النتيجة الصافية إلى القيمة المضافة فقد عرف انخفاض أول سنتين لتراجع النتيجة سنة 2019 و تسجيل نتيجة خسارة سنة 2020 لتحسن في آخر سنتين لارتفاع القيمة المضافة و تسجيل نتيجة ربح، نفس التطور عرفه معدل نتيجة الاستغلال نتيجة تحسن نتيجة الدورة و تراجع رقم الأعمال .

3- بالنسبة لمعدل الفائض الإجمالي إلى رقم الأعمال S18

قد سجل المؤشر استقرار خلال سنوات الدراسة ما عدا سنة 2020 بسبب تطور الفائض بعد تحسن القيمة المضافة و رقم الأعمال نتيجة تطور نشاط المؤسسة.

4- بالنسبة لمعدل الطاقة التمويل الذاتي S19

عرف تراجع بعد فتح رأس المال خلال السنتين الموالتين لتراجع نتيجة الدورة ليرتفع بعدها عند تسجيل تطور معتبر في نتيجة الدورة و ارتفاع حجم الاهتلاكات .

5- بالنسبة لمعدل طاقة التمويل الذاتي إلى الأموال الخاصة S20

نفس التعليق بالنسبة لهذا المؤشر الذي عرف تراجع و بعدها ارتفع نتيجة تطور طاقة التمويل الذاتي مع ارتفاع الأموال الخاصة بعد رفع رأس المال سنة 2021.

6- بالنسبة لمعدل الفائض الإجمالي للاستغلال: S21

فقد عرف تذبذب بعد فتح رأس المال ما عدا سنة 2021 أي عرف أعلى معدل بعد إرتفاع معدل الفائض بعد ارتفاع رقم الأعمال ليستقر عن معدل 59.46 % ما يعني تسجيل مصاريف بنسبة معتبرة ما يجعل المؤسسة ملزمة بتحسين المعدل .

الفرع الثاني: تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات الأداء الربحي

الجدول رقم (4-24): مؤشرات الأداء المتعلقة بالأداء الربحي لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2019-2022)

(2022)

الرقم	المؤشرات	2019	2020	2021	2022
S22	معدل العائد على حقوق الملكية	63.0%	-0.84%	4.17%	4.59%
S23	معدل العائد على الأصول	0.17%	-0.50%	2.56%	2.82%
S24	نسبة هامش الربح الصافي	10.82%	-50.62%	28.85%	34.29%
S25	معدل العائد على مصادر التمويل ط ا	0.18%	-0.50%	2.60%	2.87%
S 26	القدرة على التسديد	0.53%	-0.05%	9.11%	13.57%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ميزانيات المؤسسة (2019-2022)

انطلاقاً من اعتماد مؤشرات الربحية في تحليل الأداء المالي فقد توصلنا إلى النتائج التالية:

1- فيما يخص مؤشر العائد على حقوق الملكية: S22

قد عرف هذا المؤشر تراجع سنة 2019 و خسارة سنة 2020 وهو ما يعكس تراجع العائد المحقق لحملة الأسهم بعد تراجع النتيجة الصافية، فهي نسبة ضعيفة عملت المؤسسة على رفعها سنة 2021 و 2022 لكن تبقى ضعيفة مقارنة بالأموال المستثمرة نتيجة زيادة رأس المال مع تحقيق نتيجة صافية غير كافية لتحقيق عوائد معتبرة.

2- بالنسبة لمعدل العائد على الأصول: S23

نفس التعليق بالنسبة لمعدل العائد على الأصول ما يبرهن تراجع قدرة المؤسسة في تحقيق الأرباح من الاستثمارات لتحقيق نتيجة غير كافية مقارنة بحجم الأصول ما يؤكد تراجع أنشطتها الاستثمارية و التشغيلية ما يتطلب منها استغلال أمثل لها بالنسبة لسنة 2020 فقد كان المعدل سالب لتحقيق نتيجة صافية سلبية .

3- بالنسبة لهامش الربح الصافي: S24

وهو نسبة تقيس حجم الأرباح الناتجة عن كل دينار من صافي المبيعات، فقد عرف المؤشر نفس التطور مقارنة بالمؤشرات الأخرى حيث كان منخفض بعدها سالب ليتحسن في السنتين الأخيرتين انطلاقاً من النتيجة السنوية المحققة و تبقى النسبة مقبولة بتحقيق عائد يقدر ب 34 دج من كل دينار من المبيعات.

4- بالنسبة لمؤشر معدل العائد على مصادر التمويل طويلة الأجل: S25

من خلال الجدول يتضح التذبذب الذي عرفه المؤشر حيث كان العائد من مصادر التمويل طويلة سنة 2019 هو 18.0 دج أي تراجع مقارنة بسن فتح رأس المال، ليسجل خسارة سنة 2020 بعد تحقيق خسارة سنوية و يعود للارتفاع سنة 2021 بعد تحقيق ربح سنوي معتبر رغم ارتفاع الموارد بعد رفع رأس المال ليستقر سنة 2022 عند 87.2 %.

5- بالنسبة لمؤشر القدرة على التسديد: S26

فقد عرف هو الأخير تذبذب بعد انخفاض سنة 2019 و تراجع بقيمة سلبية سنة 2020 و تحسن سنة 2021 و 2022 لتحسن طاقة التمويل الذاتي للمؤسسة لكن تبقى النسبة غير كافية.

الفرع الثالث: تحليل الأداء المالي باعتماد مؤشرات عناصر الاستغلال

و هو ما يمكننا الحكم على كفاءة المؤسسة في استخدام موجوداتها لتحقيق مبيعات و لذلك ارتأينا و في إطار المعطيات المتوفرة تقديم المؤشرات الموضحة في الجدول أدناه:

الجدول رقم (4-25): مؤشرات الأداء المتعلقة بأداء عناصر الاستغلال لمؤسسة (أوم أنفست) خلال الفترة (2019-2022)

الرقم	المؤشرات	2019	2020	2021	2022
S27	معدل دوران الأصول	1.61%	0.99%	8.88%	8.23%
S28	معدل دوران الأموال الخاصة	5.80%	1.67%	14.46%	13.38%
S29	معدل دوران الأصول الثابتة	1.83%	1.07%	10.75%	10.32%
S30	معدل دوران الأصول المتداولة	13.28%	12.39%	51.04%	40.68%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ميزانيات المؤسسة (2019-2022)

1- بالنسبة لمعدل دوران الأصول (S27) ومعدل دوران الأموال الخاصة (S28):

نلاحظ من خلال الجدول أن قدرة الأصول في تحقيق مبيعات هي في تذبذب لتستقر عند نسبة 8% ما يعكس عجز المؤسسة استغلال أصولها في توليد مبيعات خاصة بعد استقرار مستوى حجم الأصول خلال الفترة.

نفس التعليق بالنسبة لمعدل دوران الأموال الخاصة، حيث أن قدرة الأموال الخاصة في تحقيق مبيعات قد استقرت عند 13 % و بالتالي فالمبيعات تغطي 13% من حجم الأموال الخاصة و هي نسبة يمكن تحسينها

2- بالنسبة لمعدل دوران الأصول الثابتة و المتداولة: S29 و S30.

بالنسبة لمؤشر معدل دوران الأصول الثابتة حيث يوضح هذا المؤشر مساهمة الأصول الثابتة في خلق المبيعات أين سجل نسبة 10% و هي نسبة ضعيفة ما يؤكد وزن الأصول الثابتة من استثمارات في تحقيق المبيعات، نفس التعليق بالنسبة للأصول المتداولة لكن بتأثير أكبر أين وصلت النسبة إلى 40 %.

المطلب الثالث: تحليل المردودية بمؤشرات النسبية

تعتبر المردودية أحد المؤشرات الاقتصادية المعبرة عن أداء المؤسسة و من أهم مؤشراتنا نجد المردودية المالية و هي مردودية المستثمرين و المردودية الاقتصادية المتعلقة بالاستثمارات .

الفرع الأول: تحليل المردودية المالية

تشمل المردودية المالية إجمالي الأنشطة داخل المؤسسة و تدخل في تكوينها كل العناصر المالية المتعلقة بالنشاط و ما تحققه من عوائد لصالح المساهمين.

الجدول رقم (4-26): تطور المردودية المالية لمؤسسة (أوم أنفست) للفترة (2019-2022)

البيان	2019	2020	2021	2022
النتيجة الصافية	750 312. 06	-893 162. 03	22 223 393. 00	25 105 161. 08
الأموال الخاصة	118 814 654. 39	464 265 116. 77	510 343 482. 00	521 996 006. 33
المردودية المالية	0. 63%	-0. 84%	4. 35%	4. 81%
نسبة التغير	40%	-233%	619%	10%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية للمؤسسة (2019-2022)

تحدد المردودية المالية مساهمة الأموال الخاصة في تحقيق النتيجة الصافية أي أن كل دينار من الأموال الخاصة كم يولد من المردودية المالية، وما يلاحظ من خلال الجدول أن النسبة كانت 0.63% سنة 2019 و هي ضعيفة حيث أن كل المستثمرين يحققون عائد يقدر ب 0.63 دج لكل دينار مستثمر لكن قد عرفت خسارة في سنة 2020 بعد خسارة سنوية تقدر ب 0.84 دج لكل دينار مستثمر لتتحسن في آخر سنتين بعد نتائج سنوية معتبرة عوض من خلال المستثمرون الخسارة السابقة .

الفرع الثاني: تحليل المردودية الاقتصادية

يعتمد تحليل المردودية الاقتصادية على استبعاد للتمويل الخارجي، فهي مرتبطة بالاستثمارات الثابتة و المتداولة دون الأخذ بعين الاعتبار التمويل الخاص أو الخارجي، فهي تلعب دور مقياس لأداء المؤسسة كوحدة اقتصادية مستقلة، و فيما يلي عرض لمعدل المردودية الاقتصادية للمؤسسة خلال الفترة المتعلقة بالدراسة.

الجدول رقم (4-27): تطور المردودية الاقتصادية لمؤسسة (أوم أنفست) للفترة (2019-2022)

البيان	9201	2020	2120	2220
الفائض الإجمالي للاستغلال	3 111 726. 65	99 961. 44	34 625 282. 00	33 284 932. 08
الأصول الثابتة + الاحتياج لرأس المال	413 267 922. 78	768 435 136. 31	761 771 368. 00	767 957 415. 64
المردودية الاقتصادية	0. 75%	0. 01 %	4. 55%	4. 33%
نسبة التغير	-36 %	-98%	34800%	-4. 65 %

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية للمؤسسة (2019-2022)

من خلال الجدول يتضح لنا أن النسبة كانت 75.0 % سنة 2019 وهي نسبة ضعيفة استمرت في التراجع سنة 2020 لتراجع الفائض الإجمالي للاستغلال و ارتفاع حجم استثمارات المؤسسة لتحسن بعدها نتيجة تحقيق الفائض بعد تسجيل رقم أعمال كبير واستقرار استثمارات المؤسسة .

المطلب الرابع: التحليل المقارن لأثر فتح رأس مال المؤسسة على أدائها المالي

تأتي هذه المرحلة بعد تحليل و تقييم الوضعية المالية للمؤسسة من خلال استقراء أهم مؤشرات الأداء المالي قبل و بعد الاكتتاب العام من خلال استعراض نتائج دراسة المقارنة المتوصل إليها انطلاقا من فترة الدراسة التي امتدت من سنة 2015 حتى 2022، سوف نستعرض في هذا الطلب نتائج دراسة المقارنة المتوصل إليها باعتماد مؤشرات الأداء عن طريق تحليل معدل كل مؤشر وبلوغ الموازنة تم المقارنة انطلاقا من معدل كل من السنوات التي سبقت فتح رأس مال المؤسسة و السنوات الأخيرة لكل مؤشر من مؤشرات الأداء المالي للوقوف على أهم التغيرات للحكم على تأثير العملية على الأداء المالي.

الفرع الأول: المقارنة انطلاقا من مؤشرات السيولة

من خلال التحليل المقارن لنتائج المؤسسة قبل و بعد الاكتتاب تم ملاحظة التغيرات من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (4-28): مؤشرات الأداء المتعلقة بالسيولة لمؤسسة (أوم أنفست) قبل و بعد الاكتتاب العام

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الاكتتاب	المتوسط بعد الاكتتاب	التطور	نسبة التطور
S1	نسبة السيولة العامة	3339. 5 %	546. 19 %	-2793. 31 %	-83. 64 %
S2	نسبة السيولة المحددة	3339. 5 %	544. 74 %	-2794. 76 %	-83. 64 %
S3	نسبة السيولة الفورية	2116. 19 %	185. 67 %	-1930. 52 %	-91. 23%
S4	نسبة ص ر م ع / مجموع الأصول	19. 47 %	11. 76 %	-7. 71 %	-39. 61%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية للمؤسسة

أين سجلت مؤشرات السيولة تراجع كبير في جميع المؤشرات ما يعكس التراجع الكبير في الأداء النقدي وما يؤكد تدني قدرة المؤسسة في تمويل احتياجات رأس المال العامل عن طريق مصادر التمويل طويلة الأجل، بالنسبة لمؤشري السيولة المحددة و الفورية فإن تراجعهما يعكس عدم قدرة المؤسسة مواجهة مستحقاتها قصيرة الأجل .

الفرع الثاني:المقارنة انطلاقا من مؤشرات هيكل رأس المال

نلاحظ اختلال الهيكل المالي للمؤسسة بعد فتح رأس المال و هو ما يوضحه الجدول أدناه حيث شهد كل من مؤشر الاستقلالية المالية تطور ومعتبر كما عرف معدل الديون طويلة الأجل ارتفاع طفيف مع تراجع باقي المؤشرات

الجدول رقم (4-29):مؤشرات الأداء المتعلقة بأداء هيكل رأس المال لمؤسسة (أوم أنفست)قبل و بعد الاكتتاب

العام

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الاكتتاب	المتوسط بعد الاكتتاب	التطور	نسبة التطور
S5	نسبة قابلية التسديد	43. 81 %	47. 59 %	3. 78 %	8. 62 %
S6	نسبة الاستقلالية المالية	574. 12 %	121. 99 %	-452. 13 %	-78. 75 %
S7	نسبة الرافعة المالية	207. 02 %	211. 30 %	4. 28 %	2. 07 %
S8	نسبة الهيكل المالي	107. 78 %	115. 50 %	7. 72 %	7. 16 %
S9	نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة	105. 17 %	109. 91 %	4. 74 %	4. 51 %
S10	نسبة التمويل الدائم	124. 98 %	114. 03 %	-10. 95 %	-8. 77 %
S11	نسبة د ط و م أ إلى المديونية الإجمالية	73. 65 %	93. 80 %	20. 15 %	27. 36 %
S12	نسبة د ط و ق أ إلى المديونية الإجمالية	26. 36 %	6. 21 %	-20. 15 %	-76. 45 %

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية للمؤسسة

انطلاقا من النتائج الموضحة و التي تعكس استمرار الاختلال في الهيكل التمويلي بعد الاكتتاب العام من خلال التراجع الكبير في نسبة الاستقلالية المالية و حجم الديون قصيرة الأجل لارتفاع حجم المديونية طويلة الأجل بعد الاكتتاب العام و انطلاق تمويل المشاريع التوسعية بعدما كانت المؤسسة تعتمد على مواردها الخاصة ؛

- التراجع في التمويل الدائم نظرا لارتفاع حجم الاستثمارات و عدم قدرة التمويل بتغطيتها رغم رفع رأس

المال

- ارتفاع كل من قابلية التسديد، الرافعة المالية، الهيكل المالي و التمويل الدائم و كذا نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة و ذلك يعود إلى تراجع اعتماد المؤسسة على مواردها الخاصة في تمويل المشاريع الجديدة

يعود عدم تحسن الهيكل المالي نظرا لعدم التحسن في أسلوب إدارة الشركة ببقاء نفس مجلس الإدارة و بتسيير مشترك بين القطاعين العام و الخاص و كذا فشلها في الحصول على التمويل من سوق البورصة ما دفعها لرفع رأس مالها بعدها بدون اللجوء للبورصة.

الفرع الثالث: المقارنة انطلاقا من مؤشرات عملية التسيير

نلاحظ تراجع في الأداء من خلال تراجع معظم مؤشرات الأداء التجاري بعد عملية الاكتتاب العام و هو ما يؤكد الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-30): مؤشرات الأداء المتعلقة بعملية التسيير لمؤسسة أوم أنفست قبل و بعد الاكتتاب العام

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الاكتتاب العام	المتوسط بعد الاكتتاب العام	التطور	نسبة التطور
S13	معدل نمو رقم الأعمال	472. 52 %	282. 31 %	-190. 21 %	-40. 25 %
S14	معدل نمو القيمة المضافة	96. 73 %	129. 84 %	33. 11 %	34. 23 %
S15	معدل القيمة المضافة	461. 43 %	110. 42 %	-351. 01 %	-76. 07 %
S16	معدل النتيجة الصافية إلى القيمة المضافة	13. 62 %	12. 42 %	-1. 20 %	-8. 85 %
S17	معدل نتيجة الاستغلال	1. 86 %	6. 45 %	4. 61 %	247. 84 %
S18	معدل الفائض الإجمالي للاستغلال على رقم الأعمال	265. 86 %	34. 15 %	-231. 71 %	-87. 16 %
S19	معدل طاقة التمويل الذاتي	43. 27 %	37. 79 %	-5. 48 %	-12. 68 %
S20	معدل طاقة التمويل الذاتي إلى الأموال الخاصة	0. 93 %	4. 05 %	3. 14 %	338. 92 %
S21	معدل الفائض الإجمالي للاستغلال	53. 70 %	37. 48 %	-16. 22 %	-30. 21 %

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية للمؤسسة

يتضح من خلال الجدول تراجع في معظم المؤشرات ما عدا معدل نمو القيمة المضافة، معدل نتيجة

الاستغلال و معدل طاقة التمويل الذاتي إلى الأموال الخاصة .

يعكس ذلك عدم قدرة المؤسسة تغطية مختلف التزاماتها اتجاه الأطراف الأخرى رغم تحقيق رقم أعمال معتبر و عليه كان لا بد من تحسين معدل تطور القيمة المضافة بتخفيض استهلاكات الدورة لتحقيق فائض في الاستغلال والتحسين من طاقة التمويل الذاتي .

الفرع الرابع: المقارنة انطلاقاً من مؤشرات الأداء الربحي (المردودية)

نلاحظ تراجع في الأداء الربحي بصفة عامة نتيجة ارتفاع الموارد الخاصة للمؤسسة بعد الاكتتاب وهو ما تقره معطيات الجدول أدناه:

الجدول رقم (4-31): مؤشرات الأداء المتعلقة بالمردودية لمؤسسة أوم أنفست قبل و بعد الاكتتاب العام

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الاكتتاب العام	المتوسط بعد الاكتتاب العام	التطور	نسبة التطور
S22	معدل العائد على حقوق الملكية	0.44 %	2.14 %	1.70 %	383.03 %
S23	معدل العائد على الأصول	0.17 %	1.26 %	1.09 %	631.88 %
S24	نسبة هامش الربح الصافي	38.82 %	5.84 %	-32.98 %	-84.97 %
S25	معدل العائد على مصادر التمويل ط ا	83.99 %	1.29 %	-82.70 %	-98.47 %
S26	القدرة على التسديد	2.70 %	5.79 %	3.09 %	114.64 %

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية للمؤسسة

- تحسن في العائد على حقوق الملكية و العائد على الأصول و كذا قدرة التسديد
 - تراجع نسبة هامش الربح و معدل العائد على مصادر التمويل طويلة الأجل
- يعود هذا التراجع في الأداء لعدم قدرة المؤسسة و رغم تحقيق نتائج سنوية معتبرة من مكافئة عناصر الإنتاج بعد تسجيل معدلات مردودية غير كافية مقارنة بحجم الموارد المستغلة .

الفرع الخامس: المقارنة انطلاقاً من مؤشرات أداء عناصر الاستغلال

يعكس الجدول الموالي التراجع الكبير في مؤشرات أداء دورة الاستغلال

الجدول رقم (4-32): مؤشرات الأداء المتعلقة بأداء عناصر الاستغلال لمؤسسة (أوم أنفست) قبل و بعد الاكتتاب

العام

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الاكتتاب العام	المتوسط بعد الاكتتاب العام	التطور	نسبة التطور
S27	معدل دوران الأصول	19.90 %	4.93 %	-14.97 %	-75.23 %
S28	معدل دوران الأموال الخاصة	45.13 %	8.83 %	-36.30 %	-80.44 %
S29	معدل دوران الأصول الثابتة	24.55 %	5.99 %	-18.56 %	-75.59 %
S30	معدل دوران الأصول المتداولة	1.97 %	29.35 %	27.38 %	1391.61 %

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على القوائم المالية للمؤسسة

وهذا يعود إلى عدم قدرة كل من الأصول الثابتة و الأموال الخاصة من توليد مبيعات معتبرة خلال سنوات للاكتتاب العام .

خلاصة الفصل الرابع:

جاء هذا الفصل لدراسة فعالية البورصة في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، أين تم اتخاذ مؤسسة أوم أنفست كحالة وحيدة كونها المؤسسة الأولى التي اعتمدت البورصة كمصدر تمويلي من خلال فتح رأس المال عن طريق الاكتتاب العام ، أين تم اعتماد نفس الطريقة في التحليل للخروج بأثر العملية على الأداء المالي للمؤسسة ، و ذلك بعد مقارنة متوسط الأداء للفترة التي سبقت العملية و الفترة التي بعدها خلال الفترة (2015-2022) .

أين تم التوصل للتغيرات التالية على المؤشرات المالية ، فبالنسبة لنسب السيولة فقد أكدت المعدلات الضخمة قبل الاكتتاب تجميد غير فعال للسيولة و سوء استغلال الأصول في دورة الاستغلال في حين أنها تراجعت بعدها لتصل لمعدلات مستقرة و مقبولة ما يعكس تفعيل استغلال الأصول في تمويل استكمال الفنادق و المشاريع السياحية .

كما أن مؤشرات التمويل قد سجلت تراجع حاد في الاستقلالية المالية مع قفزة قوية في الرافعة المالية و الديون طويلة الأجل لتمويل الأصول بالمقابل توازنت هذه النسب بعد الاكتتاب تدريجيا لترتفع الاستقلالية المالية نتيجة تدعيم الأموال الخاصة و تخفيض الاعتماد النسبي على الائتمان البنكي .

في حين أن مؤشرات التسيير فقد انعكس تأثير العملية عليها من خلال قفز رقم الأعمال بالتزامن و الزخم الإعلامي الذي صاحب عملية الإدراج في حين أن القيمة المضافة قد عرفت تباطؤ في الارتفاع بسبب ارتفاع مصاريف التسيير و أعباء الاستغلال .

بالنسبة للأداء الربحي و المردودية فقد تم تسجيل تندي في مستويات قبل الاكتتاب لحداثة الاستثمارات، و لكن رغم الاكتتاب سجلت المؤسسة خسارة بعد جائحة كوفيد 19، لينطلق التشغيل أين تزامن و تحسن الأداء الربحي للسنوات الأخيرة مع تحسن المردودية المالية .

و عليه قد أكدت دراسة حالة مؤسسة "أوم أنفست" أن الاكتتاب وفر للمؤسسة قناة تمويلية مستدامة ، ساهمت في فك الاحتناق الاستثماري وأعادت هيكلية الأداء المالي و التسييري بما يتوافق مع حوكمة السوق ، حيث رغم تراجع بعض مؤشرات الدوران والمردودية في المراحل الأولى للإدراج بسبب فجوة الاستثمار و صدمة جائحة كوفيد 19 ، فإن التحسن السريع المسجل بعدها قد أثبت النجاح التدريجي لقرار فتح رأس المال في تحسن كفاءة الربحية و النمو للمؤسسة .

خاتمة عامة

تأتي هذه الدراسة كاستجابة علمية للتوجهات الاقتصادية المعاصرة، التي فرضتها العولمة و تحولات اقتصاد السوق على الصعيدين المحلي و الدولي ،وقد تمحورت إشكالية البحث الأساسية حول قياس مدى فعالية قرار فتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية كقناة تمويلية مستجدة في تحسين و تطوير الأداء المالي و ضمان استمرارية النشاط.

و لتحقيق هذا المسعى تم تقسيم الدراسة المنهجية إلى أربعة فصول متكاملة ،حيث تناول الفصلان الأول و الثاني الأطر النظرية لمحددات والقرارات المالية المرتبطة بفتح رأس مال المؤسسة و هيكل التمويل، بينما ركز الشق التطبيقي في الفصلين الثالث و الرابع على إخضاع هذه الأطروحات للاختبار الميداني المقارن، من خلال تتبع مسارين مختلفين للتطبيق في البيئة الجزائرية.

تناول المسار الشراكة الإستراتيجية من خلال دراسة حالة الشراكة بين المؤسسة الاقتصادية العمومية CATEL SPA و الشركة اللبنانية MATELEC ،للفترة الممتدة بين سنتي 2004-2020 .

أما المسار الثاني كان دراسة حالة فتح رأس مال المؤسسة AOM SPA ،عن طريق الاكتتاب العام في البورصة للفترة الممتدة بين 2015-2022 .

نتائج الدراسة :

أسفر الطرح النظري في فصول الدراسة على بلورة حزمة من الاستنتاجات النظرية المهمة المفسرة لسلوك المؤسسات التمويلي ،نعرضها فيما يلي :

- تعددت النظريات المفسرة لهيكل رأس المال انطلاقا من العلاقات بين جميع الأطراف أين طور كل من Jensen et Meckling سنة 1976 نظرية الوكالة كعقد بين كل طرفين من مساهمين ،مستثمرين و المقرضين أين برز مشكل الوكالة باختلاف مستوى المخاطر المقبولة عند الطرفين ،و انطلاقا مما تنص عليه النظرية فإنه كلما ارتفعت نسبة الأموال الخاصة في الهيكل المالي كلما أدى إلى زيادة تكلفة الوكالة المرتبطة بالمساهمين و العكس صحيح ،كما أنه كلما ارتفعت نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي أدى إلى زيادة تكلفة الوكالة المرتبطة بالمقرضين و العكس صحيح.

- نظرية التمويل الهرمي ل Donaldson 1961 و التي طورها Mayers 1984 حيث أقر أن أول مصدر تمويلي تستخدمه المؤسسة هو التمويل الداخلي و المتمثل في الأرباح المحتجزة تليها الديون و أخيرا الأسهم العادية ، كما أكد Wiliamson 1988 أن طبيعة الأصل الممول تلعب دور في تحديد مصدر التمويل الواجب اعتماده ، فمثلا في حالة كان الأصل عبارة عن مشروع بحث و تطوير يكون الموضوع عقد بين المؤسسة و حاملي رؤوس الأموال فيكون اللجوء إلى البورصة لإصدار أسهم .
- خصوصية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة كان من طرح Norton 1991 أين أكد أن للمسيرين فيها مبدأ في ترتيب مصادر التمويل انطلاقا من التمويل الداخلي بعدها الاقتراض و أخيرا فتح رأس المال ، فكرة أخرى تبناها كل من Hawles et kent 1991 بإبراز الخلاف بين المؤسسات الكبيرة و الصغيرة في السلوك التسييري للمؤسسات الصغيرة لا يعتمد على رفع رأس المال عكس المؤسسة الكبيرة لعدم وجود الاستقلالية بين الملكية و التسيير .
- قد تكون هناك حالات لعملية فتح رأس المال بهدف توسيع قاعدة المساهمين للرقابة على نشاط المؤسسة و هو ما يحدث في حالة خوصصة مؤسسة عمومية و بالتالي فهي تشجع على إشراك المساهمين لرفع حس المسؤولية و الرقابة على مصالح المستثمرين نظرا للعوائد التي سيحصلونها .
- نظرا لخصوصية التمويل في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة فقد أشار كل من Leonardo et Clara سنة 2001 لدراسة مست 410 مؤسسة صغيرة و متوسطة في اسبانيا لتحديد العوامل المسيرة لهيكل هذه المؤسسات باعتماد نظريتي الإشارة و الوكالة أين خلصت الدراسة إلى أن 11% من المؤسسات يمكن أن تدير من غير المالكين كما فندت وجود ارتباط بين وظيفتي الملكية و التسيير و هو ما يعكس قدر كبير من عدم تجانس المعلومات في هذه المؤسسات .
- تمثل البورصة مصدر تجميع المدخرات للإسهام في عملية الاستثمار بتوفير الموارد المالية لكل من المؤسسات الكبيرة و الصغيرة و المتوسطة و وفق طرق و تقنيات تناسب طبيعة كل مؤسسة ، حيث يعد الاكتتاب العام أنجع طريقة لفتح رأس مال المؤسسة بدخول مساهمين جدد يعملون على تحقيق الرقابة لحماية مصالحهم كما يتطلب نجاحه وجود بورصة فعالة و كفؤة و بالتالي فإن أفضل أسلوب في الجزائر هو عرض البيع الجزئي لتدرجه و بالتالي سهولة المراقبة و تفادي المخاطر .

- أقرت دراسة Mekkelson 1997 أن الأرباح المتعلقة بالمؤسسة التي فتحت رأس مالها عن طريق الاكتتاب العام بعد عملية تنخفض نتيجة تراجع أدائها لنقص الحافز لدى الإدارة بعد انخفاض حصص الملكية وهو ما يؤكد أن ارتفاع حصص الملكية للإدارة يلعب دورا تحفيزيا لرفع الأداء من طرفها .
- تعد الشراكة أسلوب فعال في فتح رأس مال المؤسسة فهي تسمح بالشراكة بين مؤسستين يهدف كل منهما لتحقيق أهداف إستراتيجية للحصول على المعارف الضمنية كما تسمح باقتناء تخصص صناعي أو تجاري أو مالي باستغلال الكفاءات البشرية و الطرق التقنية و الأفكار التسويقية ما يشجع اتحاد الجهود من جهة و تراجع المنافسة من جهة أخرى بعد المشاركة في المخاطر .
- تنطوي عملية تمويل المؤسسة على تكلفة ترتبط بطبيعة كل مصدر من مصادر التمويل ،فإن كان التمويل يعتمد على فتح رأس المال فهو يتعلق بتكلفة الأسهم العادية و الممتازة و كذلك تكلفة الأرباح المحتجزة في حين أن تكلفة رأس المال فهي تكلفة الأموال الخاصة و الديون طويلة الأجل أي التكلفة الحدية المرجحة للتمويل الإضافي المتحصل عليه .
- يعكس الأداء المالي الوضعية المالية للمؤسسة من خلال ترجمة مدى قدرتها على تحقيق أفضل النتائج المالية من ربحية سيولة و كفاءة استغلال الموارد المتاحة
- تعد النسب المالية أكثر الأساليب شيوعا في تقييم الأداء المالي لقدرتها على توضيح الأداء من عدة جوانب تشمل السيولة ،الربحية ،المديونية ،تسيير الأصول و استغلال الموارد و القيمة السوقية المضافة .
- بعد التوجه لنظام اقتصاد السوق تم الشروع في خوصصة المؤسسات الاقتصادية العمومية لعدم كفاءة و فعالية القطاع العام انطلاقا من إقرار عدة قوانين كان أهمها الأمر 01-04 الصادر بتاريخ 2001/08/20 و المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية و تسيير خوصصتها لضمان تطور الإنتاج و تبني التكنولوجيا الإنتاجية الحديثة و بالتزامن مع ذلك و أمام ارتفاع عدد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة كان لا بد على الدولة من إقرار سوق مالية تدعم هذه المؤسسات فكانت أولى الخطوات بإنشاء بورصة للقيم المنقولة خاصة بهذه المؤسسات انطلاقا من النظام 12-01 الصادر في 2012/01/12.

- يعد فتح رأس مال المؤسسة خياراً من الخيارات التمويلية المتاحة أمام المثير المالي من أجل بناء هيكل مالي فعال بمزج تمويلي يتميز بتكلفة أدنى و مردودية أعلى.
- يعد القرار التمويلي بدخول البورصة وجهين لعملة يتأثر عل القيمة السوقية إما إيجاباً من خلال ارتفاع أسعار أسهمها بعد اتباع سياسة لجذب المستثمرين أو العكس بعد تراجع الرغبة من طرف المستثمرين.
- يتطلب التوجه نحو التمويل في البورصة بفتح رأس المال عن طريق الاكتتاب وجود سوق مالية كفؤة يعتمد شروط الشفافية و سهولة توصيل المعلومة للجمهور، و هو عكس واقع الدراسة التي أمامنا ما يجعل المؤشرات لا تعكس الأداء المالي الحقيقي للمؤسسة الاقتصادية .
- على المؤسسات الصغيرة أن تعمل بجهد على توفير الشروط المطلوبة قبل الإدراج في البورصة ،من خلال ترقية نمط تسييرها و ضمان شفافية المعطيات المالية ،مع الالتزام بذلك بعد الإدراج بتواجدها في هذه السوق بمجموعة من القواعد من خلال تسعير أوراقها المالية و الإفصاح عن مختلف قوائمها و عملياتها المالية .
- مواءمة الأهداف الإستراتيجية لفتح رأس المال ،إذ أثبت الاختبار الميداني أن لجوء شركة CATEL للمشاركة بهدف الخروج من دائرة المنتج الوحيد و الزبون شبه الوحيد ،وتحديث وسائل الإنتاج و كذا عبر إدراج AOM Invest في سوق البورصة و المخصص للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ،قد أسهم في توفير التمويل اللازم و تحسين مستويات التوازن المالي و تحقيق حدة المخاطر التشغيلية و التمويلية.
- وعلى الرغم من هذا النجاح الاستثماري في كسر احتكار "المنتج الوحيد"، تشير الدراسة الميدانية إلى أن المؤسسة استمرت في مواجهة عقبات تسويقية تشغيلية؛ حيث بقيت غير موفقة تماماً في تقديراتها الخاصة بتصريف المنتجات الجديدة وتجنب تكاليف التخزين الإضافية، مما أدى إلى تراكم مخزونات نهاية السنة وتجميد جزء من رأس المال العامل في دورة الاستغلال
- تباين في مستويات السيولة و المردودية بعد عملية فتح رأس المال ،فبالنسبة لحالة CATEL تم تسجيل تحسن جذري في مؤشرات السيولة الفردية و توازن الهيكل المالي نتيجة تدفق الأموال الخاصة الجديدة.
- أما حالة الاكتتاب من طرف AOM Invest قد تراجعت نسب السيولة من مستويات التجميد غير الفعال قبل الإدراج إلى مستويات تشغيلية متوازنة تسمح بتوظيف الأموال في المشاريع السياحية التوسعية

مع تحسن تدريجي ملموس في معدل العائد على حقوق الملكية و الأصول على المدى الطويل كأثر مباشر لدخول السوق المالي.

- كما كشفت الدراسة الميدانية أن واقع البورصة الجزائرية يتسم بضعف الكفاءة، غياب الشفافية و صعوبة تدفق و توصيل المعلومات الموثوقة للجمهور، أين أثر هذا الواقع مباشرة على دلالة المؤشرات المعتمدة و جعلها في كثير الأحيان لا تعكس الأداء المالي الحقيقي و الموضوعي للمؤسسة .

- الاقتراحات:

على ضوء النتائج المتوصل إليها تقترح الدراسة بعض التوصيات و التي نراها وثيقة الصلة بموضوع البحث ، نوجزها فيما يلي:

- إصلاح البنية التشريعية المنظمة للمؤسسات العمومية و سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، من خلال الاستمرار في مراجعة و تحيين الأطر التشريعية المنبثقة عن الأمر 01-04 المنظم لخصوصية المؤسسات العمومية .
- تشجيع إبرام الشراكات الإستراتيجية بهدف تحسين البنية التسييرية للشركات الوطنية و تنويع خطوطها الإنتاجية و رع قدرتها التنافسية دوليا.
- اعتبارا من الوضعية المتدهورة لسوق الأوراق المالية أصبح تطويره ضرورة ملحة ، من خلال عدد المؤسسات و حجم التداول و تنوع القيم المنقولة ، باعتماد خطوات فعلية بنية إدراج عدد معتبر من المؤسسات في سوق البورصة ، ما يسمح بتقييمها وفق المؤشرات الحديثة و التي تعكس القيمة السوقية للمؤسسة ، كما يوسع من حجم التداولات في السوق لامتنعاص الكتلة النقدية التي تدور في السوق الموازية في ظل هيمنة البنوك و فرضها لمعدلات فائدة مرتفعة .
- تشجيع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة دخول البورصة بشروط أكثر ليونة، وتشجيع الفئات الطالابية من حاملي الأفكار في الانطلاق بالمشاريع المقاولاتية و استقطاب الطلاب و الفئات المثقفة من حاملي المدخرات لإنعاش السوق و تفعيل الوساطة المالية .

- العمل على تحفيز المؤسسات الصغيرة و المتوسطة على التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية، باتخاذ التدابير الضرورية بتقديم تحفيزات الجبائية أو إنشاء صندوق خاص بهم لتغطية قسم من تكاليف إدراجها في البورصة .
- التخفيف من شروط دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة كتوسيع المجال أمام المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة كونها تمثل النسب الأكبر من هذه المؤسسات في الجزائر.

● أفاق الدراسة

لقد كانت الخطوط العريضة للدراسة تدور حول تحسين الأداء المالي من خلال تغيير نمط الملكية من خلال تقديم حالة المؤسسة عمومية تم خصصتها عن طريق الشراكة مع مؤسسة أجنبية و دراسة حالة ثانية لمؤسسة صغيرة و متوسطة قامت بالاككتاب العام وإثر معالجة هذا الموضوع والوقوف على أبعاده التحليلية والإحصائية، برزت عدة جوانب علمية وإشكاليات فرعية مكتملة تشكل أرضية خصبة وآفاقا واعدة للبحوث والدراسات المستقبلية، نذكر أبرزها فيما يلي:

- دور المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في تنشيط بورصة الجزائر
- إشكالية تمويل المؤسسات العمومية الاقتصادية عن طريق سوق الأوراق المالية .
- أثر آليات حوكمة الشركات في الحد من التلاعب في القوائم المالية في الشركات المدرجة بالبورصة.
- محددات اتخاذ القرارات المالية و انعكاسها على قيمة المؤسسة داخل الأسواق المالية

قائمة المراجع

- قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية

- الكتب :

- 1- أحمد القطامين، الإدارة الإستراتيجية مفاهيم و حالات تطبيقية ،دار مجدلاوي للنشر و التوزيع،عمان،2002-2003.
- 2- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية دار العلوم للنشر للتوزيع ،عناية الجزائر 2008
- 3- أحمد جميل توفيق، الإدارة المالية دار النهضة للطباعة و النشر ،القاهرة 1998
- 4- أحمد عوض ،الإدارة الإستراتيجية الأصول الأسس العلمية ،الدار الجامعية ،مصر 2000.
- 5- السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال التحديات الراهنة ،دار المريخ للنشر و التوزيع السعودية 2000.
- 6- النجار فريد، التحالفات الإستراتيجية، مصر: إيتراك للنشر والتوزيع، 1999.
- 7- إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية دار وائل للنشر و التوزيع عمان 2011.
- 8- توفيق محمد عبد المحسن، اتجاهات في التقييم و التميز في الأداء ،دار الفكر العربي القاهرة 2006.
- 9- جبار محفوظ ،أسواق رؤوس الأموال ،الطبعة الأولى، دار الهدى لنشر و التوزيع ،2011.
- 10- جميل أحمد توفيق ، أساسيات الإدارة المالية دار النهضة العربية للطباعة و النشر ، بيروت بدون طبعة بدون سنة نشر .
- 11- حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل و الإدارة المالية ،دار الجامعة الجديدة للنشرالإسكندرية 2002.
- 12- حنفي عبد الغفار، الإدارة المالية ،مدخل اتخاذ القرارات بالمؤسسة الجامعة الإسكندرية، 2007.
- 13- رحيم حسين، أساسيات نظرية القرار و الرياضيات المالية منشورات مكتبة إقرأ، ط1 الجزائر 2011
- 14- رسمية قرياقس ،أسواق المال،الدار الجامعية للنشر و التوزيع القاهرة 1999.
- 15- رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية الطبعة الأولى، دار المسير للطباعة و النشر و التوزيع عمان 1997

- 16- رفيقة عروش إقتصاد و تسيير المؤسسة شركة دار الأمة للطباعة و النشر و التوزيع ، الجزائر 2013
- 17- زاهر عبد الرحيم عاطف، إدارة العمليات النقدية و المالية، دار وائل للنشر و التوزيع الأردن 2005
- 18- سالم صلال ، راهي الحسناوي ، أساسيات الإدارة المالية ، دار النهضة للنشر و التوزيع ،الأردن ط1 ، 2015
- 19- سفيان خليل المناصير ، القرارات المالية و أثرها في تحديد القرار الإستراتيجي ، دار جليس الزمان ، عمان الأردن 2010
- 20- سمير محمد عبد العزيز ، لاقتصاديات الإستثمار التمويلي ، التحليل المالي ، مدخل فالتحليل و اتخاذ القرارات ، مركز الإسكندرية للكتاب ، الإسكندرية مصر 2006
- 21- سليمان سالم الشحومي،الاكتتاب العام و الطرح الخاص ،شركة الانطلاقة للنشر و التوزيع ،الطبعة الأولى،شارع عمر المختار ،طرابلس ليبيا 2008
- 22- سيد الهواري،الاستثمار و التمويل ،مكتبة عين الشمس 1980
- 23- سيد مصطفى أحمد، تحديات العولمة والتخطيط الاستراتيجي، القاهرة: دار الكتب، 2000 ..
- 24- صالح مهدي ،محسن العامري و طاهر محسن منصور الغالي، الإدارة و الأعمال ،دار وائل للنشر ط4 الأردن 2014.
- 25- طاهر محسن منصور العالي، وائل محمد صبحي إدريس ،الإدارة الاستراتيجية منظور منهجي متكامل ،دار وائل للنشر ،عمان، 2007، ص253.
- 26- عادل محمود الرشيد،إدارة الشراكة بين القطاعين العام و الخاص :المفاهيم-النماذج-التطبيقات،الطبعة الثانية،المنظمة العربية للتنمية الإدارية،2007،
- 27- عاطف وليم أندراوس ،التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات،دار الفكر الجامعية ،الاسكندرية 2007،
- 28- عبد الباسط وفاء ،مؤسسة رأس المال المخاطر و دورها في تدعيم الشركات الناشئة،دار النهضة العربية القاهرة 2001.
- 29- عبد الغفار حنفي ،أساسيات التمويل و الإدارة المالية ،دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية 2002
- 30- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، كمال فريد مصطفى، الإدارة المالية، الدار الجامعية للطباعة و النشر و التوزيع، 1994
- 31- عبد الوهاب نصر علي شحاتة السيد شحاتة ،مراجعة الحسابات و حوكمة الشركات الدار الجامعية الإسكندرية 2007

- 32- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان الأردن، 2009.
- 33- عمر حسين، الموسوعة الاقتصادية القاهرة ط 4 ، دون سنة نشر
- 34- عهود عبد الحفيظ علي الخصاولة ، مبادئ الإدارة المالية الطبعة الأولى ، دار الحامد للنشر و التوزيع الأردن 2010
- 35- فايز سليم حداد، الإدارة المالية ، دار الحامد للطباعة و النشر و التوزيع، عمان 2009
- 36- فتحي ابراهيم ، محمد أحمد ، مذكرات في مبادئ التمويل و الإدارة المالية ، دار النشر بجامعة أسيوط ، 2007، ص
- 37- فؤاد مجيد الكرخي، تقويم الأداء باستخدام النسب المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج الأردن. 2009.
- 38- مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية-مدخل نظري و تطبيقي-دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الأردن ، عمان ط 2 ، 2011 .
- 39- مبارك لسلوس، التسيير المالي ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر. 2004.
- 40- محمد أيمن عزت الميداني، أدوات التحليل و التخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، بدون سنة نشر.
- 41- محمد علي، إبراهيم العامري، الإدارة المالية ، دار المناهج ، عمان الأردن 2007
- 42- محمد على العامري، الادارة المالية ، دار المناهج للنشر و التوزيع ، الأردن، 2015.
- 43- محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي الائتمان في الأساليب و الأدوات و الاستخدامات العلمية ، دار وائل للنشر ط 2، الأردن 2006.
- 44- محمد صالح الحناوي، الادارة المالية و التمويل، الدار الجامعية، مصر 2000.
- 45- محمد صالح الحسناوي ، نihal فريد مصطفى ، جلال إبراهيم ، الإدارة المالية المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية 2009
- 46- محمد محمود الخطيب ، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات ، دار الحامد للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى الاردن،. 2010
- 47- محمد مصطفى سليمان ، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي و الإداري ، الدار الجامعية الإسكندرية 2009.
- 48- محمد مصطفى سليمان ، حوكمة الشركات و معالجة الفساد المالي و الإداري ، دراسة مقارنة، الدار الجامعية الإسكندرية مصر الطبعة الأولى 2006
- 49- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية ، مدخل تحليلي معاصر المكتب العربي الحديث الإسكندرية الطبعة الرابعة،. 2000

- 50- منير إبراهيم هندي ،الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ،توزيع منشأة المعارف الإسكندرية 1998.
- 51- هيثم محمد الزعبي ،الإدارة و التحليل المالي ،دار الفكر للطباعة و النشر و التوزيع ، الأردن ، ط 1: 2000.
- 52- وليد ناجي الحياي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي منهج علمي و عملي متكامل،الوراق للنشر و التوزيع ،عمان 2004
- الأطروحات والمذكرات:**
- 1- أحمد أمين سعد الله ،سياسة التمويل داخل المؤسسة في ظل اقتصاد السوق مع دراسة حالة شركات الاستثمار و رأس المال المخاطر،رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 3 2010.
- 2- بلعابد سيف الإسلام النوي،محاولة اختبار مدى مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة،دكتوراه ل م د جامعة الجزائر 3 2018.
- 3- بلعشي عبد المالك ،أثر فتح رأس المال على سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة العمومية الاقتصادية المسعرة بالبورصة ،ماجستير في علوم التسيير جامعة الجزائر 3 ، 2015 .
- 4- بلعور سليمان، أثر استراتيجية الشراكة على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسييرجامعة الجزائر، 2004.
- 5- دادن عبد الوهاب،دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ،دكتوراه في العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة الجزائر 2008.
- 6- راهم لخديري ،دور الحوكمة في فعالية سوق الأوراق المالية ،دكتوراه علوم ،جامعة باجي مختار ، عنابة ، الجزائر 2018، ص ص 164-165
- 7- رشيد بوكيسان،معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ،أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه جامعة الجزائر 2006 .
- 8- العايب ياسين،إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة،دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية،جامعة منتوري بقسنطينة 2011.
- 9- العثماني،نظم المعلومات المحاسبي و دوره في تفعيل الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة مجمع صيدال 2010-2014 ،دكتوراه في علوم التسيير جامعة الجزائر 3 ، 2015
- 10- قرية معمر،دور التشخيص الاستراتيجي في قياس الأداء و اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية،أطروحة دكتوراه،جامعة البليدة،أكتوبر 2012

- 11- كشرود بشير، إنجاح خوصصة مؤسسة عمومية لصالح عمالها، دراسة انتقادية مع وضع نموذج تصحيحي، دكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
- 12- محمد زرقون، انعكاسات أساليب الخوصصة على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في ظل الإصلاح الاقتصادي، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 3.2010.
- 13- مروان حايك، استخدام التشخيص الاستراتيجي في تحليل المتغيرات البيئية للمؤسسات الاقتصادية، ماجستير علوم التسيير، جامعة المدية، 2011.
- 14- مصطفى طويطي، دور التحليل النوعي في التنبؤ بفشل المؤسسة الاقتصادية، دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سيدي بلعباس 2014.
- 15- نبيلة شطارة، دور حوكمة الشركات في تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية لدخول سوق الأوراق المالية، دكتوراه علوم جامعة الجزائر 2023، 3.
- 16- هوارى سويسى، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، دكتوراه علوم جامعة الجزائر، 2008.
- 17- وهيليندة، دور الحوكمة المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير جامعة الجزائر 3، 2016.

- المقالات والمجلات :

- بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر دراسة حالة سوفينانس، مجلة الباحث العدد الخامس سنة 2007
- 1- بلعدي عبد الله، مقلاقي عاشور: المقارنة بين رأس المال المخاطر و حاضنات الأعمال في تمويل و دعم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مع إمكانية التكامل التنموي بينهما، مجلة البحوث الاقتصادية و المالية، العدد السادس ديسمبر 2006
 - 2- بلعشي عبد المالك، أثر الاكتتاب العم كآلية لفتح رأس المال على حوكمة المؤسسات الاقتصادية، شركة بيوفارم أنموذجا، مجلة دراسات في الاقتصاد و إدارة الأعمال، المجلد 7، العدد 2، ديسمبر 2024
 - 3- بن الدين عبد الرحمان، أهمية التحليل المالي عن طريق تقييم المؤسسات في إطار عمليات الاندماج، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية و التنمية المستدامة، المجلد 4 العدد 2022، 02.
 - 3- بن سعد وسيلة، تقييم المؤسسة ودوره في تحقيق ميزة تنافسية ، 2016.

- 4- بوخيدوني وهيبة، أساليب و طرق تقييم المؤسسات الاقتصادية العمومية الجزائرية و حدود تطبيقها في ظل سياسة الخصوصية، مجلة الأبحاث الاقتصادية، جامعة سعد دحلب البليدة، العدد 05
- 5- تجاني وافية، دور التشخيص الاستراتيجي في نجاح برنامج تأهيل المؤسسة، مجلة الاقتصاد الصناعية، العدد 12 جوان 2017، ص 374.
- 6- حسنية صيفي، نوال بن عمارة، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، مجلة الباحث العدد 15 سنة 2015.
- 7- دادن عبد الغاني، قراءة في الأداء المالي و القيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث العدد 4 2006.
- 8- راجحي رانية كوثر، بومزايد ابراهيم، مقاربات تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 6، العدد 10، ديسمبر 2018.
- 9- زهواني رضا وآخرون، دور الادارة المالية في صنع القرارات المالية، مجلة العلوم الادارية و المالية، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، المجلد 1، العدد 1، ديسمبر 2017.
- 10- سعد العتري محاولة جادة لتأطير نظرية أصحاب المصالح في دراسات إدارة الأعمال، مجلة العلوم الاقتصادية و الادارية، العراق المجلد 13، العدد 48، 2007
- 11- سليمان شلال، علي البقوم، سالم العون، العوامل المحددة للهيكلة المالي في شركات الأعمال، حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي (1997-2000) المنارة، المجلد 11 العدد 1 2001
- 12- شيماء مبارك، استراتيجية الخصوصية في المؤسسة الجزائرية، مجلة العلوم الانسانية، العدد 26، سبتمبر 2016 جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر ص 438.
- 13- عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث العدد السابع 2009
- 14- غازي فلاح المومني و علي محمود حسين، محددات اختيار الهيكل المالي لشركات الأعمال، مجلة دراسات العلوم الإدارة، الجامعة الأردنية، العدد 2 المجلد 38 عمان 2011.
- 15- غويني، آلية تفعيل البورصة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة المناجير 2014،
- 16- فيحاء عبد الله يعقوب، م ق عماد عامر حسين. تفعيل مقاييس الأداء المالي على أساس القيمة و إنعكاسها على أداء الشركات في ظل الحوكمة، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (مجلة دراسات محاسبية و مالية : المجلد 9 العدد 26 الفصل 1، 2014
- 17- قومية دوفي، أثر الخصوصية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، فندق الأوراسي، مجلة اقتصاديات الأعمال و التجارة، المجلد 4، العدد 2، 2019.
- 18- كلثوم البز، مولود حواس، التشخيص المالي كأداة لتحديد الخيار الاستراتيجي بالمؤسسة مجلة الإدارة و التنمية للبحوث و الدراسات، العدد 3
- 19- محمد الصالح فروم، أثر تطبيق حوكمة المؤسسات على أدائها المالي، مجلة العلوم الإدارية و المالية، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، الجزائر، المجلد 01، العدد 01 ديسمبر 2017 ص 138.

- 20- مباركة سواكري، وضعية التسيير الاستراتيجي في المؤسسات العمومية، ص 124
- 21- محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، العدد 08/2010
- 22- محمد مطر، عبد الناصر نور، مدى التزام الشركات المساهمة العامة الأردنية، مبادئ المالية المؤسسية، دراسة تحليلية مقارنة بين القطاعين المصرفي و الناعي المجلة الأردنية في إدارة الأعمال الأردن، المجلد 3، العدد 1 2007
- 23- محمد عطية مطر، أثر النظم. المحاسبية و المعايير المهنية في تعزيز فاعلية و كفاءة نظم حوكمة الشركات المساهمة العامة الأردنية، مجلة دراسات العلوم الإدارية المجلد 36، العدد 2، 2009،
- 24- مريم سايعي، واقع بورصة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر و سبل تفعيلها، المجلة الدولية للأداء الاقتصادي 2021، المجلد 04 العدد 03، ص ص 301-302.
- 25- معيزة مسعود أمير، هباش فارس، نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسة الصغيرة و المتوسطة في ظل اقتصاد الاستدانة دراسة حالة مؤسسة الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، مجلة الإدارة و التنمية للبحوث و الدراسات العدد 10.
- 26- معيزة مسعود أمير، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات، دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة سطيف 1 العدد 16 سنة 2016
- 27- وكال نوردين، خليفة الحاج، التشخيص المالي أداة لرسم الإستراتيجية للمؤسسة، مجلة آفاق للدراسات الاقتصادية العدد 1
- 28- نبيلة قدور، حمزة العرابي، التمويل برأس المال المخاطر و أهم تجاربه في بعض دول العالم، مجلة الدراسات المالية و المحاسبية و الإدارية، العدد السابع جوان 201
- 29- نبيلة قدور، حمزة العرابي، التمويل برأس المال المخاطر و أهم تجاربه في بعض دول العالم، مجلة الدراسات المالية و المحاسبية، العدد السابع جوان 2017.
- 30- حياوي إلهام بوحديد ليلي، الحوكمة و دورها في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية مجلة أداء المؤسسات الجزائرية العدد 05 2014.

ـ الملتقيات:

- 1- إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، خصائص و محددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل م ص م في الدول العربية يومي 17 18 أبريل 2006 جامعة حسينية بن بوعلي شلف
- 2- دادن عبد الغاني، كعاسي محمد الأمين الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية المؤتمر الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات و الحكومات 08 و 09 مارس 2005.

- 3- روية عبد السميع ،حجازي إسماعيل،تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر ،الملتقى الدولي لمتطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية يومي 17 و 18 أفريل 2006.
 - 4- محمود جلال وائل الكسار،تقويم الأداء المالي و التنبؤ بالفشل بالأزمات المالية للشركات ،المؤتمر العلمي الدولي السابع لكلية الاقتصاد و العلوم الإدارية جامعة الزرقاء الخاصة 2009.
 - 5- مليكة زغيب ، إلياس بوجعادة ، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية ، الملتقى الدولي ، صنع قرار بالمؤسسة الاقتصادية جامعة المسيلة ، الجزائري يومي 14 و 15 أفريل 2009 .
 - 6- مليكة زغيب و نعيمة غلاب ، تحليل أساسيات تمويل المؤسسات الاقتصادية ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات ، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ، بسكرة 22/21 نوفمبر 2006
 - 7- نعيمة غلاب و زينات دراجي،تحليل مقاربات تقييم المؤسسة،الملتقى الدولي اقتصاديات الخوصصة و الدور الجديد للدولة ،جامعة فرحات عباس،سطنبول ،الجزائر،يومي 03-04 أكتوبر 2004،
- مستندات و مواقع الإلكترونية :
- 1- Dominique pioltet ,george doriot inventeur du capital risque ,les articles :portrait l alchimiste du capital risque,latelier BNP PARIBAS , publié le 30/05/2014.
 - 2- تاريخ الإطلاع : أوت 2024. <http://spskills.com/rticles/الحوكمة-مفهومها->
 - 3- <http://www.unodc.org/e4i/ar/anti-corruption/module-2/key-issues/what-is-good-governance.html>
 - 4- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ،العدد 19 الصادر في 28 ربيع الأول 1430 هـ الموافق ل 25 مارس 2009 م ،قرار مؤرخ في 23 رجب 1429 هـ الموافق ل 26 يوليو 2008،يحدد قواعد التقييم و المحاسبة و محتوى الكشف المالية و عرضها و كذا مدونة الحسابات و قواعد سيرها
 - 5- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية ،2008.
 - 6- قبة فاطمة ،دروس على الخط في مقياس تشخيص المؤسسة ،جامعة البليدة 2.

- 1- Amaud Thousron, evaluation des entreprises ,techniques de gestion édition economica 2005
- 2- Brian L connely and others signaling theory :Areview and assesement journal of management volume 37 n 01 january 2001.
- 3- F-Blenhot , « Modélisation du choix d'un partenariat » ,Revue françaises de gestion (Juin ,Juillet ,Aout1997.
- 4- Kamel eddine Bouatouta ;le capital investissement capital risque usa ,Europe,Tunisie,Maroc,Algerie,enjeux et prespectives,edition grand alger,2005 .
- 5- Michael Ferri et wesley Jones ,Determinants of financial structure A new methodological Approach , jounal of finance VOL 34 N :03 1979
- 6- Rechner and Dalton . CEO Duality and organizational performance in construction ,journal management in engineering N°22 ,2006
- 7- Ross Stephen ,the Determination of Financial structure the Incentive Signalling Approach ,the Belt journal of Economics vol 8 N° 1 1977
- 8- Samira Rifki Abdessadeq sadq :un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises « revue du financier n 31 2001 p 18.

ثانيا :المراجع باللغة الأجنبية :

الكتب:

- 1- Alian Mario, le diagnostic d'entreprise méthode et precesses ,édition ECONOMICA, paris,France ,1999 .
- 2- Aliouat Boualem ,les stratégies de coopération industrielle ed economica 1996.

- 3- Berk Jonathan ,Peter Demarzo ,corporate finance,2 th edition,united stites of amirica 2011
- 4- B.Garrette et P.Dussauge ,Les strategies d'alliance (Paris :Ed d'Organisation ,1995)
- 5-J.Teulié & P.Topsacalian « finance »,ed.Vuibert ,2000.
- 6- H Kent Baker divends and dividend policy Ed Jhonwiley and sons news jirsey USA 2009
- 7- Gerard Charreud Finance d'etreprise 2 eme édition EMS Paris 2000.
- 8- M Albouy et P Dumontier. la politique des dividendes des entreprises PUF 1992

- الأطروحات والمذكرات :

1. AZOUAOU Lamia ,les jeux actuels du partenariat économique algéro-française ;mémoire pour l'obtention du diplôme de magister en sciences de gestion ;école supérieure de commerce d'alger,2006
2. Mokhetar aroussi,la privatisation des entreprises en algerie,bilan difficultés et perspectives ,présenté en vue de l'obtention du diplôme de magister, université d'oran 2011

قائمة الملاحق

الملحق رقم 01: القوائم المالية للشركة ذات أسهم (كاتيل) من سنة 2016 حتى 2020

CATEL

CUED SMAR ALGER

N DIDENTIRICATICN0998816000293423

EDITICN_DU:30/11/2021 11:7

EXERCICE:01/01/16 AU 31/12/16

BILAN(ACTIF)

ACTIF	NOTE	2016			2015
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
A CTIPS NONCOURANTS					
Ecart dacquisition-goodwill positif ou négati	f				
Immobilisations incorporelles		7015 100,00	6223 100,00	792000,00	1087680,00
Immobilisations corporelles					
Terrains		333 253 065,00		333 253 065,00	333 253 065,00
Batiments		353 707 068,93	209 299 577,28	144407 491,65	96 760 168,91
Autres immnobilisations corporelles		2232 452 785,33	1538 131 751,32	694 321 034,01	513830563,87
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		13462797,60		13462797,60	200 352 025,97
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Rrêts et autres actifs financiers non courants		5283965,40		5283 965,40	62905877,09
Impôts différés actif		33710346,41		33710346,41	40 132 373,49
TOTAL ACTIFNONCOURANT		2978 885 128,67	1753 654 428,60	1 225 230 700,07	1 248 321 754,33
ACTIFOCOURANT					
Stocks et encours		912 557 014,36		912 557 014,36	578409614,66
Créances et emplois assimilés					
Aients		1625413094,27	272 143 417,72	1353269676,55	1953293998,70
Autres débiteurs		40988 007,43	6903 200,00	34084 807,43	53 324 695,58
Impôts et assimilés		174868382,89		174868382,89	52623344,60
Autres créanoes et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Racenents et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		901 883 335,48		901 883335,48	378 454 749,39
TOTAL ACTIF COLRANT		3655 709 834,43	279 046 617,72	3376663 216,71	3016106402,93
TOTAL GENERALACTIF		6 634 594 963,10	2032701046,32	4601893916,78	4 264 428 157,26



BILAN(PASSIF)

	NOTE	2016	2015
CAPITALX PROPRES			
Capital émis		1002800 000,00	1 002 800000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves-Réserves consolidées(1)		1943974975,74	1 749 386 717,02
Ecart de réévaluation			
Ecart déquivalence(1)			
Résultat net-Résultat net part du groupe(1)		261 007 929,46	544 588258,72
Autres capitauxpropores-Report à nouveau			
Part de la société consolidante(1)			
Part des minoritaires(1)			
TOTAL I		3207 782 905,20	3 296 774 975,74
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		366 837 521,83	11 201 286,37
Impôts (cifférés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		133495898,87	169040 128,86
TOTAL II		500 333 420,70	180241415,23
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		76 149 544,44	85 201 646,23
Impôts		58 225 896,70	178 564 450,28
Autres dettes		105699 527,51	201 773047,77
Trésorerie passif		653 702 622,23	321 872 622,01
TOTAL III		893 777 590,88	787 411 766,29
TOTAL GENBRAL PASSIF(II+III)		4601 893 916,78	4 264 428 157,26

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



COMPTE DE RESULTAT/NATURE

	NOTE	2016	2015
Ventes et produits annexes		3662 980 902,84	4739551 930,56
Variation stocks produits finis et en cours		241 678 295,60	22075228,61
Prodution immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		3 904 659 198,44	4761 627 159,17
Achats consommés		-2470 787270,97	-3 293 905 181,05
Services extérieurs et autres consommations		-157713796,32	-146937 130,57
II-CONSCMMATION DE L'EXERCICE		-2 628 501 067,29	-3 440 842 311,62
III-VALEUR AJOUTEE DEXPLATATION(I-I)		1276 158 131,15	1320 784847,55
Charges de personnel		-407 498 710,33	-415073810,84
Impôts, taxes et versements assimilés		-41806855,61	-63 725 945,89
IV-EXCEDENT BRUT DEXPLATATION		826 852 565,21	841 985090,82
Autres produits opérationnels		7 469 036,60	7635931,36
Autres charges opérationnelles		-13173433,82	-9082 691,95
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-514 345 272,78	-193 804 522,69
Reprise sur pertes de valeur et provisions		44494 633,19	42,983 928,30
V-RESULTAT OPERATIONNEL		351 297 528,40	689 717 735,84
Produits financiers			
Charges financières		-28200 342,16	-5359611,84
VI-RESULTAT FINANCIER		-28 200 342,16	-5 359 611,84
VI-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		323 097 186,24	684 358 124,00
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-55667 229,70	-129 127 037,28
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-6422 027,08	-10642828,00
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES CRDINAIRES		3956 622 868,23	4812 247 018,83
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES CRDINAIRES		-3695 614 938,77	-4 267 658 760,11
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES CRDINAIRES		261 007 929,46	544 588258,72
Béments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Béments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X-RESULTAT NET DEL'EXERCICE		261 007 929,46	544 588 258,72



BILAN(ACTIF)

ACTIF	NOTE	2017			2016
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
A CTIFS NONOOURANT S					
Ecart dacquisition-goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles		7531 100,00	6570 380,00	960 720,00	792000,00
Immobilisations corporelles					
Terrains		333 253 065,00		333 253 065,00	333 253 065,00
Batiments		353 707 068,93	219285 958,89	134421 110,04	144 407 491,65
Autres immobilisations corporelles		2472 169528,91	1697221222.19	774 948 306,72	694 321 034,01
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		43171 553,04		43171 553,04	13462797,60
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres partidpations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Frets et autres actifs financiers non courants		4883748,80		4883748,80	5283965,40
Impôts différés actif		27 570 584,57		27 570 584,57	33710346,41
TOTAL ACTIFNONCOURANT		3242 286 649,25	1923 077 661,08	1319 209 088,17	1 225 230 700,07
A CTIFCOLRANT					
Stocks et encours		713427 510,89		713427 510,89	912557 014,36
Qéances et emplois assimilés					
Clients		1311635867,24	114 161 646,64	1197474 220,60	1353 269 676,55
Autres débiteurs		21 835 411,65	6903 200,00	14932211,65	34084807,43
Impôts et assimilés		99693 942,36		99693942,36	174868382,89
Autres aéances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Racerents et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		658628946,62		658628946,62	901 883 335,48
TOTAL ACTIF COURANT		2805 221 678,76	121 064 846,64	2684 156832,12	3376 663 216,71
TOTAL GENBRAL ACTIF		6 047 508 328,01	2044 142407,72	4003365920,29	4601893916,78



BILAN(PASSIF)

	NOTE	2017	2016
CAPITALIX PROPRES			
Capital émis		1002 800000,00	1002 800000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves-Réserves consolidées(1)		1954 982 905,20	1943974975,74
Ecart de réévaluation			
Part d'équité des minoritaires(1)			
Résultat net-Résultat net part du groupe(1)		244 133 162,54	261 007 929,46
Autres capitauxpropores-Report à nouveau			
Part de lasociété consolidante(1)			
Part des minoritaires(1)			
TOTAL I		3 201 916 067,74	3 207 782 905,20
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		297 238 509,99	366837 521,83
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		101 917 984,83	133495898,87
TOTAL II		399 156 494,82	500 333 420,70
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		72 168234,53	76149544,44
Impôts		78412926,16	58225 896,70
Autres dettes		99307 888,80	105699527,51
Trésorerie passif		152404 308,24	653 702 622,23
TOTAL III		402 293 357,73	893 777 590,88
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		4003365 920,29	4 601 893 916,78

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



COMPTEDERESULTAT/NATURE

	NOTE	2017	2016
Ventes et produits annexes		2973 524 100,32	3662980902,84
Variation stocks produits finis et en cours		-133 162 893,78	241 678 295,60
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		2840 361 206,54	3 904 659 198,44
Achats consommés		-1885 869 047,66	-2470 787 270,97
Services extérieurs et autres consommations		-191 499 429,34	-157713796,32
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-2077 368 477,00	-2 628 501 067,29
III-VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION(1-11)		762 992 729,54	1 276 158 131,15
Charges de personnel		-376762370,15	-407 498 710,33
Impôts, taxes et versements assimilés		-34 549844,57	-41 806855,61
IV-EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION		351 680 514,82	826852 565,21
Autres produits opérationnels		7205 099,70	7469036,60
Autres charges opérationnelles		-6097876,53	-13 173433,82
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-226 509 659,03	-514 345 272,78
Reprise sur pertes de valeur et provisions		201908 748,19	44494633,19
V-RESULTAT OPERATIONNEL		328 186 827,15	351 297 528,40
Produits financiers			
Charges financières		-25 880 848,61	-28200342,16
V-RESULTAT FINANCIER		-25 880 848,61	-28 200 342,16
MII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		302305978,54	323 097 186,24
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-52 033 054,16	-55 667 229,70
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-6 139 761,84	-6422 027,08
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		3 049 475 054,43	3956 622 868,23
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-2 805 341 891,89	-3 695 614 938,77
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		244 133 162,54	261 007 929,46
Bénéfices extraordinaires (produits) (à préciser)			
Bénéfices extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		244 133 162,54	261 007 929,46



BILAN(ACTIF)

ACTIF	NOTE	2018			2017
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NONCOURANT S					
Ecart dacquisition-goodwill positif ou négati	f				
Immobilisations incorporelles	R1S2L1	7531 100,00	6969 260,00	561 840,00	960 720,00
Immobilisations corporelles					
Terrains		333 253 065,00		333 253 065,00	333 253 065,00
Batiments		382 579 039,93	229 272 340,50	153306699,43	134421 110,04
Autres immobilisations corporelles		2670984 665,75	1808975 349,06	862 009 316,69	774948306,72
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		49 724 903,02		49724 903,02	43171553,04
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prets et autres actifs financiers non courants		10 193 344,80		10193 344,80	4883748,80
Impôts différés actif		29218819,41		29218819,41	27 570 584,57
TOTAL ACTIFNONCOURANT		3 483 484 937,91	2045216949,66	1438267 988,35	1319 209088,17
ACTIFCOURANT					
Stocks et encours		952 242 256,72	7 201 459,54	945040 797,18	713427 510,89
Créanceset emplois assimilés					
Clients		1 525 753 803,19	63874 563,41	1 461 879 239,78	1 197 474 220,60
Autres débiteurs		53039890,12	6903 200,00	46136690,12	14932211,65
Impôts et assimilés		53259 887,78		53259887,78	99693942,36
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Récépissés et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		172789291,52		172789291,52	658628 946,62
TOTALACTIF COURANT		2757 085 129,33	77 979 222,95	2679 105 906,38	2684 156 832,12
TOTAL GENERAL ACTIF		6 240 570 067,24	2123 196 172,61	4 117 373894,73	4003 365 920,29



BILAN(PASSIF)

	NOTE	2018	2017
CAPITALIX PROPRES			
Capital émis		1002800000,00	1002 800000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves-Réserves consolidées(1)		1 999 116067,74	1 954 982 905,20
Ecart de réévaluation			
Report à nouveau (1)			
Résultat net-Résultat net part du groupe(1)		256875387,04	244 133 162,54
Autres capitauxpropores-Report à nouveau			
Part de la société consolidante(1)			
Part des minoritaires(1)			
TOTAL I		3 258 791 454,78	3 201 916 067,74
PASSIFS NONCOURANTS			
Emprunts et dettes financières		314 770439,38	297 238 509,99
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		104659 554,32	101917984,83
TOTAL II		419 429 993,70	399 156 494,82
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		114968452,37	72 168234,53
Impôts		65695 751,97	78412926,16
Autres dettes		107 499 642,29	99,307 888,80
Trésorerie passif		150988599,62	152404308,24
TOTAL III		439 152 446,25	402293 357,73
TOTAL GENERAL PASSIF(I+II+III)		4117 373 894,73	4003365920,29

(1)Autiliser uniquement pour la présentation d'états finanders consolidés



COMPTE DERESULTAT/NATURE

	NOTE	2018	2017
Ventes et produits annexes		3808435 987,06	2973 524 100,32
Variation stocks produits finis et en cours		167478427,94	-133 162893,78
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DEL'EXERCICE		3975914 415,00	2840 361 206,54
Achats consommés		-2 863 744 402,23	-1 885 869047,66
Services extérieurs et autres consommations		-148176548,64	-191 499429,34
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-3011920950,87	-2077368477,00
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION(1-11)		963 993 464,13	762 992 729,54
Charges de personnel		-399273 254,18	-376 762370,15
Impôts, taxes et versements assimilés		-39 825 548,83	-34 549 844,57
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		524 894 661,12	351680 514,82
Autres produits opérationnels		5466604,97	7205099,70
Autres charges opérationnelles		-10 169 122,51	-6097 876,53
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-239 177 852,49	-226 509 659,03
Reprise sur pertes de valeur et provisions		83752 232,67	201 908748,19
V-RESULTAT OPERATIONNEL		364 766 523,76	328 186827,15
Produits financiers			
Charges financières		-47 242 461,59	-25 880 848,61
VI-RESULTAT FINANCIER		-47 242 461,59	-25880 848,61
VI-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+V)		317 524 062,17	302 305 978,54
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-62296 909,97	-52 033 054,16
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		1648234,84	-6139 761,84
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		4065133252,64	3 049 475 054,43
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-3 808 257 865,60	-2 805 341 891,89
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		256 875 387,04	244 133162,54
Bénéfices extraordinaires (produits) (à préciser)			
Bénéfices extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		256 875 387,04	244 133 162,54



BILAN(ACTIF)

ACTIF	NOTE	2019			2018
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIPS NONOOLRANTS					
Ecart dacquisition-goodwill positif ou négati	f				
Immobilisations incorporelles		7531 100,00	7273 100,00	258 000,00	561 840,00
Immobilisations corporelles					
Terrains		333 253 065,00		333 253 065,00	333 253 065,00
Bâtiments		392 251 316,53	241 134 016,75	151 117 299,78	153306699,43
Autres immobilisations corporelles		2908 509 563,62	1995499522.92	913010040,70	862009316,69
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		53 587 425,65		53587 425,65	49724 903,02
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créanoes rattachées					
Autres titres immobilisés					
Rrets et autres actifs financiers non courants		9200 541,80		9200 541,80	10 193 344,80
Impôts différés actif		29816400,91		29816400,91	29218819,41
TOTAL ACTIFNONCOURANT		3734 149 413,51	2243906 639,67	1490242773,84	1 438 267 988,35
ACTIFCOURANT					
Stockset encours		978 973 069,58	7 201 459,54	971 771 610,04	945 040 797,18
Créances et emplois assimilés					
Clients		1 497 119 149,21		1497 119 149,21	1461 879 239,78
Autres débiteurs		25003 042,49	6903 200,00	18099842,49	46 136690,12
Impôts et assimilés		53377 916,15		53377 916,15	53259887,78
Autres créanoes et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Racenents et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		451 150 572,30		451 150572,30	172 789291,52
TOTALACTIF COURANT		3 005 623 749,73	14 104 659,54	2991 519 090,19	2679 105906,38
TOTAL GENERAL ACTIF		6739 773 163,24	2293011 299,21	4481 761 864,03	4117 373894,73



BILAN(PASSIF)

	NOTE	2019	2018
CAPITALIX PROPRES			
Capital émis		1002800000,00	1002800000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves-Réserves consolidées(1)		2005 991 454,78	1 999 116067,74
Ecart de réévaluation			
Résultat net-Résultat net part du groupe(1)		336647 583,69	256875387,04
Autres capitauxpropores-Report à nouveau			
Part de la société consolidante(1)			
Part des minoritaires(1)			
TOTAL I		3345 439 038,47	3 258 791 454,78
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		306 503 181,03	314 770439,38
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		123929 140,37	104659554,32
TOTAL II		430 432 321,40	419 429 993,70
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		113613814,49	114968452,37
Impôts		111 091 554,94	65695 751,97
Autres dettes		281 014 063,52	107499 642,29
Trésorerie passif		200 171 071,21	150988599,62
TOTAL III		705890 504,16	439 152 446,25
TOTAL GENERAL PASSIF(I+II+III)		4481 761 864,03	4117373 894,73

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



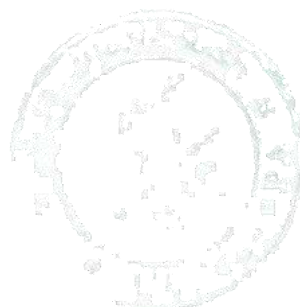
COMPTED E RESULTAT/NATURE

	NOTE	2019	2018
Ventes et produits annexes		3897 885 705,46	3808435987,06
Variation stocks produits finis et en cours		127585647,87	167 478427,94
Production immobilisée			
Subventions dexploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		4025471 353,33	3975914415,00
Achats consommés		-2810038 863,16	-2 863 744 402,23
Services extérieurs et autres consommations		-142671 406,17	-148 176548,64
II-OONSOMVATION DE L'EXERCICE		-2 952 710 269,33	-3 011 920 950,87
III-VALEUR AJOUTEE DEXPLATATION(1-11)		1072761 084,00	963 993 464,13
Charges de personnel		-432 091 656,92	-399273254,18
Impôts,taxes et versements assimilés		-43 989 066,43	-39 825 548,83
IV-EXCEDENT BRUT DEXPLATATION		596 680 360,65	524 894 661,12
Autres produits opérationnels		8210902,80	5466604,97
Autres charges opérationnelles		-4140243,85	-10 169 122,51
Dotations auxamortissements, provisions et pertes de valeurs		-259 846 823,91	-239 177 852,49
Reprise sur pertes de valeur et provisions		112998 269,29	83752232,67
V-RESULTAT OPERATIONNEL		453 902 464,98	364 766 523,76
Produits financiers		132 196,55	
Charges financières		-36 841 075,32	-47 242 461,59
VI-RESULTAT FINANCIER		-36 708878,77	-47 242 461,59
MI-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS(V+VI)		417 193 586,21	317 524 062,17
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-81 143 584,02	-62296909,97
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		597 581,50	1648234,84
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		4 146812721,97	4065 133 252,64
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-3 810 165 138,28	3 808 257 865,60
MIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		336 647 583,69	256 875 387,04
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à prédiser)			
IXRESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		336 647 583,69	256 875 387,04



BILAN(ACTIF)

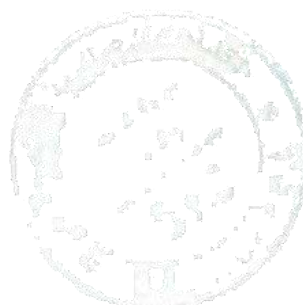
ACTIF	NOTE	2020			2019
		Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif	f				
Immobilisations incorporelles		7 531 100,00	7376300,00	154800,00	258 000,00
Immobilisations corporelles					
Terrains		333 253 065,00		333 253 065,00	333253065,00
Batiments		437 002 813,53	253 519 192,79	183483620,74	151 117299,78
Autres immobilisations corporelles		2958507952,54	2192442 980,77	766 064 991,77	913010040,70
Immobilisations en concession					
Immobilisations en cours		347220026,10		347 220 026,10	53587 425,65
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Rets et autres actifs financiers non courants		9159 680,80		9159680,80	9200541,80
Impôts différés actif		30694 253,52		30694 253,52	29816400,91
TOTAL ACTIF NON COURANT		4 123 368 891,49	2453 338463,56	1670030437,93	1 490 242 773,84
ACTIF COURANT					
Stocks et en cours		895 667 151,33	7 201 459,54	888465691,79	971 771 610,04
Créances et emplois assimilés					
Clients		804 920 945,81		804920945,81	1 497 119 149,21
Autres débiteurs		14518578,05	6903 200,00	7615378,05	18099842,49
Impôts et assimilés		67 352 237,00		67 352 237,00	53377916,15
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Récépissés et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		834 836 118,93		834836118,93	451 150572,30
TOTAL ACTIF COURANT		2617 295 031,12	14 104 659,54	2603 190 371,58	2 991 519 090,19
TOTAL GÉNÉRAL ACTIF		6740 663 922,61	2467 443 113 10	4273 220 809,51	4481 761 864,03



BILAN(PASSIF)

	NOTE	2020	2019
CAPITALX PROPRES			
Capitalémis		1002800000,00	1002800000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves-Réserves consolidées(1)		2005991 454,78	2 005 991 454,78
Ecart de réévaluation			
Résultat net-Résultat net part du groupe(1)		8919431,47	336647 583,69
Autres capitaux propres-Report à nouveau			
Part de la société consolidante(1)			
Part des minoritaires(1)			
TOTALI		3017710886,25	3 345 439 038,47
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		347 107 073,12	306 503 181,03
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		131952 321,04	123929140,37
TOTAL II		479 059 394,16	430 432 321,40
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		109058 350,90	113613814,49
Impôts		9404 420,87	111091 554,94
Autres dettes		119808922,80	281 014 063,52
Trésorerie passif		538 178 834,53	200171 071,21
TOTALIII		776 450 529,10	705 890 504,16
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		4 273 220 809,51	4481 761 864,03

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



CATEL SPA
1/2021 11:30

EDMTICN_DU:30/1

ZONE INDUSTRIEL LECUED SMAR ALGER
U 31/12/20

EXERCICE:01/01/20 A

N° DIDENTIFICATCN099816000293423

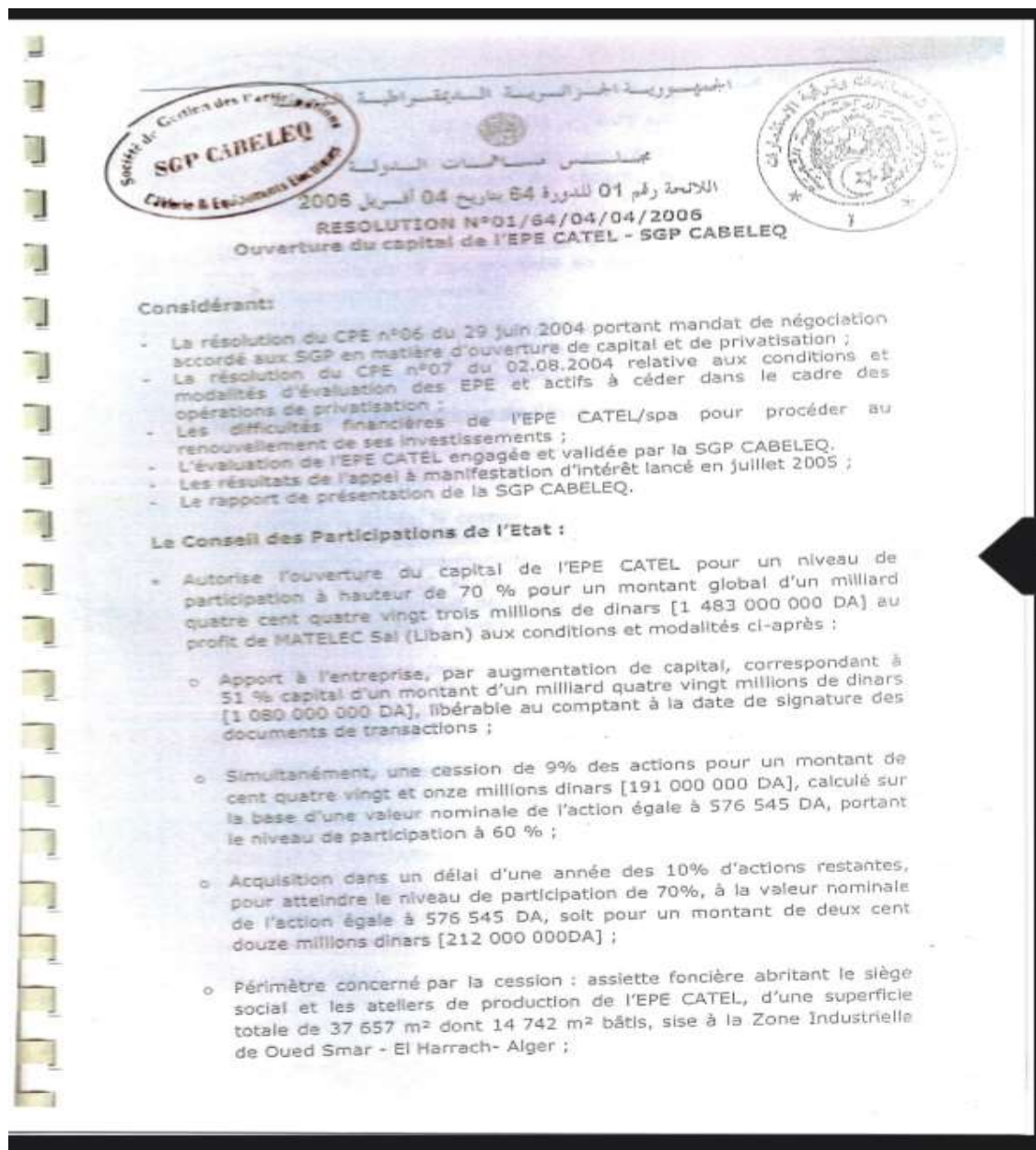
COMPTE DE RESULTAT/NATURE

	NOTE	2020	2019
Ventes et produits annexes		2531 510896,92	3897 885 705,46
Variation stocks produits finis et en cours		-152 962 101,67	127585 647,87
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		2378548795,25	4 025 471 353,33
Achats consommés		-1 585 078 813,55	-2810038 863,16
Services extérieurs et autres consommations		-109 229 379,68	-142 671 406,17
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-1 694 308 193,23	-2952710 269,33
III-VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION(H-I)		684 240 602,02	1072 761 084,00
Charges de personnel		-375805 292,90	-432 091 656,92
Impôts, taxes et versements assimilés		-34 141 019,10	-43 989 066,43
IV-EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION		274 294 290,02	596 680 360,65
Autres produits opérationnels		11 357 300,20	8210902,80
Autres charges opérationnelles		-4695 333,13	-4140243,85
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-249 756 459,21	-259 846 823,91
Reprise sur pertes de valeur et provisions		32999 285,44	112998 269,29
V-RESULTAT OPERATIONNEL		64 199 083,32	453 902 464,98
Produits financiers			132 196,55
Charges financières		-51 078 885,59	-36 841 075,32
VI-RESULTAT FINANCIER		-51 078 885,59	-36 708 878,77
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS (V+VI)		13120197,73	417 193586,21
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-5078618,87	-81 143 584,02
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		877 852,61	597 581,50
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITÉS ORDINAIRES		2422 905 380,89	4146812721,97
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITÉS ORDINAIRES		-2413985 949,42	-3 810 165 138,28
VII-RESULTAT NET DES ACTIVITÉS ORDINAIRES		8919 431,47	336 647 583,69
Bénéfices extraordinaires (produits) (à préciser)			
Bénéfices extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		8919 431,47	336 647 583,69



الملحق رقم 02: قرار مجلس مساهمات الدولة: اللائحة رقم 01 للدورة 64 بتاريخ

2006/04/04





مجلس مساهمات الدولة
تابع لائحة رقم 01 للدورة 64

que les 30 % des actions restantes constituent une option de vente laissée à l'appréciation du cédant, sur la base de la valeur économique à la date de leur cession ;

- Exclut du périmètre de la cession et rétrocede, aux Domaines, le terrain d'une superficie de 9 284 m² situé en zone urbaine sur la route reliant Gué de Constantine à Kouba ;
- Décide du versement du produit de cession des 19 % d'actions soit quatre cent trois millions dinars [403 000 000 DA], au compte d'affectation spéciale n°302-083 intitulé « Ressources provenant des privatisations » ;

Le Conseil des Participations de l'Etat décide également :

- a. le transfert des 40% des actions détenues par l'EPE CATEL dans la société CATEL FIBROPTIC, au profit de la SGP CABELEQ ;
- b. Après une année, la cession de 10% supplémentaires sur les 40 % des actions alors détenues par la SGP CABELEQ dans la société CATEL FIBROPTIC sus- mentionnées au profit de MATELEC Saï dans la société CATEL FIBROPTIC et ce, après évaluation de cette dernière et du versement du produit de cette cession au compte d'affectation spéciale n°302 083 intitulé « Ressources provenant des privatisations » ;
- c. L'affectation du terrain sis à la Zone Industrielle Oued Smar d'une superficie de 8 629 m² à la société conjointe CATEL FIBROPTIC moyennant un paiement par cette dernière aux Domaines du prix de cession évalué à 52 573 720 DA ;

- Charge la SGP CABELEQ d'inclure dans le contrat de cession les clauses visant à assurer le respect des engagements du repreneur tels que prévus dans la Résolution n°04/47/01/02/05 et d'en suivre la bonne application ;
- Charge la SGP CABELEQ de la mise en œuvre de la présente résolution ;
- Charge le Ministre des Participations et de la Promotion des Investissements du suivi de la mise en œuvre de la présente résolution.

24 AVR 2006 تاريخ المصادقة على اللائحة من قبل المجلس:

خاتم أمانة مجلس مساهمات الدولة



الملحق 03: القوائم المالية لمؤسسة AOM Invest SPA قبل للاكتتاب في
البورصة (2015-2017) AOM INVEST SPA

En millier DA	2015	2016	2017
ACTIF NON COURANT	87 167	175 855	206 398
Immobilisation incorporelles	34	17	22
Immobilisation corporelles	66 522	67 777	67 863
Terrain			
Bâtiments			
Autres Immobilisation corporelles			
Immobilisation en cours	20 611	107 061	137 513
Immobilisation financières		1 000	1 000
ACTIF COURANT	32 142	36 848	61 247
Stock			
Créances client		92	0
Autres débiteurs	12 019	4 491	3 247
impôts et assimilé	1 737	6 473	8 159
Disponibilité et assimilés	18 386	25 793	49 841
Placements et autres actifs financiers			
Trésorerie			
Total ACTIF	119 309	212 703	267 645

ACTIF

PASSIF

En millier DA	2015	2016	2017
CAPITAUX PROPRES	113 783	113 817	114 567
Capital	112 930	112 930	112 930
Primes et réserves	16	16	16
Autres capitaux propres report à nouveau	793	836	870
Résultat de l'exercice	43	34	751
PASSIFS NON COURANTS		94 634	152 124
Emprunts et dettes financières		48 000	96 000
Impôts			
Autres dettes non courantes		46 634	56 124
PASSIF COURANT	5 526	4 252	954
Fournisseur et comptes rattachés	898	3 996	45
Impôts	7	256	764
Autres dettes	4 620		
Trésorerie passive			145
Total PASSIF	119 309	212 703	267 645

COMPTE DE RESULTAT

En millier DA	2015	2016	2017
Chiffre d'affaires	549	79	1 613
Production immobilisée	3 973	81 811	30 452
Production de l'exercice	4 522	81 890	32 065
Achats consommés	3 025	78 721	25 750
Services extérieurs et autres consommations	410	2 280	3 909
Consommation de l'exercice	3 435	81 001	29 659
Valeur ajoutée d'exploitation	1 087	889	2 406
Charges de personnel	553		940
Impôts et taxes et versement assimilés	11	322	33
Excédent brut d'exploitation	524	567	1 433
Autres produits opérationnels			
Autres charges opérationnelles	26	87	10
Dotation aux amortissements	435	435	445
Résultat opérationnel	60	46	978
Produits financiers			
Charges financières			
Résultat financier			
Résultat ordinaire avant impôt	60	46	978
Impôt exigible sur résultat ordinaire	17	12	227
Impôts différé (variation) sur résultat ordinaire			
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	43	34	751

الملحق 04: القوائم المالية لمؤسسة AOM Invest SPA 2019-2018

A.O.M. INVEST SPA

BOUHANIFIA

BILAN

AU 31/12/2019

ACTIF	Note	Brut 2019	Amort- Prov2019	Net 2019	Net 2018
ACTIF					
ACTIFS NON COURANTS					
<u>Immobilisations incorporelles</u>	4.1	300 000,00	160 866,67	139 133,33	182 133,33
<u>Immobilisations corporelles</u>	4.2	110 013 773,26	3 410 141,28	106 603 631,98	67 005 489,46
Terrains		64 468 760,00		64 468 760,00	64 468 760,00
Bâtiments					
Autres immobilisations corporelles		45 545 013,26	3 410 141,28	42 134 871,98	2 536 729,46
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		271 493 157,47		271 493 157,47	226 372 821,97
<u>Immobilisations financières</u>	4.3	135 000,00		135 000,00	135 000,00
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		135 000,00		135 000,00	135 000,00
Impôts différés actif					
TOTAL ACTIF NON COURANT		381 941 930,72	3 571 007,95	378 370 922,78	293 695 444,78
ACTIF COURANT					
Stocks et encours					
Créances et emplois assimilés					
Clients					
Autres débiteurs	4.4	20 281 718,42		20 281 718,42	20 146 772,06
Impôts et assimilés	4.5	22 177 823,92		22 177 823,92	17 260 271,98
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					1 000 000,00
Trésorerie	4.6	9 762 492,23		9 762 492,23	27 559 253,67
TOTAL ACTIF COURANT		52 222 034,57		52 222 034,57	65 966 257,71
TOTAL GENERAL ACTIF		434 163 965,30	3 571 007,95	400 592 987,35	359 661 742,67



A.O.M. INVEST SPA
BOUHANIFIA

BILAN
AU 31/12/2019

PASSIF	Note	Net 2019	Net 2018
PASSIF			
CAPITAUX PROPRES			
Capital Social		115 930 000,00	115 930 000,00
Primes et réserves		116 016,76	53 644,50
Ecart de réévaluation			
Résultat net		750 312,06	1 247 445,20
Report à nouveau		2 768 637,63	1 583 564,69
TOTAL I	5.1	119 564 966,45	118 814 654,39
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	301 604 881,21	239 649 383,77
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance			
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		301 604 881,21	239 649 383,77
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.3	5 559 911,37	65 872,74
Impôts	5.4	2 003 110,45	672 565,19
Autres dettes	5.5	1 860 087,87	459 266,38
Trésorerie Passif			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		9 423 109,69	1 197 704,31
TOTAL GENERAL PASSIF		430 592 957,35	359 661 742,47



A.O.M. INVEST SPA
BOUHANIFIA

Compte de Résultats
AU 31/12/2019

Désignation	Note	2019	2018
Chiffre d'affaires	6.1	6 935 504,20	2 156 031,60
Variation stocks produits finis et en-cours			
Production immobilisée	6.2	26 800 206,53	88 859 410,86
Subventions d'exploitation			
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		33 735 710,73	91 015 442,46
Achats consommés	6.3	13 611 096,92	79 816 351,42
Services extérieurs et autres consommations	6.4	8 003 365,20	3 151 207,64
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE		21 614 462,12	82 967 559,06
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)		12 121 248,61	8 047 883,40
Charges de personnel	6.5	8 805 641,66	4 519 877,61
Impôts, taxes et versements assimilés	6.6	203 880,30	47 731,00
IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		3 111 726,65	3 480 274,79
Autres produits opérationnels	6.7	1 034,68	243 311,82
Autres charges opérationnelles	6.8	1 291 533,75	112 383,88
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	899 962,55	896 629,22
Reprise sur pertes de valeur et provisions			
V- RESULTAT OPERATIONNEL		921 265,03	2 714 573,51
Produits financiers	6.10	150 000,00	
Charges financières			1 254 980,31
VI- RESULTAT FINANCIER		150 000,00	-1 254 980,31
VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)		1 071 265,03	1 459 593,20
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		320 952,97	212 148,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires			
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES			
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES			
VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		750 312,06	1 247 445,20
Eléments extraordinaires (produits)			
Eléments extraordinaires (charges))			
IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		750 312,06	1 247 445,20



الملحق 05: القوائم المالية لمؤسسة 2020 AOM Invest SPA

A.O.M. INVEST SPA

BILAN
AU 31/12/2020

ACTIF	Note	Brut 2020	Amort-Prov 20	Net 2020	Net 2019
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - Goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles	4.1.1	149 000,00	75 750,00	73 250,00	139 133,33
Immobilisations corporelles	4.1.2	723 383 762,24	4 844 875,91	718 538 886,33	106 603 631,98
Terreurs		74 000 000,00		74 000 000,00	64 448 760,00
Bâtiements		180 594 000,00	2 350,00	180 591 650,00	
Autres immobilisations corporelles		68 789 762,24	4 842 525,91	63 947 236,33	42 154 871,98
Immobilisations en construction					
Immobilisations fincées					271 493 157,47
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants					135 000,00
Impôts différés actif					
TOTAL ACTIF NON COURANT		723 533 762,24	4 920 425,91	718 613 336,33	378 370 922,78
ACTIF COURANT					
Stocks et enclaves	4.2.1	45 500,00		45 500,00	
Créances et emplois assimilés					
Clients	4.2.2	2 864 525,95	435 605,00	2 428 920,95	
Autres débiteurs	4.2.3	25 291 664,36		25 291 664,36	20 281 718,42
Impôts et assimilés	4.2.4	29 718 094,07		29 718 094,07	22 177 823,90
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie	4.2.5	4 600 968,65		4 600 968,65	9 752 492,20
TOTAL ACTIF COURANT		62 500 753,03	435 605,00	62 065 148,03	32 222 034,57
TOTAL GENERAL ACTIF		786 033 515,27	5 356 230,91	780 677 284,34	430 592 957,35



A.O.M. INVEST SPA

BILAN
AU 31/12/2020

PASSIF	Note	Net 2020	Net 2019
CAPITAUX PROPRES			
Capital Social		170 298 900,00	115 930 000,00
Primes d'émission		1 631 100,00	
Réserves		153 532,36	116 016,76
Écarts de réévaluation		287 530 618,47	
Résultat net		-3 893 162,03	750 312,06
Report à nouveau		3 481 434,09	2 768 637,63
Impact résultant des corrections comptables		1 169 531,85	
TOTAL I	5.1.	460 371 954,74	119 564 966,45
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		308 912 984,76	301 604 881,21
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		270 000,00	
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5.2.	309 182 984,76	301 604 881,21
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.3.1	7 167 235,14	5 559 913,37
Impôts	5.3.2	474 758,29	2 003 110,45
Autres dettes	5.3.3	3 480 961,41	1 860 087,87
Trésorerie Passif			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		11 122 954,84	9 423 109,69
TOTAL GENERAL PASSIF		780 677 284,34	430 592 957,35



A.O.M. INVEST SPA

COMPTE DE RESULTATS

AU 31/12/2020

Libellé	Note	2020	2019
Chiffre d'affaires	6.1.2	7 090 266,57	6 935 504,20
Variation stocks produits finis et en-cours			
Production immobilisée		11 821 845,23	26 800 206,53
Subventions d'exploitation			
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		19 512 111,80	33 735 710,73
Achats consommés		6 920 439,90	13 611 096,92
Services extérieurs et autres consommations		3 374 011,63	8 003 365,20
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE	6.2.1	10 294 451,53	21 614 462,12
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)		9 217 660,27	12 121 248,61
Charges de personnel	6.2.2	8 343 089,96	8 805 641,66
Impôts, taxes et versements assimilés	6.2.3	774 608,87	203 880,30
IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		99 961,44	3 111 726,65
Autres produits opérationnels		5 525,07	1 034,68
Autres charges opérationnelles	6.2.4	256 666,83	1 291 533,75
Dotations aux amortissements et aux provisions		3 741 981,71	899 962,55
Reprise sur pertes de valeur et provisions			
V- RESULTAT OPERATIONNEL		-3 893 162,03	921 265,03
Produits financiers			150 000,00
Charges financières			
VI- RESULTAT FINANCIER			150 000,00
VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)		-3 893 162,03	1 071 265,03
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			320 952,97
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires			
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES			
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES			
VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		-3 893 162,03	750 312,06
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE		-3 893 162,03	750 312,06



A.O.M. INVEST SPA
BOUHANIFIA

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE
Période du 01/01/2020 au 31/12/2020

Désignation	Note	2020	2019
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles			
Encaissements reçus des clients		4 925 730,74	8 253 250,7
Sommes versées aux fournisseurs et au personnel		-32 936 944,48	- 78 867 266,7
Intérêts et autres frais financiers payés		-94 989,38	- 94 555,7
Impôts sur les résultats payés		-	212 140,7
autres encaissements		-1 432 277,98	18 025 281,7
autres décaissements		-8 263 275,86	- 27 834 811,7
Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires		-38 881 365,85	- 79 930 330,7
Flux de trésorerie liés à des éléments extraordinaires (à préciser)		-	-
Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)		- 38 881 365,85	- 79 930 330,7
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement			
Décaissements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles		-29 448 562,68	- 971 928,7
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles		-	-
Décaissements sur acquisition d'immobilisations financières		-	-
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières		-	1 000 000,7
Intérêts versés sur placements financiers		-	150 000,7
Dividendes et quote-part de résultats reçus		-	-
Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement (B)		-29 448 562,68	178 071,7
Flux de trésorerie provenant des activités de financement			
Encaissements suite à l'émission d'actions		-	-
Dividendes et autres distributions effectués		-	-
Encaissements provenant d'emprunts		63 388 103,55	247 129 440,7
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilées		-	-185 172 940,7
Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)		63 388 103,55	61 956 497,7
Incidence des variations des taux de change sur liquidités et quasi-liquidités		-	-
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		- 5 012 824,98	- 17 796 761,7
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice		9 762 492,33	27 599 253,7
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice		4 690 968,65	9 762 492,7
Variation de trésorerie de la période		-5 161 523,98	- 17 796 761,7



A.O.M. INVEST SPA
BOUHANIFIA

Tableau de Variation des Capitaux Propres
Période du 01/01/2020 au 31/12/2020

Désignation	Note	Capital Social	Prime d'émission	Impact des corrections	Ecart de Réévaluation	Réserves et résultat	Total Capital
Solde au 31 décembre N-2		115 930 000				2 884 654	118 814 654
Changement de méthodes comptables							
Corrections d'erreurs significatives							
Réévaluation des immobilisations							
Dividendes payés							
Augmentation de capital							
Résultat net de l'exercice						750 312	750 312
Solde au 31 N-1		115 930 000				3 634 966	119 564 966
Réévaluation des immobilisations					287 530 618		287 530 618
Changement de méthodes comptables							
Corrections d'erreurs significatives				1 169 532			1 169 532
Dividendes payés							
Augmentation de capital		54 368 900	1631 100				56 000 000
Résultat net de l'exercice						-3 893 162	-3 893 162
Solde au 31 décembre N		170 298 900	1631 100	1 169 532	287 530 618	-258 196	460 319 934





C-Opinion sur les états financiers :

De ce qui précède, nous estimons que les éléments que nous avons collectés sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Compte-tenu des diligences que nous avons accomplies selon les recommandations de la profession, et sous réserves des observations et remarques émises, ci avant, nous nous estimons être en mesure de certifier que les comptes annuels de la SPA AOM INVEST, arrêtés au 31/12/2020 en actif et passif pour un montant de sept cent quatre-vingts millions six cent soixante-dix-sept mille deux cent quatre-vingt-quatre dinars et trente-quatre centimes (780.677.284,34DA), et un résultat déficitaire de trois millions huit cent quatre-vingt-treize mille cent soixante-deux dinars et trois centimes (-3.893.162,03DA) sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice, de la situation financière et du patrimoine de la société au 31/12/2020.

Le Commissaire aux Comptes
Fait à Mascara, le 11/01/2021



Rapport CAC
 SPA AOM INVEST
 EX : 2020



الملحق 06: القوائم المالية لمؤسسة 2022- 2021 AOM Invest SPA

7- ETATS FINANCIERS

BILAN AU 31/12/2022

ACTIF	2022			2021
	Montants Bruts	Amortissements Provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles	1 208 600,00	48 543,00	1 160 057,00	45 350,00
Immobilisations corporelles				
Terrains	74 000 000,00		74 000 000,00	74 000 000,00
Bâtements	580 779 552,00	514 180,86	580 265 371,14	580 604 349,14
Autres immobilisations corporelles	74 945 250,57	20 811 263,07	54 133 987,50	61 887 669,13
Immobilisations en concession				
Immobilisations encours				
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants				
Impôts différés actif				
TOTAL ACTIF NON	730 933 402,57	21 373 966,93	709 559 415,64	716 537 368,27
COURANT				
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	1 378 279,65		1 378 279,65	395 144,03
Créances et emplois assimilés				
Clients	32 730 085,35	435 605,00	32 294 480,35	15 416 842,60
Autres débiteurs	24 613 511,02		24 613 511,02	21 522 601,02
Impôts et assimilés	26 556 278,94		26 556 278,94	25 567 789,90
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	95 156 933,67		95 156 933,67	88 009 481,03
TOTAL ACTIF	180 435 088,63	435 605,00	179 999 483,63	150 911 858,67
COURANT				
TOTAL GENERAL	911 368 491,20	21 809 591,93	889 558 899,27	867 449 226,94
ACTIF				

PASSIF	2022	2021
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	459 603 000,00	459 603 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)	51 064 702,01	49 953 532,36
Ecart de réévaluation	57 618,47	57 618,47
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	25 105 161,08	22 223 392,71
Autres capitaux propres - Report à nouveau	11 270 685,85	729 331,79
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
TOTAL I	547 101 167,41	532 566 875,33
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	306 828 324,85	307 830 181,67
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance	270 000,00	270 000,00
TOTAL II	307 098 324,85	308 100 181,67
PASSIFS COURANTS:		
Fournisseurs et comptes rattachés	16 839 594,05	15 559 581,89
Impôts	9 603 869,01	2 108 560,30
Autres dettes	8 915 943,92	9 114 027,75
Trésorerie passif		
TOTAL III	35 359 406,98	26 782 169,94
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	889 558 899,24	867 449 226,94

TCR :

COMPTE DE RESULTAT/NATURE		
	2022	2021
Ventes et produits annexes	73 222 738,74	77 026 789,78
Variation stocks produits finis et en cours		
Production immobilisée		
Subventions d'exploitation		
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	73 222 738,74	77 026 789,78
Achats consommés	-12 562 184,07	-13 150 882,21
Services extérieurs et autres consommations	-4 677 609,47	-9 519 778,25
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE	-17 239 793,54	-22 670 660,46
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)	55 982 945,20	54 356 129,32
Charges de personnel	-22 650 903,12	-18 251 163,89
Impôts, taxes et versements assimilés	-47 110,00	-1 479 683,79
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	33 284 932,08	34 625 281,64
Autres produits opérationnels		761,74
Autres charges opérationnelles	-54 138,00	-4 099 320,78
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	-8 125 633,00	-8 299 255,88
Reprise sur pertes de valeur et provisions		
V- RESULTAT OPERATIONNEL	25 105 161,08	22 227 466,72
Produits financiers		
Charges financières		-4 074,01
VI-RESULTAT FINANCIER		-4 074,01
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)	25 105 161,08	22 223 392,71
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	73 222 738,74	77 027 551,52
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-48 117 577,66	-54 804 158,81
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	25 105 161,08	22 223 392,71
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE	25 105 161,08	22 223 392,71